

„Zdaleka nejlepší kniha o investování, která kdy byla napsána.“

— WARREN E. BUFFETT

ZÁŠADNÍ KNIHA O HODNOTOVÉM INVESTOVÁNÍ

INTELIGENTNÍ INVESTOR

TŘETÍ VYDÁNÍ

Prodáno více než milion výtisků!

BENJAMIN GRAHAM

S NOVÝMI DODATKY JASONA ZWEIGA

„Zdaleka nejlepší kniha o investování, která kdy byla napsána.“

— WARREN E. BUFFETT

ZÁŠADNÍ KNIHA O HODNOTOVÉM INVESTOVÁNÍ

INTELIGENTNÍ INVESTOR

TŘETÍ VYDÁNÍ

Prodáno více než milion výtisků!

BENJAMIN GRAHAM

S NOVÝMI DODATKY JASONA ZWEIGA

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**.
Automatizovaná analýza textů nebo dat ve smyslu čl. 4 směrnice 2019/790/EU a použití této knihy k trénování AI jsou **bez souhlasu nositele práv zakázány**.

Nakladatelství děkuje za pečlivé lektorování
Ing. Danielu Gladišovi.

Edice Investice

Benjamin Graham

s dodatky Jasona Zweiga

Inteligentní investor

Třetí vydání

Zásadní kniha o hodnotovém investování

Přeloženo z anglického originálu The Intelligent Investor.

Published by arrangement with Harper Business, an imprint of HarperCollins Publishers.

Grateful acknowledgment is made for permission to reprint:

“The Superinvestors of Graham-and-Doddsville,” by Warren E. Buffett,
from the Fall 1984 issue of Hermes, Magazine of Columbia Business School.

Reprinted by permission of Hermes, Magazine of Columbia Business School,
copyright © 1984 The Trustees of Columbia University and Warren E. Buffett.

“Benjamin Graham,” by Warren E. Buffett, from the November/December

1976 issue of Financial Analyst Journal. Reprinted by permission of Financial Analysts Federation.

the intelligent investor, third edition. Original text: copyright © 1973 by Benjamin Graham; new material:

Copyright © 2024 by Jason Zweig. All rights reserved. Printed in the United States of America. No part of this book may be used or reproduced in any manner whatsoever without written permission except in the case of brief quotations embodied in critical articles and reviews. For information, address HarperCollins Publishers, 195 Broadway, New York, NY 10007.

Překlad Ing. Radim Laník, M. A., Dan Vořechovský

Odborná spolupráce a předmluva k českému vydání Ing. Daniel Gladiš, MBA, CFA

Vydala GRADA Publishing, a.s.

U Průhonu 22, Praha 7, jako svou 9 959. publikaci

Realizace obálky Vojtěch Wagner

Sazba Jan Šístek

Odpovědné redaktorky PhDr. Hana Zaňková, Alexandra Skálová, Ing. Michaela Průšová

Jazyková úprava PhDr. Milan Pokorný

Počet stran 480

Třetí vydání, Praha 2025

Vytiskly Tiskárny Havlíčkův Brod, a.s.

Czech edition © GRADA Publishing, a.s., 2025

ISBN 978-80-271-7852-0 (ePub)

ISBN 978-80-271-7851-3 (pdf)

ISBN 978-80-271-5861-4 (print)

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

Obsah

Přehled tabulek a obrázků	7
Předmluva k českému vydání	11
Předmluva Warrena E. Buffetta k revidovanému vydání	13
Benjamin Graham (1894–1976)	15
Benjamin Graham v poznámce Jasona Zweiga	17
Úvod: Čeho by kniha chtěla dosáhnout	21
Komentář k úvodu	29
1 Investice versus spekulace: co by měl od nich inteligentní investor očekávat	33
Komentář ke kapitole 1	45
2 Investor a inflace	53
Komentář ke kapitole 2	61
3 Století historie akciových trhů: Hladina cen akcií na počátku roku 1972 ..	69
Komentář ke kapitole 3	81
4 Obecný přístup k investičnímu portfoliu: Opatrný investor	89
Komentář ke kapitole 4	99
5 Opatrný investor a běžné akcie	107
Komentář ke kapitole 5	115
6 Portfolio strategie podnikavého investora: Čeho se vyvarovat	123
Komentář ke kapitole 6	133
7 Portfolio strategie podnikavého investora: Pozitivní stránka	143
Komentář ke kapitole 7	161
8 Investor a kolísání trhu	165
Komentář ke kapitole 8	183
9 Investování do investičních fondů	191
Komentář ke kapitole 9	203
10 Investor a investiční poradenství	211
Komentář ke kapitole 10	221
11 Analýza cenných papírů pro amatérského investora: Obecný přístup ...	229
Komentář ke kapitole 11	245
12 Co je potřeba vědět o zisku na akciích	249
Komentář ke kapitole 12	257
13 Srovnání čtyř veřejně obchodovaných společností	265
Komentář ke kapitole 13	273
14 Výběr akcií pro opatrného investora	279
Komentář ke kapitole 14	295
15 Výběr akcií pro podnikavého investora	303
Komentář ke kapitole 15	319

16	Konvertibilní cenné papíry a warranty	331
	Komentář ke kapitole 16	343
17	Čtyři extrémně poučné anamnézy	349
	Komentář ke kapitole 17	361
18	Srovnání osmi párů společností	369
	Komentář ke kapitole 18	389
19	Akcionáři a management: Dividendová politika	403
	Komentář ke kapitole 19	409
20	„Bezpečnostní polštář“ jako centrální koncept investování	417
	Komentář ke kapitole 20	427
	Dodatek	437
	Komentář k dodatku	439
	Přílohy	441
	1. Superinvestoři z Grahamova a Doddovy Lhoty	441
	2. Novodobé spekulace s běžnými akciemi ¹	462
	3. Technologické společnosti jako investice	470
	Vysvětlivky	471
	Poděkování Jasona Zweiga	479

Přehled tabulek a obrázků

TABULKA 0-1	Akcie vs. Podniky	19
TABULKA 1-1	Meme akcie snů	51
TABULKA 2-1	Obecná cenová hladina, zisky akcií a ceny akcií v pětiletých intervalech, 1915 až 1970	54
TABULKA 2-2	Zadluženost, zisky a rentability kapitálu, 1950 až 1969	58
TABULKA 3-1	Největší pohyby akciového trhu mezi lety 1871 a 1971	70
TABULKA 3-2	Obrázek výkonnosti akciového trhu, 1871 až 1970	74
TABULKA 3-3	Různé údaje týkající se indexu Standard & Poor's Composite v různých letech	79
TABULKA 4-1	Rebalancování	106
TABULKA 6-1	Poplatkový ráj	134
TABULKA 7-1	Průměrné výnosy „růstových fondů“ za období 1961 až 1970	147
TABULKA 7-2	Průměrný roční výnos či ztráta (v procentech) analyzovaných vzorků akcií, 1937 až 1969	149
TABULKA 7-3	Zisky a ceny akcií společnosti Chrysler, 1952 až 1970	150
TABULKA 7-4	Zisky z podhodnocených akcií, 1957 až 1959	153
TABULKA 8-1	Kolísání výnosů obligací a cen reprezentativních emisí obligací, 1902 až 1970	179
TABULKA 8-1	Instituce vs. jednotlivci	184
TABULKA 9-1	Výsledky deseti velkých podílových fondů	194
TABULKA 9-2	Výkonnost a portfolio „výkonnostních“ fondů	197
TABULKA 9-3	Údaje o uzavřených fondech, podílových fondech a složeném indexu S & P	201
TABULKA 9-4	Průměrné výsledky diverzifikovaných uzavřených fondů, 1961 až 1970	202
TABULKA 9-5	Srovnání dvou vedoucích uzavřených investičních společností	202
TABULKA 9-1	Samotný samotinký na vrcholu	203
TABULKA 9-2	Hojně obchodované fondy	206
TABULKA 11-1	Doporučované minimální „krytí“ u obligací a prioritních akcií	232
TABULKA 11-2	Dow Jones Industrial Average (Dow Jonesův index akcií průmyslových podniků)	235
TABULKA 11-3	Výkonnost akcií chemických a ropných společností v indexu DJI, 1970 versus 1964	237
TABULKA 11-4	Multiplikátor ročního zisku vycházející z očekávaného tempa růstu, použití zjednodušeného vzorce	241
TABULKA 11-5	Implicitní neboli očekávané tempo růstu, prosinec 1963 a prosinec 1969	241
TABULKA 12-1		255

TABULKA 12-1	Hra s čísly	263
TABULKA 13-1	Srovnání čtyř veřejně obchodovaných společností	266
TABULKA 13-2	Srovnání čtyř veřejně obchodovaných společností (pokračování)	267
TABULKA 13-1	E-voluce	277
TABULKA 14-1	Základní údaje o třiceti akcích indexu Dow Jones Industrial, hodnoty k 30. 9. 1971	282
TABULKA 14-2	Důležité poměrové ukazatele akcií v indexu DJI k 30. 9. 1971	284
TABULKA 14-3	Akcie indexu DJI splňující investiční kritéria ke konci roku 1970	286
TABULKA 14-4	Údaje o akcích patnácti společností zahrnutých v indexu Dow Jones Utilities (30. 9. 1971)	287
TABULKA 14-5	Údaje o společnostech poskytujících veřejné služby z druhého seznamu (k 30. 9. 1971)	288
TABULKA 14-6	Vývoj cen a poměrů P/E pro různé indexy Standard & Poor's v letech 1948 až 1970	289
TABULKA 14-7	Relativní cenové pohyby akcií různých typů finančních společností mezi lety 1948 a 1970	290
TABULKA 14-1	Poučení z řízení	297
TABULKA 15-1	Vzorové portfolio akcií průměrných společností s nízkým násobkem	311
TABULKA 15-2	Akcie prominentních společností, jež se obchodovaly za ceny nižší než hodnota jejich čistých oběžných aktiv v roce 1970	314
TABULKA 15-1	Revoluční změna pro Grainger	323
TABULKA 15-2	Superakcie	326
TABULKA 16-1	Vývoj ceny nových emisí preferenčních akcií nabízených v roce 1946	333
TABULKA 16-2	Vývoj ceny nových emisí preferenčních akcií, běžných akcií a warrantů, prosinec 1968 v. prosinec 1970	333
TABULKA 16-3	Společnosti s velkým objemem konvertibilních emisí a warrantů na konci roku (počty akcií v tisících)	337
TABULKA 16-4	Výpočet „skutečné tržní ceny“ a upraveného poměru P/E v případě běžných akcií s velkým objemem emitovaných warrantů	340
TABULKA 17-1	Ling-Temco-Vought, 1958 až 1970 (v milionech dolarů, vyjma zisk na akcii)	353
TABULKA 18-1A	Pár 1. Real Estate Investment Trust vs. Realty Equities v roce 1960	370
TABULKA 18-1B	Pár 1	371
TABULKA 18-2	Pár 2	373
TABULKA 18-3	Pár 3	375
TABULKA 18-4	Pár 4	377

TABULKA 18-5	Pár 5	379
TABULKA 18-6	Pár 6	381
TABULKA 18-7	Pár 7	383
TABULKA 18-8A	Pár 8	385
TABULKA 18-8B	Zisky na akcii a ceny akcií společností Whiting a Willcox & Gibbs za deset let	386
TABULKA 18-9	Některé zajímavé cenové fluktuace šestnácti běžných akcií (rozdělení akcií zohledněno do roku 1970)	387
TABULKA 18-10	Významné roční cenové fluktuace akcie společnosti McGraw-Hill, 1958 až 1971	388
TABULKA 18-1	AMC vs. AME	390
TABULKA 18-2	Bitcoin vs. akcie	396
TABULKA 18-3	Zastaví se růst až v nebi?	399
TABULKA 19-1	To je showbyznys	414
TABULKA 1	Walter J. Schloss	450
TABULKA 1	Walter J. Schloss (pokračování)	451
TABULKA 2	Tweedy, Browne Inc.	452
TABULKA 3	Buffett Partnership, Ltd.	453
TABULKA 4	Sequoia Fund, Inc.	454
TABULKA 5	Charles Munger	455
TABULKA 6	Pacific Partners, Ltd.	457
TABULKA 7	Perlmeter Investments	458
TABULKA 8	The Washington Post Company, Master Trust, 31. prosince 1983	459
TABULKA 9	FMC Corporation Pension Fund, roční míra výnosu (v procentech)	460
TABULKA 9	FMC Corporation Pension Fund, roční míra výnosu (v procentech) (pokračování)	461
OBRÁZEK 1-1	Životní cyklus spekulanta	46
OBRÁZEK 3-1	Tržní fluktuace 425 akcií průmyslových společností, 1900 až 1970	72
OBRÁZEK 6-1	SPACtakulární svět	140
OBRÁZEK 3-1	CAPE malé naděje	83
OBRÁZEK 8-1	Špatně a v osamocení	186
OBRÁZEK 9-1	Proděravělý ARKK	210
OBRÁZEK 12-1	Úplně normální opakování?	261
OBRÁZEK 14-1		299
OBRÁZEK 14-2		300

OBRÁZEK 15-1	Vysoké výnosy nezajímavých podniků	329
OBRÁZEK 16-1	Kde jsou poplatky	345
OBRÁZEK 16-2	Selhání je možnost	345
OBRÁZEK 17-1	Zazvonil zvonec	363
OBRÁZEK 17-2	Podřazení na nižší stupeň	364
OBRÁZEK 17-3	Vesmírný případ	365
OBRÁZEK 17-4	K měsíci – a zpět	367
OBRÁZEK 18-1	Koupel... bez přidané hodnoty	393
OBRÁZEK 18-2	Block na dva způsoby	395
OBRÁZEK 19-1	Rozmach zpětných odkupů	411
OBRÁZEK 20-1	Deset dlouhých let	428
OBRÁZEK 20-2	Deset lepších let	429
OBRÁZEK 20-3	Vysoká očekávání.	431

Předmluva k českému vydání

Benjamin Graham

Benjamin Graham byl mimořádnou osobností. Jeho otec zemřel, když malému Benovi bylo devět let. Spolu se svými dvěma bratry pak vyrůstal v chudinkých poměrech jen s matkou. Díky své pracovitosti a pílí se Grahamovi podařilo dostat na Columbia University. Když v roce 1914 končil studium, dostal nabídku hned ze tří kateder této univerzity, aby na nich pracoval. Šlo o katedry angličtiny, filozofie a matematiky. To dokazuje šíři jeho záběru a talentu. Graham už v té době překládal z francouzštiny a do francouzštiny básně, psal vlastní sonety a studoval knihy starých filozofů v originále, tedy v řečtině a v latině. Za svá literární díla získával celonárodní ceny. A aby toho nebylo málo, stejné národní ceny získával v matematických soutěžích. Graham však odmítl akademickou kariéru a odešel pracovat na Wall Street. Aniž by měl jakékoliv vzdělání v oboru ekonomie nebo financí, stal se brzy nejen úspěšným investorem a portfolio manažerem, ale také předním teoretikem. Jestliže řada věcí, která je napsána ve financích, zní často po několika měsících, či dokonce týdnech poněkud hloupě, Grahamovy zásady publikované před mnoha desetiletími jako by časem získávaly ještě více na síle a pravdivosti.

Dvě z jeho knih ční vysoko nad jinými – *Security Analysis* a *Intelligent Investor*. První z nich pokládá základ investiční analýze jako oboru vůbec, druhá předkládá čtenářům návod, jak si při investicích do akcií a dluhopisů počínat. *Intelligentní investor* je daleko nejlepší kniha, která kdy byla o investicích napsána. Je to jedna z nejčtenějších publikací svého druhu, ale také paradoxně v praxi snad nejvíce ignorovaná. Taková už je lidská povaha. Jednoduché věci se snažíme dělat složitě.

Warren E. Buffett, který v Grahamově firmě začínal svou kariéru a je bezesporu jeho nejúspěšnějším žákem, o svém učiteli říká, že to byl člověk, který sázel stromy, aby pod nimi jiní lidé mohli sedět. Grahamovým největším stromem je kniha, kterou právě držíte v rukou.

Daniel Gladiš, 2007

Předmluva Warrena E. Buffetta k revidovanému vydání

Četl jsem první vydání této knihy v roce 1950, když mi bylo devatenáct let. Tehdy jsem měl pocit, že je to zdaleka ta nejlepší kniha o investování, která kdy byla napsána. Ten pocit mám dodnes.

Aby byl člověk schopen úspěšně investovat po celý svůj život, nemusí mít nadprůměrné IQ, neobyčejný přehled o podnikání ani důvěrné informace. Jediné, co potřebuje, je zdravě racionální systém pro přijímání rozhodnutí a dále schopnost udržet na uzdě své emoce, aby stanovený systém nenarušily. Tato kniha přesně a srozumitelně předepisuje, jak má takový správný systém vypadat. Emocionální disciplína je již na vás.

Budete-li se řídit principy podnikání a obchodního chování, které Graham zastává – a budete-li věnovat zvláštní pozornost neocenitelným radám v kapitolách 8 a 20 – výsledky vašeho investování nebudou nikdy mizerné. (Uvědomte si, že toto představuje mnohem větší úspěch, než si můžete myslet.) Zda dosáhnete vynikajících výsledků, bude již záviset na chytrosti a na úsilí, které při investování vynaložíte, ale stejně tak i na míře pošetilosti akciového trhu, která bude v průběhu vaší investiční kariéry převládat. Čím je chování trhu bláznivější, tím větší příležitosti pro připravené a praktické investory se objevují. Držte se Grahama a budete z tržní pošetilosti profitovat, namísto abyste se stali její součástí.

Ben Graham byl pro mě mnohem více než jen autor nebo učitel. Více než kdokoliv jiný, kromě mého otce, ovlivnil můj život. Krátce po Benově smrti v roce 1976 jsem do časopisu *Financial Analysts Journal* napsal následující krátkou vzpomínku. Až budete číst tuto knihu, věřím, že sami pocítíte některé z vlastností, o kterých se v tomto projevu úcty zmiňuji.

Benjamin Graham (1894–1976)

Před několika lety se tehdy téměř osmdesátiletý Ben Graham svěřil jednomu ze svých přátel, že každý den doufal, že udělá „něco bláznivého, něco tvůrčího a něco velkorysého“.

První část tohoto rozmarného životního cíle se odrážela v jeho neobyčejné zručnosti prezentovat myšlenky formou, která v sobě nenesla ani náznak jakéhokoliv moralizování nebo domýšlivosti. Přestože byly jeho myšlenky mocné a významné, jejich prezentace byla neochvějně nenásilná.

Čtenáři tohoto časopisu jistě nepotřebují, abych rozváděl jeho úspěchy z pohledu tvořivosti. Málokdy se stává, že zakladatel vědní disciplíny není svědkem toho, jak je jeho práce v relativně krátkém čase odsouvána do pozadí jeho následovníky. Ale ani téměř po čtyřiceti letech po vydání knihy, která vnesla do neuspořádané a zmatené činnosti světlo systému a logiky, není prakticky možné najít kandidáty alespoň na druhé místo v pomyslném žebříčku nejlepších na poli analýzy cenných papírů. V oblasti, kde většina prací a autorů vypadá směšně již pár týdnů či měsíců po vydání, zůstaly Benovy zásady neporušené – často jsou jeho principy lépe chápány a jejich hodnota roste těsně po finančních krizích, při kterých jsou bořena chatrnější intelektuální pravidla. Jeho moudré rady přinesly následovatelům neochvějně úspěchy – dokonce i těm, kteří měli horší vrozené schopnosti než talentovaní a nadaní obchodníci, škobrtající při následování různých „geniálních“ nebo zrovna módních investičních trendů.

Pozoruhodným aspektem Benova obrovského úspěchu na profesionálním poli byla skutečnost, že jej dosáhl bez toho, aniž by musel koncentrovat svou veškerou duševní činnost jedním směrem. Jeho úspěch byl spíše náhodným vedlejším produktem rozumu, jehož rozsah téměř překonává hranice tohoto pojmu. Rozhodně jsem nikdy nepotkal nikoho s tak širokým myšlenkovým záběrem. Prakticky absolutní paměť, nekonečné okouzlení novým věděním a schopnost přeskupit je do podoby použitelné pro zdánlivě nesouvisějící problémy dělaly z jeho uvažování o kterékoliv oblasti nádherný zážitek.

Avšak v případě svého třetího požadavku – velkorysosti – jeho úspěch zcela překonal všechny ostatní. Znal jsem Bena jako svého učitele, svého zaměstnavatele a svého přítele. Ve všech jeho rolích – nejenom vůči mně, ale stejně tak vůči ostatním jeho studentům, zaměstnancům a přátelům – zde byla jeho nekonečná a nezištná velkorysost v nápadech, myšlenkách, času a elánu. Bylo-li potřeba pochopit nebo vyjasnit některé myšlenky, nebylo lepšího člověka, na koho se obrátit. A když člověk potřeboval podporu nebo radu, Ben byl tady.

Walter Lippmann hovořil o lidech, kteří sázejí stromy, pod nimiž budou ostatní sedávat. Ben Graham byl takový člověk.*

Přetištěno z Financial Analysts Journal, listopad / prosinec 1976

* Walter Lippmann, významný americký spisovatel, novinář a politický komentátor. Narodil se v roce 1889 v zámožné německo-židovské rodině v New Yorku. V sedmnácti letech byl přijat na Harvardovu univerzitu, kterou úspěšně ukončil již po třech letech. Během první světové války byl poradcem prezidenta Wilsona. V roce 1947 poprvé použil ve své knize slovní spojení „studená válka“, které se stalo pak široce užívaným pojmem. Zemřel v roce 1974. Viz http://en.wikipedia.org/wiki/Walter_Lippmann (poznámka překladatele).



*Benjamin Graham ve španělské Seville, říjen 1964.
Foto s laskavým svolením Benjaminu Grahamu Jr.*

Benjamin Graham v poznámce Jasona Zweiga

„Testem mravní integrity je její pevný odpor ke kompromisům.“

Chinua Achebe¹

Kdo byl Benjamin Graham a proč byste mu měli naslouchat?

Graham byl jedním z největších investorů všech dob. Byl také jedním z nejchytřejších z nich a možná i nejmoudřejším.²

Jak skvělým investorem Graham byl? Nedosáhl jen jedinečných výnosů; dosáhl jich v dobách, které pro investory patřily k nejtěžším, včetně konce Velké hospodářské krize. V letech 1936 až 1956 jeho společnost Graham-Newman Corp. porážela trh v průměru o zhruba pět procentních bodů ročně.³ Jen hrstka dalších investorů dokázala něco podobného v tak dlouhém období – byl to zejména Warren Buffett, který se naučil investovat právě od Grahama.

Jak chytrý Graham ve skutečnosti byl?

V 17 letech začal studovat na Kolumbijské univerzitě; měl být přijat už o rok dříve, vysoká škola ale zpackala zpracování jeho přihlášky. Školu dokončil za dva a půl roku jako druhý nejlepší v ročníku. Ještě před promoci mu Kolumbijská univerzita nabídla místa na třech různých katedrách: filozofii, matematice a angličtině. Protože potřeboval uživit svou ovdovělou matku, vzal místo toho lépe placenou práci na Wall Street.

Grahamova kniha *Security Analysis*, kterou napsal společně s Davidem Doddem a která vyšla v roce 1934, se stala základním textem pro finanční analytiku na celém světě. Jeho velikost ale neznala mezí. Když bylo Grahamovi 23 let, publikoval *American Mathematical Monthly* jeho článek o tom, jak zlepšit výuku infinitezimálního počtu. Nechal si patentovat dvě inovativní ruční kalkulačky. Napsal dvě knihy o tom, jak stabilizovat globální měny, a řadu článků o právu, daních a nezaměstnanosti. Ve svém volném čase napsal Graham divadelní hru, naučil se španělsky a přeložil uruguayský román, hlтал literaturu ve francouzštině, starořečtině a latině.

Graham byl především moudrý. V desetiletích, kdy působil na Wall Street, se setkal se všemi druhy švindlů a podvodů: obchodování na základě důvěrných informací, prodejci vychvalující bezcenné akcie, podloudné účetní triky, společnosti uvádějící v omyl

¹ The Trouble with Nigeria (Heinemann, 1984), str. 42.

² Více o tomto pozoruhodném muži viz Jason Zweig, „A Note on Benjamin Graham,“ (Pár slov o Benjaminu Grahamovi) bit.ly/40XkE7h; blog Beyond Ben Graham, bit.ly/442IEX8; a Benjamin Graham, *Benjamin Graham: The Memoirs of the Dean of Wall Street* (McGraw-Hill, 1996).

³ Podle Warrena Buffetta nejsou veškeré Grahamovy výnosy za celou jeho kariéru v letech 1923 až 1956 zcela známe, byly ale „daleko vyšší“, než jak ukazují obvyklé odhady (z osobní komunikace dne 14. dubna 2023). Kromě zisků z Grahamova fondu dosáhli jeho investoři vysokých výnosů z akcií společností Government Employees Insurance Co. nebo GEICO, které společnost Graham-Newman Corp. vyplatila v červenci 1948 ve formě zvláštní dividendy.

vlastní akcionáře. Poznal trhy, na kterých miliony lidí ztratily hlavu a namlouvaly si, že jsou investiční géniové, a to jen proto, že si koupili pár akcií, které vzrostly na ceně – dočasně. Viděl také investory, jak přišli o svůj majetek, když poslechli „experty“, kteří jim říkali, že mohou rychle zbohatnout.

Graham se poučil nejen z chyb druhých, ale i z těch vlastních:

- Honil se za populárními akciemi – a spálil se.
- Příliš obchodoval – a naučil se trpělivosti.
- Příliš riskoval – a naučil se opatrnosti.
- Investoval vypůjčené peníze – a už nikdy nevyužil pákového efektu.
- Vyzkoušel a otestoval nespočet investičních metod – a pochopil úskalí pokusů předpovídat budoucnost na základě nedostačujících dat z minulosti.

Graham pochopil, že investování je samotářskou aktivitou, při které se osamocení jedinci, toužící po kontaktu s dalšími investory a po společném pokyvování hlavou, stávají snadnou obětí manipulátorů a podvodníků. V posledních letech byla hluboká lidská touha jít s davem živena sociálními médii a mobilními aplikacemi makléřských firem, až miliony lidí nakonec hromadně obchodovaly ty samé akcie, poháněny fenoménem FOMO: strachem, že jim ujede vlak. Jakmile podlehnете této finanční davové psychóze, je téměř nemožné vytvořit rozumný plán a držet se ho. Tato kniha vám pomůže myslet vlastní hlavou, místo aby vám miliony cizích lidí říkaly, co si máte myslet.

Graham také věděl, že ani ti nejčestnější lidé k sobě nejsou vždy upřímní. Nikdo si rád nepřiznává vlastní nedostatky. Grahamova rada mívá nejen na to, co by investoři měli dělat, ale také na to, co *mohou* udělat. Nikdy své čtenáře neuvádí v omyl falešnými sliby o trzích nebo o nich samotných. Tato kniha vám pomůže porozumět vašim silným a slabým stránkám a vytvoří intelektuální a emocionální rámec pro správná investiční rozhodnutí – a co je důležitější, pomůže vám držet se jich.

Jestliže nechcete být součástí davu, musíte z něj vystoupit. Inteligentní investor musí být disciplinovaný a přemýšlet odlišným způsobem.

Čtyři stavební kameny

Graham zdůrazňuje čtyři klíčové zásady:

- **Nemůžete být investorem a neobchodovat, můžete ale obchodovat, aniž byste kdy investovali.** Jestliže o akciích víte jen to, že jejich cena vzrostla nebo že je „všichni“ kupují, neinvestujete; spekulujete. Inteligentní investor provádí důkladnou analýzu a činí záměrná, konzistentní a měřitelná rozhodnutí.
- **Akcie není jen symbol na akciovém trhu ani měnící se řada cen na vašem mobilu; je to vlastnický podíl v podniku s fundamentální hodnotou nezávislou na ceně jeho akcií.** Inteligentní investor se zabývá studiem podniku, nikoliv akcie. (Viz tabulka 0-1.)

- **Tržní ceny jsou zpravidla přibližně správné, když se ale mýlí, mohou se mýlit propastně.** Graham vymyslel postavu zvanou Pan Trh, mýtickou postavu, která je plná chamtivosti a euforie, když akcie rostou, ale propadá strachu a beznaději, když akcie klesají.⁴ Inteligentní investor je realista, který prodává optimistům a nakupuje od pesimistů. Nikdy nesmíte dovolit, aby se vaše emoce staly rukojmími výkyvů nálad Pana Trhu.
- **Většina investorů se dopouští svých největších chyb v okamžiku, kdy se soustředí na to, kolik peněz by mohli vydělat, kdyby se ukázalo, že mají pravdu – a zapomínají zvážit, kolik by mohli ztratit, kdyby se ukázalo, že se mýlili.** Inteligentní investor se vždy drží toho, co Graham nazval „bezpečnostní mírou“, airbagem z pokory, který vám umožní přežít vaše ztráty, když se ukáže, že vaše analýza nebyla správná.

TABULKA 0-1 Akcie vs. Podniky

	Akcie	Podniky
Ocenění	Cena	Hodnota
Přesnost ocenění	S přesností na centy	Přibližné rozmezí
Základ ocenění	Co je dnes někdo ochoten zaplatit za možnost to vlastnit nebo s tím obchodovat, což je podmíněno náladami na trhu	Současná hodnota celkové budoucí hotovosti vygenerované podnikem
Četnost změny	Až tisíckrát denně	Maximálně párkrát za rok
Důvod změny	Čtvrtletní ziskovost; stabilita akciového trhu; geopolitické události; šum	Dlouhodobá ziskovost; stabilita podniku; konkurence
Typická doba držení	Maximálně jeden rok	Minimálně po jednu generaci
Riziko	Průběžná, aktuální volatilita tržní ceny	Trvalý pokles hodnoty podniku

Kniha Inteligentní investor vyšla poprvé v roce 1949. Cílem tohoto vydání u příležitosti 75. výročí vzniku této knihy je začlenit Grahamovy klasické poznatky do reality dnešního trhu.

Toto vydání se stejně jako předchozí verze publikovaná v roce 2003 drží Grahamova vlastního plánu. Inteligentní investor není – a Graham to ani nikdy nezamýšlel – uceleným průvodcem při výběru akcií ani instruktážní příručkou, jak analyzovat a hodnotit podniky. Vymezuje pravidla a zásady, které jsou nenahraditelným stavebním kamenem úspěšného investování. Jak to řekl sám Graham:

„Poměrně málo zde řekneme o technice analýzy cenných papírů; pozornost věnujeme především investičním zásadám a přístupu k investování.“

Všechny Grahamovy původní kapitoly zůstávají beze změn.⁵

⁴ Viz Kapitola 8.

⁵ Toto vydání na druhou stranu neobsahuje tři Grahamovy přílohy, které pojednávají o společnostech v dávné minulosti a již neaktuálních daňových zákonech. Pokud se s nimi chcete seznámit, odkazujeme vás na revidované vydání Inteligentního investora z roku 2007.

Do komentářů, které doprovázejí každou z Grahamových kapitol, jsem přidal příklady z nedávné doby, které dokládají platnost jeho zásad.

Tato kniha vám pomůže vytvořit si návyky a vypěstovat disciplínu, které jsou nezbytným základem úspěšného investování. Warren Buffett označil Inteligentního investora za „zdaleka nejlepší knihu o investování, jaká kdy byla napsána“, protože nikdo jiný tyto zásady nikdy nepochopil a nesdělil lépe než Graham.

S touto knihou ve svých rukách jste na dobré cestě stát se inteligentním investorem. V další kapitole si povíme, co to znamená a co na vás čeká.

Úvod: Čeho by kniha chtěla dosáhnout

Benjamin Graham

Tato kniha si klade za cíl poskytnout návod, jakým způsobem volit a realizovat investiční strategii, a to formou stravitelnou pro laickou veřejnost. Relativně málo toho zde bude napsáno o metodách analýzy cenných papírů; pozornost bude věnována především investičním zásadám, postojům a chování investorů. Nicméně přesto zde uvedeme řadu stručných srovnání některých cenných papírů – především v párech, jež se objevují vedle sebe na seznamu Newyorské burzy – abychom konkrétním způsobem vysvětlili důležité prvky výběru konkrétních kmenových akcií.

Hodně prostoru však bude věnováno historickému vývoji finančních trhů, v některých případech až několik desetiletí nazpátek. Inteligentní investování do cenných papírů vyžaduje, aby byl člověk obeznámen s tím, jak se různé druhy obligací a akcií skutečně chovaly za různě měnících se podmínek – u kterých je pravděpodobné, že je investor zažije na vlastní kůži, tedy přinejmenším některé. Žádné rčení není pravdivější a nehodí se k Wall Street více než proslulé varování Santayany: „Ti, kdo si nepamatují minulost, jsou odsouzeni ji opakovat.“*

Náš text je určen investorům, jež důsledně odlišujeme od spekulantů, a naším prvním úkolem bude přesně vysvětlit a zdůraznit tento tolik důležitý, avšak tak často zapomínaný rozdíl. Můžeme na počátku říci, že tato publikace není kniha typu „jak vydělat první milion“. Žádné stoprocentní a jednoduché cestičky ke zbohatnutí neexistují ani na Wall Street, ani nikde jinde. Bude jen ku prospěchu podtrhnout to, co bylo právě řečeno, krátkou exkurzí do finanční historie – zvláště když z ní plyne více než jen jedno poučení. V roce 1929, v době, kdy vrcholil překotný růst akciových trhů, napsal John J. Raskob, jedna z nejdůležitějších postav ve Spojených státech a stejně tak i na Wall Street, článek do časopisu *Ladies' Home Journal* s titulkem Každý může být bohatý, ve kterém velebil blaho kapitalismu.† V článku tvrdil, že pravidelným měsíčním investováním pouhých 15 dolarů do kvalitních kmenových akcií – při reinvestici dividend – lze za dvacet let dosáhnout jmění v hodnotě 80 000 dolarů, přičemž vynaložené peníze činily jen 3 600 dolarů. Kdyby měl tento magnát z General Motors pravdu, byla by vskutku jednoduchá cesta ke zbohatnutí. Do jaké míry měl však pravdu? Naše hrubé výpočty – založené na předpokladu investování do 30 akcií, které tvoří index Dow

* George Santayana (1863–1952), španělský filozof, esejista, básník a spisovatel. Studoval a žil ve Spojených státech. Je nejznámější patrně svým výrokem, který zde Graham zmiňuje. Více na <http://en.wikipedia.org/wiki/Santayana> (poznámka překladatele).

† John J. Raskob (1879–1950) byl ředitelem chemického gigantu společnosti Du Pont a předsedou finančního výboru společnosti General Motors. Působil taky jako národní předseda Demokratické strany a stál za výstavbou Empire State Building. Výpočty provedené profesorem financí Jeremym Siegelem ukázaly, že Raskobova investiční strategie by za dvacet let vygenerovala jmění v hodnotě 9 000 dolarů, ale to by bylo téměř zcela znehodnoceno inflací. Nejlepší pojednání o názorech Raskoba na dlouhodobé investice do akcií lze nalézt v článcích finančního poradce Williama Bernsteina na bit.ly/3QuKk8H.

Jones Industrial (DJI)* – naznačují, že pokud by někdo postupoval podle Raskobova investičního doporučení v letech 1929 až 1948, pak na počátku roku 1949 by investor vlastnil akciový majetek v hodnotě 8 500 dolarů. To je pořád daleko od 80 000 dolarů slibovaných tímto velkým mužem a jen to poukazuje na skutečnost, jak málo lze spoléhat na podobné optimistické předpovědi a ujišťování. Udělejme ale malou odbočku a všimněme si, že skutečně realizovaný výnos z dvacetileté aplikace dané investiční strategie činí více než 8 % (při ročním složeném úročení) – a to i navzdory skutečnosti, že investoři by zahájili své nákupy při hodnotě indexu DJI 300 bodů a své portfolio by oceňovali v roce 1948, kdy se index DJI pohyboval na hodnotě 177 bodů. Tento výsledek lze považovat za přesvědčivý argument ve prospěch strategie pravidelných měsíčních nákupů kvalitních kmenových akcií za dobrých i špatných časů – strategie nazývaná *dollar-cost averaging*.†

Jelikož není naše kniha určena spekulantům, není pro ty, kteří obchodují na trhu. Většina těchto lidí se řídí grafy nebo jinými převážně mechanickými nástroji pro určení toho správného okamžiku pro nákup či prodej. Jedna ze zásad, jež je používána téměř všemi takzvanými „technickými přístupy“, praví, že investor by měl nakoupit, *protože* kurz či trh vzrostl, a měl by prodat, *protože* kurz či trh poklesl. To je přesný opak zdravého obchodního rozumu aplikovaného kdekoliv jinde a je zcela nepravděpodobné, že by tato strategie mohla vést na Wall Street k trvalému úspěchu. Z naší vlastní zkušenosti a z pozorování akciového trhu po více než padesát let jsme nepoznali jediného člověka, jenž by důsledně a trvale vydělával peníze takovýmto „následováním trhu“. Neváháme otevřeně tvrdit, že jak je tento přístup moderní a populární, tak je chybný a nesprávný. Naše tvrzení doložíme – i když to nelze považovat za důkaz – pozdějším stručným pojednáním o slavné Dowově teorii obchodování na akciovém trhu.‡

Kniha *Inteligentní investor* je od svého prvního vydání v roce 1949 pravidelně revidována ve zhruba pětiletých intervalech. Při aktualizaci stávajícího vydání se musíme vypořádat s relativně velkým počtem událostí a změn, které proběhly od napsání třetího upraveného vydání v roce 1965. Mezi hlavní změny a události patří:

1. Bezprecedentní nárůst úrokových sazeb u vysoce kvalitních obligací.
2. Téměř 35% pokles hodnoty hlavních kmenových akcií, který skončil v květnu 1970. Jednalo se o největší procentní propad za posledních třicet let. (Bezpočet akcií nižší kvality zažilo mnohem hlubší propady.)

* Index Dow Jones Industrial (v originále *Dow Jones Industrial Average*, kde anglické slovo *average* je synonymem pro v češtině používaný pojem „index“) je nejznámější index pohybů cen a výnosů amerických akcií. Je založen na 30 vedoucích amerických průmyslových společnostech a lidově se nazývá Dow nebo DJIA. Patří do skupiny Dow Jones indexů, mezi které patří i indexy Dow Jones Transportation (DJTA) a Dow Jones Utilities (DJUA). Indexy počítá společnost Dow Jones & Co (poznámka překladatele).

† *Dollar-cost averaging* (v Británii *pound-cost averaging*), tj. průměrování pomocí pevné dolarové částky, je princip investování do akcií, kdy investor nakupuje pravidelně, ale vždy za stejnou sumu peněz. Je-li trh příliš nahoře, koupí za stanovenou částku méně cenných papírů, tzn. nekoupí tolik „drahých“ akcií, je-li naopak trh dole, investor nakoupí za předem definovanou částku větší množství „levnějších“ akcií (poznámka překladatele).

‡ Grahamovo „stručné pojednání“ je uvedeno ve dvou částech, na straně 43 a na stranách 166 až 167. Podrobnější popis Dowovy teorie lze nalézt na bit.ly/4b3xhT8

3. Přetrvávající inflace průmyslových a spotřebitelských cen, která nabrala na obrátcích i v době stagnace ekonomiky v roce 1970.
4. Rychlý rozvoj konglomerátních společností, koncesních (franšízových) podniků a dalších novinek v ekonomice a financích. (Mezi ně patřily různé ošidné nástroje, jako například *letter stock* (neregistrované akcie),¹ široké rozšíření opčních akciových certifikátů (*stock-option warrants*), zavádějících jmen investičních instrumentů, využívání zahraničních bank a další.)[†]
5. Bankrot největší železniční společnosti, rozsáhlé krátkodobé i dlouhodobé zadlužení mnoha dříve tak silných a zavedených podniků a znepokojivé problémy insolvence i mezi makléřskými firmami na Wall Street.[‡]
6. Nástup „výkonnostní“ módy v řízení investičních fondů, včetně některých svěřeneckých fondů spravovaných bankami, se znepokojujícími výsledky.

Všechny tyto události a jevy vezmeme pečlivě v úvahu, některé z nich budou dokonce znamenat změny v závěrech či místech, na které jsme kladli důraz v předešlých vydáních této knihy. Základní principy rozumného investování by se neměly měnit z desetiletí na desetiletí, je však zapotřebí přizpůsobit používání těchto principů významným změnám ve fungování a klimatu na finančních trzích.

Předcházející výrok byl podroben zatěžkávací zkoušce v průběhu psaní tohoto vydání, jehož první koncept jsme dokončili v lednu 1971. V této době prožíval index DJI období silného zotavení po relativně mizerném období a od minima v roce 1970 na úrovni 632 bodů směřoval k maximu roku 1971 na hodnotě 951 bodů, což vyvolávalo všeobecný optimismus. V době dokončení posledního konceptu v listopadu 1971 se trh opět zmítal v agonii nového propadu, který srazil hodnotu indexu na 797 bodů, což opět způsobilo obecné znepokojení ohledně jeho další budoucnosti. Těmto fluktuacím a náladám jsme však nedovolili ovlivnit náš obecný postoj ke zdravé investiční strategii, která zůstala od prvního vydání této knihy v roce 1949 v podstatě nezměněna.

Velikost propadu trhu na přelomu let 1969 a 1970 výrazně napomohla rozptýlit klamné iluze, které se v posledních dvou desetiletích nebezpečně šířily. Šlo o to, že hlavní akciové tituly bylo možno koupit prakticky kdykoliv a za jakoukoliv cenu, a to nejenom s jistotou konečného zisku, ale i s ujištěním, že jakákoliv utrpená ztráta bude brzy zcela vykompenzována opětovným nárůstem trhu do vyšších úrovní.

¹ Číslované odkazy v Grahamově textu se vztahují k vysvětlivkám na konci knihy, s. 471.

[†] Podílové fondy nakupovaly *letter stock* v blokových obchodech od emitentů a pak je následně za vyšší cenu nabývaly investiční veřejnosti (viz Grahamova definice ve vysvětlivkách na straně 471). To umožnilo těmto „fantastickým“ fondům vykazovat v polovině šedesátých let neudržitelně vysoké výnosy. Komise pro cenné papíry učinila v roce 1969 přítrž tomuto zneužívání a investoři do fondů je přestali poptávat. Opční akciové certifikáty jsou vysvětleny v kapitole 16.

[‡] 21. června 1970 byl prohlášen konkurz na společnost Penn Central Transportation, tehdy největší dráhy ve Spojených státech, který naprosto šokoval celou investiční veřejnost, neboť si nedokázala ani představit, že by tak velká společnost mohla jít ke dnu (viz stranu 349). Mezi „rozsáhlé“ zadlužené podniky, které měl Graham na mysli, patřily Ling-Temco-Vought a National General (viz stranu 351 a 381). „Problémy s insolvenčí“ se na Wall Street začaly objevovat mezi lety 1968 a 1971, kdy znenadání zkrachovalo několik prestižních makléřských firem.

To znělo příliš dobře na to, aby to byla pravda. Nakonec se akciový trh „vrátil do normálu“ v tom smyslu, že jak spekulanti, tak i akcioví investoři se znovu museli připravit na to, že budou zažívat významné, možná i dlouhotrvající propady nebo nárůsty hodnoty jejich akciových podílů.

Mezi méně kvalitními akciemi – druhého a třetího řádu –, zejména pak mezi akciemi společností, které poprvé vstoupily na burzu, měl zmatek způsobený tehdejšími propadem trhu katastrofické následky. Samo o sobě by to nebylo nic nového – mezi lety 1961 a 1962 došlo k podobně dramatickému vývoji – avšak začátkem sedmdesátých let zde působil zcela nový faktor, a tím byla významná angažovanost mnoha investičních fondů v těchto vysoce spekulativních a evidentně nadhodnocených akciích. Patrně nejen nováčci potřebují neustále opakovat, že i když v mnoha oblastech lidského konání vede entuziasmus k úspěchu, na Wall Street vede téměř zcela jistě ke katastrofě.

Hlavní problém, se kterým se musíme vypořádat, spočívá v obrovském zvýšení úrokových sazeb u nejkvalitnějších obligací. Od konce roku 1967 mohl investor vydělat na úrocích z těchto obligací dvakrát tolik, než kolik mu vynesly dividendy prvotřídních kmenových akcií. Na počátku roku 1972 činil výnos z prvotřídních obligací 7,19 % v porovnání s pouhým 2,76% výnosem z průmyslových akcií. (Na konci roku 1964 činil tento poměr 4,40 % a 2,92 % ve stejném pořadí.) Jen stěží dokážeme pochopit, že když jsme v roce 1949 dokončili první vydání této knihy, byl poměr výnosů zcela opačný: obligace vydělávaly pouhé 2,66 % a akcie 6,82 %.² V předešlých vydáních naší knihy jsme důsledně nabádali k tomu, že nejméně 25 % hodnoty portfolia konzervativního investora by mělo být drženo v kmenových akciích, a upřednostňovali jsme rovnoměrné (50 : 50) rozdělení portfolia mezi tyto dva investiční nástroje. V současné době musíme zvážit, zda stávající obrovská převaha výnosů z obligací nad výnosy z akcií může vést ke strategii investování pouze do obligací do doby, než se poměr výnosů vrátí do rozumných mezí, což očekáváme, že dříve či později nastane. Důležitým mezníkem v rozhodování o tomto bodě se přirozeně stane i problém pokračující inflace. Této otázce budeme věnovat celou kapitulu.

V minulosti jsme rozlišovali dva základní typy investorů, kterým je určena tato kniha – jednalo se o „opatrného“ a „odvážného“ investora. Opatrný (nebo taktéž pasivní) investor bude při investování klást největší důraz na to, aby se vyhnul závažným chybám nebo ztrátám. Jeho druhým cílem bude zajistit si minimum starostí a trápení a vyhnout se nutnosti často se rozhodovat. Určujícím znakem odvážného (nebo taktéž aktivního, iniciativního nebo agresivního) investora bude jeho ochota vynaložit čas a pozornost výběru cenných papírů, které jsou solidní, ale zároveň atraktivnější než ostatní. Během mnoha desetiletí mohl odvážný investor tohoto zrna očekávat za svou obratnost a extra úsilí hodnotnou odměnu ve formě vyššího průměrného výnosu, než jaký vydělal pasivní investor. Máme určité pochyby, zda současné podmínky umožňují aktivním investorům získat za jejich dodatečné úsilí opravdu podstatnou kompenzaci. Avšak v příštím roce nebo v dalších letech může být situace zcela odlišná. Proto nepřestaneme věnovat pozornost možnostem iniciativního investování, neboť tyto v minulých obdobích existovaly, a mohou se tedy kdykoliv vrátit.

Již dlouho panuje názor, že umění úspěšného investování spočívá především ve výběru odvětví, která v budoucnu pravděpodobně porostou, a následně v určení těch nejnadějnějších společností z daného odvětví. Například chytrí investoři – nebo jejich prozíraví

poradci – by již dávno vytušili růstové možnosti počítačového průmyslu jako celku a zejména pak společnosti International Business Machines (IBM), podobně jako v případě dalších rostoucích odvětví nebo společností. Ale rozpoznat příležitost není tak jednoduché, jak to zpětně vždy vypadá. Abychom hned na počátku toto tvrzení ozřejmili, uvádíme odstavec z prvního vydání této knihy z roku 1949:

Takovým investorem může být například člověk, který nakupuje akcie leteckých společností, neboť se domnívá, že jejich budoucnost je mnohem zářivější než trend, který trh už nyní vykazuje. Pro tento typ investora bude hodnota knihy spočívat především spíše v poskytnutí varování před pastmi, které jsou v této oblíbené investiční technice skryty, než v nějaké pozitivní metodě, která mu pomůže na jeho cestě.*

Zrovna v případě odvětví, o kterém jsme hovořili, se tyto pasti ukázaly jako obzvláště nebezpečné. Přirozeně bylo velice snadné předpovídat, že objem letecké dopravy v dalších letech velkolepě poroste. Akcie leteckých společností se vzhledem k této skutečnosti staly oblíbenou položkou v portfoliích investičních fondů. Ale i přes překotný nárůst tržeb – tempem, které předstihlo i růst počítačového průmyslu – se objevily faktory (technologické problémy a nadměrný nárůst kapacit), které zapříčinily kolísavé a místy katastrofální výsledky hospodaření. V roce 1970, přestože doprava vykázala nové rekordní objemy, znamenaly aerolinky pro své akcionáře ztrátu přibližně 200 milionů dolarů. (Aerolinky vykázaly negativní výsledky hospodaření také v letech 1945 a 1961.) V letech 1969 a 1970 opět poklesly kurzy akcií leteckých společností ve větším rozsahu, než v jakém poklesl celý trh. Z historických údajů lze dovodit, že i nejlépe placení odborníci z podílových fondů se zcela mýlili ohledně relativně krátkodobé budoucnosti tak významného a nijak obzvláště nesrozumitelného odvětví.

Na druhé straně, přestože investiční fondy ve akciích společnosti IBM měly značné investice a velké zisky, nebyly schopny z důvodů očividně vysoké ceny a nemožnosti být si *jistý* ohledně míry růstu kurzu investovat více než, řekněme, 3 % svých prostředků do zmíněné skvělé společnosti. Dopad této vynikající volby na jejich celkové výsledky proto nebyl z tohoto důvodu v žádném případě přesvědčivý. Navíc, velký počet – ne-li většina – investic fondů do jiných počítačových firem byla nerentabilní. Z těchto dvou obecných příkladů bychom pro naše čtenáře rádi vyvodili dvě poučení:

1. Evidentní perspektivy objemového růstu podniku ještě zdaleka nemusí znamenat odpovídající výnosy pro investora.
2. Ani profesionálové neznají spolehlivé postupy, jak vybírat nejslibnější společnosti v nejslibnějších odvětvích.

* „Akcio leteckých společností“ představovaly na konci čtyřicátých a počátku padesátých let tolik vzrušení, kolik jej nadělaly internetové akcie o půl století později. Mezi nejvyhledávanější podílové fondy té doby patřily Aeronautical Securities a Missiles-Rockets-Jets & Automation Fund. Tyto fondy, stejně tak jako akcie, které vlastnily, se staly pohřebištěm mnoha investičních prostředků. V současné době je obecně známo, že kumulativní výděly leteckého průmyslu za celou svou historii byly záporné. Graham zde nenabádá k tomu, abyste se vyhýbali nákupům akcií leteckých společností, ale abyste nikdy nepodlehli „jistotě“, že některé odvětví překoná v budoucnosti všechna ostatní.

Autor knihy nepoužíval tohoto přístupu ve svém působení jako manažer fondu, proto tedy nemůže poskytnout ani odbornou radu, ani emocionální podporu těm, kteří by jej rádi vyzkoušeli.

O co se tedy v této knize vlastně snažíme? Naším hlavním cílem bude navést naše čtenáře tak, aby se dokázali vyhnout oblastem možných závažných chyb, a pokusit se vytvořit investiční strategie, se kterými bude čtenář spokojen, nebo, jak se říká, „v pohodě“. Skutečně totiž platí, že největším problémem investora – a také jeho největším nepřítelem – je pravděpodobně on sám. („Chyba nebude, milý investore, ve hvězdách – ani v našich akcích – ale v nás. ...“) To se mnohokrát potvrdilo, zejména v posledních desetiletích, kdy se investice do kmenových akcií staly pro konzervativního investora víceméně nutností, což znamenalo, že je chtěl nechtě vystaven veškerému vzrušení a všem pokusům, které akciový trh přináší. Doufáme, že pomocí argumentů, příkladů a nabádání se nám podaří pomoci čtenářům vybudovat si ten správný duševní a emocionální postoj ke svému investičnímu rozhodování. Ze zkušeností víme, že mnohem více peněz vydělají a *udrží* „obyčejní lidé“, kteří jsou pro investování dobře povahově vybavení, než ti, kteří jsou lépe vybaveni teoreticky, mají mnohem větší znalosti o financích, účetnictví a fungování akciového trhu, ale chybějí jim ty správné povahové rysy.

Dále doufáme, že se nám podaří vštípit čtenářům sklon k poměřování a kvantifikaci. Pro 99 akcií ze sta můžeme říci, že při určitém kurzu jsou dostatečně levné na to, aby stály za koupi, a při jiné ceně jsou tak drahé, že bychom je měli prodat. Neocenitelnou vlastností při investování je zvyk poměřovat cenu, kterou platíme, s hodnotou, která je nabízena. V našem článku, který vyšel před mnoha lety v jednom časopise pro ženy, jsme čtenářům doporučovali, aby nakupovali akcie stylem, jakým nakupují potraviny, nikoliv stylem, jakým nakupují parfémy. Skutečně úděsné ztráty v posledních několika letech (a také v mnoha podobných případech v minulosti) byly realizovány u těch akciových titulů, u kterých se investor jaksi zapomněl zeptat: „Kolik?“

V červnu 1970 by na otázku „kolik?“ mohla postačit krátká odpověď, magické číslo 9,40 % – výnos dosažitelný z nových emisí prvotřídních obligací podniků veřejných služeb. Tento výnos v současné době poklesl zhruba na 7,3 %, ale i toto číslo svádí k položení otázky: „Proč odpovídat jinak?“ Avšak existují i jiné možnosti odpovědi a ty je potřeba pečlivě zvážit. Kromě toho musíme znovu zopakovat, že jak my, tak i naši čtenáři musí být předem připraveni na možnost, že nastanou zcela jiné podmínky, řekněme v letech 1973–1977.

Proto zde představíme praktický plán či strategii pro investování do kmenových akcií, jehož část bude určena oběma třídám investorů a část bude ušita na míru skupině iniciativních, odvážných investorů. Jakkoliv podivné se to může zdát, je jedním z našich prvních a hlavních doporučení požadavek, aby se čtenář ve svých investicích omezil pouze na ty akcie, které se prodávají za ceny nepříliš vzdálené od hodnoty hmotných aktiv společnosti.* Existují praktické i psychologické důvody, proč dáváme tak zdánlivě staromódní rady. Ze zkušeností víme, že i když existuje celá řada dobrých rostou-

* Za hmotná aktiva zde považujeme jednak hmotný majetek podniku (jako jsou pozemky, výrobní haly, stroje a zařízení a zásoby), ale také finanční majetek (hotovost, krátkodobé investice a pohledávky). Do hmotných aktiv nezahrnujeme hodnotu značek, patentů, franšíz, goodwillu a obchodních známek. Podrobnější návod na výpočet hmotných aktiv je uveden v poznámce + na straně 171.

cích společností, jejichž akcie se prodávají za několikanásobky hodnoty čistých aktiv, jsou investice do těchto akcií příliš závislé na rozmarech a fluktuacích akciového trhu. Naproti tomu investici do akcií, řekněme, podniků veřejných služeb za cenu odpovídající zhruba hodnotě čistých aktiv lze vždy považovat za vlastnický podíl ve zdravé a rozvíjející se společnosti, pořízenou za racionální cenu – bez ohledu na to, co o dané investici právě říká akciový trh. Tento konzervativní postoj generuje výsledky, které budou v konečném součtu lepší než výsledky vzrušujících dobrodružství do přitažlivých a nebezpečných oblastí očekávaného růstu.

Umění investování má jednu vlastnost, která není všeobecně potěšitelná. Úctyhodných, i když ne přímo úžasných výsledků může při investování dosáhnout i laický investor s minimem úsilí a schopností; avšak k vylepšení tohoto jednoduše dosažitelného standardu je potřeba mnoho píle a více než jen špetky inteligence a rozumu. Budete-li se pouze snažit ovlivnit svůj investiční plán *pouze malou dávkou* dodatečných znalostí a chytrosti, může se stát, že namísto realizace o něco lepších než normálních výnosů zjistíte, že jste na tom ve skutečnosti hůře.

Vzhledem k tomu, že kdokoli – tím, že investuje do reprezentativního vzorku trhu – může realizovat průměrné tržní výnosy, zdá se „překonání průměrnosti“ poměrně jednoduchou záležitostí; avšak ve skutečnosti je procento chytrých investorů, kteří se o to neúspěšně snaží, překvapivě vysoké. Dokonce ani většina podílových fondů se svými zkušenými a kvalifikovanými zaměstnanci nepodávala v průběhu let tak dobré výsledky jako celkový trh. S tím jsou spojeny i publikované predikce vývoje akciových kurzů vydávané makléřskými domy – existují totiž přesvědčivé důkazy, že jejich vypočtené předpovědi byly dokonce o něco méně spolehlivé než prosté házení mincí.

Při psaní knihy jsme se snažili mít tuto základní past investování stále na paměti. Zdůraznili jsme klady jednoduchého portfolia taktiky, tj. investice do kvalitních obligací plus diverzifikované portfolio hlavních akciových titulů, kterou může investor vykonávat pouze s minimální pomocí investičních poradců. Dobrodružné výlety za hranice tohoto bezpečného a zdravého teritoria byly prezentovány jako výpravy plné náročných obtíží, a to zejména v oblasti temperamentu. Dříve, než se investor pustí do takového rizika, měl by si být sebou a svými poradci absolutně jistý – zejména v otázce jejich jasného chápání rozdílů mezi investicí a spekulací a mezi tržní cenou a fundamentální hodnotou pořizované akcie.

Cílevědomý přístup k investování, pevně spjatý se zásadou bezpečnostního polštáře, je schopen odměnit své následovatele slušnými výnosy. Avšak rozhodnutí pustit se raději za těmito požitky než jen oddaně čekat na nižší, ale mnohem jistější ovoce opatrného (defenzivního) investování by nemělo být učiněno bez hluboké sebeanalýzy.

Jedna retrospektivní úvaha na závěr. Když se v červnu 1914 ocitl autor ještě jako mladík poprvé na Wall Street, nikdo tehdy neměl ani zdání o tom, co přinese druhá polovina století. (Akciový trh tenkrát neměl sebemenší podezření, že se za dva měsíce rozhoří světový konflikt a dojde k uzavření newyorské burzy.) Nyní, v roce 1972, žijeme v nejbohatší a nejmocnější zemi na světě. I přesto nás však sužuje celá řada různých problémů a budoucnost nás více než důvěrou naplňuje obavami. Nicméně, omezíme-li naši pozornost na americkou investiční historii, lze se za 57 let fungování investic dobrat k relativně povzbuzujícím závěrům. Přes všechny rány osudu a neštěstí, které čím méně byly předvídatelné, tím větší silou dopadaly, nikdy nepřestalo platit, že zdravé investiční

zásady vedly obecně ke zdravým investičním výsledkům. Musíme naše budoucí činy založit na předpokladu, že tomu tak bude i nadále.

Poznámka čtenáři: Tato kniha se nezabývá *celkovým* pohledem na finanční strategie střadatelů a investorů; věnuje se pouze té části jejich prostředků, kterou jsou připraveni investovat do veřejně obchodovatelných (likvidních) cenných papírů, to znamená obligací a akcií.

Z tohoto důvodu se nezabýváme tak důležitými nástroji, jako jsou spořicí a termínované vklady, úložky do spořicích a úvěrových družstev, životní pojištění, renty, hypotéky na nemovitosti a vlastnictví tzv. ekvit. Čtenář by si měl být vědom toho, že kdykoliv se v textu objeví slovo „nyní“ nebo jiné synonymum, vztahuje se to na období přelomu let 1971 a 1972.*

* To platí pro Grahamovy kapitoly. Komentáře ke kapitolám od Jasona Zweiga byly doplněny aktuálně až do začátku roku 2024.

Komentář k úvodu

Jason Zweig

„Nedokážu vám říct, jak rychle zbohatnout. Mohu vám ale říct, jak rychle zchudnout: když se pokusíte rychle zbohatnout.“

André Kostolany¹

„Hlavním problémem investora – a dokonce i jeho nejhorším nepřítelem – bude pravděpodobně on sám.“

Těmito jednoduchými slovy Graham naznačuje, o čem je investování. Naším poselstvím v této knize je to, že investování je přesným opakem toho, k čemu jste byli vedeni.

Finanční televizní stanice, blogy, reklamy brokerských firem a sociální média vykreslují investování jako boj o přežití v nepřátelské divočině. Chtějí, abyste si mysleli, že vaším údělem je celoživotní souboj s akciovým trhem, hedgeovými fondy, centrálními bankami nebo jinými temnými a tajemnými silami.

Taková propaganda vyvolává strach. Vy pak máte pocit, že v tomto souboji můžete uspět jedině tehdy, když všichni ostatní prohrají. Lidé, kteří takové zprávy šíří, chtějí, abyste tomu uvěřili, protože pak jim budete ochotně platit vysoké poplatky v zoufalé snaze o přežití.

Budete se také cítit nutkáni poznat „tajemství“ úspěšných investorů, kontrolovat hodnotu svých investic každých pár minut, nechat se ovládnout konspiračními teoriemi o zmanipulovaném trhu, nebo obsedantně obchodovat závratnou rychlostí.

Podle všeho jen tak můžete porazit profesionály v jejich vlastní hře.

Sami to přitom neumí. Zhruba tři čtvrtiny profesionálních investorů nedokážou porazit trh – přestože mají desítky let školení a zkušeností, využívají počítače, které dokážou obchodovat tisíckrát za sekundu, a mají okamžitý přístup ke všem aktuálním novinkám, které hýbou trhem.

Jestliže oni sami nedokážou vyhrát ve své hře, proč byste vůbec měli chtít takovou hru hrát taky?

Dobrou zprávou je, že ji hrát nemusíte.

S Grahamem jako svým průvodcem můžete zapomenout na všechny ty nesmysly o boji na život a na smrt proti trhům – a zapomenout na všechnen stres, poplatky a neúspěchy, které jsou s tím spojeny.

Budete ale muset svést jiný, ještě daleko náročnější boj.

¹ Blog UndervaluedJapan, 11. listopadu 2020, bit.ly/43sXdnG.

Jestliže se chcete stát inteligentním investorem, musíte porazit temnou a tajemnou sílu. Ne trh.

Sami sebe.

Není to trh, kdo je vaším největším investičním nepřítelem – jste to vy.

Důvodem je to, že lidská mysl je skvělým mechanismem k řešení obtížných problémů – ještě lepší je ale ve zcela prostém sebeklamu.

Miliony investorů tráví celý svůj život tím, že klamou sami sebe: podstupují rizika, kterým nerozumí, honí se za přízraky historické výkonnosti, prodávají svá vítězná aktiva příliš brzy, nechávají si ztrátové investice příliš dlouho, platí podivné poplatky v honbě za nedosažitelným, chlubí se tím, jak porazili trh, aniž by ve skutečnosti znali své výnosy.

Jsou záměrně slepí k tomu, že jsou sami sobě nejhorším nepřítelem. Klamou sami sebe, aby si zachovali tvář. Dívají se do zrcadla a vidí Warrena Buffetta.

Pokud jako investor víte, co děláte, můžete vydělat více peněz, než jste kdy snili. Pokud si ale jen myslíte, že víte, co děláte, přijdete o více peněz, než jste si kdy dokázali představit ve svých nejhorších nočních můrách. Oklamat sám sebe může být ještě dražší než nechat se oklamat někým jiným.

Co znamená být inteligentním investorem?

Konvenční měřítko inteligence nemají mnoho společného s tím, zda můžete být tím, co Graham nazval inteligentním investorem. V roce 1720 přišel Sir Isaac Newton, jeden z nejchytřejších lidí, kteří kdy žili, o své jmění obchodováním s akciemi společnosti South Sea Co.² V roce 1998 přišel hedgeový fond Long-Term Capital Management L.P. vedený matematiky, počítačovými vědci a dvěma laureáty Nobelovy ceny za ekonomii během několika málo týdnů zhruba o 80 % svého kapitálu a musel být zachráněn z veřejných prostředků ve výši 3,6 miliardy dolarů.³

Bez ohledu na vaši genialitu nemůžete být inteligentním investorem – anebo se jím stát – pokud se nenaučíte být k sobě upřímní. V prvním vydání této knihy Graham napsal:

„Pojem ‚inteligentní‘ v našem názvu budeme používat... v jeho běžném a slovníkovém smyslu k označení toho, kdo je otevřen poznání a porozumění. Nebudeme ho vykládat ve smyslu ‚chytrý‘ nebo ‚bystrý‘, ani jako nadaný neobvyklou předvídatostí nebo jasno-zřivostí. Je [to] mnohem více o charakteru než o mozkové kapacitě.“⁴

„Nemusíte být raketový vědec,“ řekl Warren Buffett. „Investice není hra, ve které má člověk s IQ 160 navrch nad člověkem s IQ 130. Zásadní roli hraje racionalita.“ Buffett

² Andrew Odlyzko, „Newton’s Financial Misadventures in the South Sea Bubble“, bit.ly/3psYyvF.

³ Hedgeový fond, z velké části neregulovaný, získává od bohatých klientů peněžní prostředky, které dále investuje; viz komentář ke kapitole 6. O kolapsu LTCM viz Roger Lowenstein, *When Genius Failed* (Random House, 2000).

⁴ Benjamin Graham, *Inteligentní investor* (Harper & Row, 1949), str. 4.

a jeho partner Charlie Munger opakovaně zdůrazňovali zásadní význam toho, co nazývají „temperamentem“.

Sedm ctností velkých investorů

Graham nevyjmenovává všechny povahové rysy, které tvoří temperament inteligentního investora, nicméně nejúspěšnější správci peněz, se kterými jsem se setkal, vykazují několik společných nenahraditelných charakterových vlastností. Říkám jim sedm ctností:⁵

Zvídavost. Běžní investoři se bojí neznámého. Inteligentní investoři se rovněž bojí toho, co podle svého názoru vědí, protože si uvědomují, že to může být zkreslené, neúplné nebo chybné.

Nikdy se tedy neodchýlí od své neúnavné celoživotní snahy po dalším poznání. Většinu času tráví čtením a nepřestávají se ptát. Jsou to stroje na učení.

Skepticismus. Wall Street se tváří, že prodává investice, ve skutečnosti ale prodává naděje a sny lidem, kteří chtějí věřit v nadpřirozeno. *Odejděte do důchodu s penězi, které vyděláte na investicích do revolučních změn, jež přinese umělá inteligence! Dosáhněte vysokého výnosu s nízkým rizikem! Získejte exkluzivní přístup k lukrativním výnosům z alternativních aktiv!*

V této knize se naučíte vytríbit svůj skepticismus a rozpoznat, kdy je zdánlivá příležitost až příliš dobrá na to, aby to byla pravda.

Nezávislost. Tím nejcenějším investičním aktivem, které kdy budete mít, je váš vlastní rozum. Pokud dovolíte, aby za vás myslel někdo jiný, vzdáte se svého nejceněnějšího aktiva – a vaše emoce a výsledky budou v zajetí rozmarů milionů šarlatánů. Velcí investoři jako Graham, Buffett a Munger se nesnaží zapadnout do davu; naopak z něj vystupují. Nehledají souhlas ostatních, protože pro ně nic neznamená. Ani vy byste neměli.

Jak píše Graham v kapitole 20:

„Nemáte ani pravdu, ani se nemýlíte proto, že s vámi dav nesouhlasí. Máte pravdu proto, že jsou vaše data a uvažování správné.“

Pokora. Nejnebezpečnější věcí na nákupu jakéhokoliv aktiva, které jde nahoru, je to, že zisk působí jako důkaz. Protože vyděláváte peníze, myslíte si, že víte, co děláte a co přinese budoucnost – i když se budete mýlit. Proto je tak důležité zůstat pokorný. Čím více se budete učit, tím více byste si měli uvědomovat, jak málo toho víte; čím déle budete investovat, tím více byste si měli uvědomovat, že vás vaše štěstí přesahuje.

Mnoho lidí si myslí, že pokora je o kontrole toho, jak se na vás dívají ostatní – to by bylo snadné. Jenže jde o to, abyste k sobě byli upřímní, což je těžké.

⁵ Jason Zweig, „Sedm ctností velkých investorů“, bit.ly/42MxqWA.

Disciplína. Jako inteligentní investor nemůžete věci vymýšlet za pochodu, konat podle toho, co vás právě napadne, vyzkoušet od všeho trochu, abyste viděli, co se stane. Místo toho se musíte před každým rozhodnutím za použití zásad, postupů a pravidel, které budete skutečně dodržovat, spoutat disciplínou. Tímto způsobem bude investování nepřetržitý proces, ve kterém se můžete postupně zlepšovat, nikoliv řada náhodných událostí.

Disciplína neznámá jen důsledně dělat to, co byste měli dělat a kdy a jak byste to měli dělat; znamená to také důsledně se vyvarovat toho, co byste nikdy dělat neměli.

Trpělivost. Proč usilovat o trpělivost ve světě okamžitého uspokojení, nekonečné záplavy informací a akcií a kryptoměn, jejichž cena míří na měsíc? Proč se prostě nepokusit rychle zbohatnout?

Protože téměř nikdo, kdo zbohatne rychle, nezůstane bohatým příliš dlouho.

Peníze, které vyděláte během několika měsíců nebo týdnů, dnů či hodin, téměř jistě zmizí tak rychle, jak přišly. Série úspěchů skončí, štěstí nahradí smůla a překvapení se postará o to, aby vaše zisky přišly vniveč.

Pokud chcete dosáhnout dlouhodobých zisků a udržet si je, nemůžete přemýšlet krátkodobě. Své bohatství musíte budovat pomalu a vytrvale.

Odvaha. Je snadné říci, že přikoupíte, až akciový trh klesne, ale odvaha je mnohem víc než slova. Odvaha znamená přijít o více než 55 % vašich peněz v období od konce roku 2007 do začátku roku 2009 – a potom nakoupit další akcie, ovšem nikoliv navzdory globální finanční krizi, ale kvůli ní. Odvaha znamená přijít o 34 % za pouhých pět týdnů během paniky v pandemii v únoru a březnu 2020 – a pak vytrvat, ovšem nikoliv navzdory strachu a obavám, které jsou všude kolem vás, ale právě kvůli nim.

Jako investor musíte věřit v lepší zítřky. Historie ukazuje, že finanční víra se nejvíce vyplatí v době, kdy je nejobtížnější si ji udržet.

S Grahamem jako průvodcem si můžete tyto ctnosti osvojit a dále je kultivovat. Dobře vám poslouží nejen v investování, ale i v životě. S touto knihou v ruce se můžete stát inteligentnějším investorem a moudřejším člověkem. Čtěte a uče se!

Kapitola 1:

Investice versus spekulace: co by měl od nich inteligentní investor očekávat

Benjamin Graham

Tato kapitola poskytne obecný náčrt základních hledisek, které budeme dále v knize rozpracovávat. Zejména bychom rádi hned na začátku vytvořili koncept strategie portfolia, která se hodí pro individuálního investora – neprofesionála.

Investice versus spekulace

Co vlastně rozumíme pod pojmem „investor“? V rámci této knihy budeme tohoto pojmu užívat jako protiklad „spekulanta“. Již v roce 1934, v naší učebnici *Analýza cenných papírů* (*Security Analysis*)¹ jsme se pokusili o přesnou definici rozdílu mezi těmito dvěma přístupy, a to následujícím způsobem: „*Investiční operace je taková, která po důkladné analýze slibuje bezpečné zachování jistiny a odpovídající výnos. Operace, které nesplňují tyto požadavky, jsou spekulacemi.*“

I když my jsme se po následujících 38 letech této definice neústupně drželi, stojí za to se podívat, jak radikálních změn doznalo použití pojmu „investor“ v průběhu tohoto období. Po velkém propadu trhu mezi lety 1929 a 1932 byly *všechny* kmenové akcie obecně považovány za spekulativní ze své podstaty. (Jeden tehdejší významný autor tenkrát kategoricky napsal, že jako investice je možno nakupovat pouze obligace.²) Museli jsme proto naši definici obhajovat proti nařčení, že dávala konceptu investování příliš široký a obecný rozsah.

Nyní nás trápí zcela opačný problém. Musíme zabránit našim čtenářům, aby podlehl běžnému žargonu, který používá pojem „investor“ pro všechny, kdo se objeví na akciovém trhu. V posledním vydání naší knihy jsme citovali následující titulěk článku na první stránce jednoho významného finančního periodika z června 1962:

PESIMISMUS DROBNÝCH INVESTORŮ – DROBNÉ PRODEJE AKCIÍ NAKRÁTKO

V říjnu 1970 se ve stejném periodiku objevil úvodník kritizující tzv. lehkomyšlné investory, kteří se nyní zbrkle vrhají na nákupy akcií.

Tyto citace výstižně ilustrují zmatek, který mnoho let panoval v používání slov „investice“ a „spekulace“. Vzpomeňte si na námi navrhovanou definici investice a srovnajte ji s prodejem několika kusů akcií nezkušeným člověkem z davu, který to, co prodává, ani nevlastní, ale je převážně pocitově přesvědčen, že bude schopen tyto akcie později nakoupit za mnohem nižší ceny. (Nebude od věci zmínit, že když se v roce 1962 tento článek objevil, trh se právě otřepával po závažném propadu a chystal se na o to větší vzestup. Byla to asi ta nejhorší možná doba pro prodeje nakrátko.) Obecně vzato, druhé slovní spojení, tj. „lehkomyšlný investor“, by mohlo být bráno jako vyslovený

a směšný protimluv – něco jako „marnotratný skrblík“ – ale nechceme být v naší knize škodolibí.

Noviny začaly v těchto souvislostech používat slovo „investor“, neboť v neformálním jazyce Wall Street byl kdokoli, kdo nakupoval nebo prodával akcie, investorem, bez ohledu na to, co kupoval, za jakým účelem, za jakou cenu, zda za hotové (tedy za skutečné peníze), nebo na marži.* Srovnejte si to s náladou veřejnosti ohledně kmenových (tj. běžných) akcií v roce 1948, kdy se téměř 90 % dotázaných osob vyjádřilo proti nákupu běžných akcií.³ Zhruba polovina uvedla jako důvod „nejsou bezpečné, je to sázka do loterie“, druhá polovina uvedla „nejsem s tím dobře obeznámen“.† Je vskutku ironické (avšak nikoliv překvapující), že všechny nákupy obvyčejných akcií byly obecně považovány za vysoce spekulativní nebo riskantní v dobách, kdy se prodávaly za nejatraktivnější ceny a měly brzy započít svůj největší vzestup v historii. Na druhé straně pouze stačilo, aby tyto akcie vyrostly do bezpochyby nebezpečných výšin (vzhledem k jejich vývoji v minulosti), a rázem se z nich staly „investice“ a veškerá veřejnost akcie nakupující se proměnila v „investory“.

Rozlišování mezi investicemi a spekulacemi s obvyčejnými akciemi bylo vždy užitečné a postupné smazávání rozdílů mezi oběma aktivitami zavdává důvod k obavám. Často říkáme, že by bylo velmi záhodno, aby Wall Street jako instituce znovu zavedl rozlišování mezi investicemi a spekulacemi a zdůrazňoval je při každé příležitosti. Jinak se může stát, že budou akciovým burzám kladeny za vinu velké spekulativní ztráty, před nimiž nebyli ti, kteří je utrpěli, dostatečně varováni. Aby nebylo ironie málo, většina finančních potíží některých brokerských firem v poslední době byla, jak se zdá, způsobena nákupy spekulativních akcií do jejich vlastních kapitálových fondů. Věříme, že čtenáři naší knihy získají dostatečně srozumitelnou představu o rizicích, která k akciím neodmyslitelně patří – o rizicích, která jsou neoddělitelně spojena se ziskovými příležitostmi, jež akcie nabízejí, a která je potřeba společně brát v úvahu při investičních propočtech.

Co jsme právě řekli, je jen známkou toho, že již možná neexistuje taková věc, jakou je nefalšovaná investiční strategie tvořená reprezentativními akciovými tituly – v tom smyslu, že člověk může vždy s jejich nákupem posečkat do doby, kdy jejich cena nebude obsahovat žádné riziko trhu nebo kdy jejich „kotovaná“ ztráta nebude nikdy tak velká, aby působila větší znepokojení. Po většinu času musí investor rozpoznávat ve svém akciovém portfoliu existenci *spekulativního faktoru*. Jeho úkolem je udržet tuto složku v rámci minimálních mezí a být finančně a psychicky připraven na nepříznivý vývoj, který může mít krátké, ale i dlouhé trvání.

Zmíníme se nyní ve dvou odstavcích o spekulaci s akciemi, ale odlišíme tuto spekulaci od spekulativní složky, která nyní neodmyslitelně patří k většině reprezentativních akcií. Přímá spekulace není ani nezákonná či nemorální, avšak není ani (pro většinu

* V originále *on margin*. Jedná se o nákupy cenných papírů za vypůjčené prostředky, tedy na úvěr. Roste-li cena takto pořízených akcií, všechn zisk náleží kupujícímu, klesá-li hodnota, může broker požadovat splacení úvěru, úplné nebo jen částečné (poznámka překladatele).

† Průzkum citovaný Grahamem byl zveřejněn v Bulletinu Federálního rezervního systému v červenci 1948. Pouze 4 % respondentů měla za to, že kmenové akcie nabídnou „uspokojivý“ výnos; 26 % to považovalo za „nebezpečné“ či za „hazard“. V letech 1949 až 1958 dosáhl americký akciový trh jednoho z nejvyšších desetiletých výnosů v historii, v průměru 18,7 % ročně.

lidí) tučným zdrojem osobních příjmů. Ba co více, některé spekulace jsou potřebné a nevyhnutelné, neboť existuje celá řada akcí, které nesou obrovské příležitosti zisků i ztrát, a jejich riziko musí někdo akceptovat.* Tak jako existuje inteligentní investování, tak existuje i inteligentní spekulace. Avšak je tu mnoho aspektů, ve kterých může být spekulace zcela neinteligentní. Mezi nejdůležitější patří: (1) spekulujeme, přičemž se domníváme, že investujeme; (2) ačkoliv nám chybějí patřičné znalosti a dovednosti, spekulujeme vážně, a nikoliv jen pro zábavu; (3) riskujeme při spekulaci více peněz, než si můžeme dovolit ztratit.

Z našeho konzervativního pohledu by si měl každý neprofesionál, který obchoduje *způsobem na marži*,† uvědomit, že se tím automaticky stává spekulantem, a jeho broker by ho měl na to upozornit. Rovněž ten, kdo kupuje „žhavé“ akciové emise nebo provádí podobné nákupy, je ve své podstatě spekulantem nebo hazardním hráčem. Spekulace byla vždy fascinující a může být i velmi zábavná, pokud se vám daří. Chcete-li zkusit štěstí, vyčleňte si nějaké prostředky – čím méně, tím lépe – do zvláštního fondu pro tento účel. Nikdy však do tohoto fondu nepřidávejte žádné peníze jen proto, že trh roste a zisky se jen sypou. (To je čas, kdy je potřeba se zamyslet spíše nad *odebráním* peněz ze spekulativního fondu.) Nikdy nemíchejte své investiční a spekulativní operace ani na stejném účtu, ani ve svém vlastním myšlení.

Co by měl očekávat opatrný investor

Již jsme definovali opatrného investora jako člověka, kterého zajímá především bezpečnost a minimální starosti. Jakou cestou by se měl vydat a s jakým výnosem může počítat za „průměrných normálních podmínek“ – pokud tedy takovéto podmínky vůbec existují? K zodpovězení těchto otázek posoudíme nejprve to, co jsme k tomu psali před sedmi lety, dále se bude zabývat změnami, které od té doby podstatným způsobem ovlivnily fundamentální faktory působící na očekávatelné výnosy investora, a konečně se podíváme na to, co by měl investor udělat a co očekávat za současných (počátek roku 1972) podmínek.

1. Co jsme tvrdili před šesti lety

Doporučovali jsme, aby investor rozdělil své prostředky mezi vysoce kvalitní obligace a hlavní akciové tituly; aby podíl portfolia držený v obligacích nebyl nikdy menší než 25 % a aby nikdy nepřesáhl 75 %, s tím, že opačný podíl platil pro akciovou složku portfolia; že nejjednodušší volbou je udržovat mezi těmito dvěma složkami poměr 50 : 50, a kdykoliv vývoj na trhu tuto rovnováhu naruší, řekněme, o více než 5 %, udělat tako-

* Spekulace je prospěšná ve dvou rovinách: Za prvé, bez spekulace by mladé inovativní společnosti (jako Tesla nebo v minulosti Edison Electric Light Co.) nedokázaly získat potřebný kapitál pro svůj rozvoj. Lákavá vidina obrovského zisku je mazivo, které promazává stroj na inovace. Spekulace je také „spontánní přizpůsobení společnosti tomu, co je pravděpodobné“, jak napsal soudce Oliver Wendell Holmes v roce 1905 – neustálé vstřebávání informací, jež trhům umožňuje aktualizovat ceny.

† S maržovým účtem můžete nakupovat akcie za peníze vypůjčené od makléřské firmy. Investováním s vypůjčenými penězi vyděláte v případě růstu cen akcií více – když ale ceny klesnou, můžete přijít o všechno. Úvěr je zajištěn hodnotou investic na vašem účtu – pokud tato hodnota klesne pod požadovanou částku, musíte na účet vložit další peníze. Další informace o obchodování na úvěr naleznete v komentáři ke kapitole 6.

vou operaci, která rovnováhu mezi investičními složkami znovu obnoví. Jako alternativu jsme doporučovali strategii, kdy se investor může rozhodnout snížit podíl akciové složky v portfoliu až na 25 %, „když má pocit, že je trh nebezpečně vysoko“, nebo ji navýšit až na horní hranici, 75 % „má-li pocit, že pokles na akciovém trhu nákupy akcií dostatečně zatraktivnil“.

V roce 1965 mohli investoři získat přibližně 4,5 % z prvotřídních zdaňovaných obligací a 3,25 % z kvalitních obligací s výnosem osvobozeným od daní. Dividendový výnos z hlavních akciových titulů (za úrovní DJI 892 bodů) činil pouze 3,2 %. Tato i další skutečnosti vybízely k opatrnosti. Vedlo nás to k závěru, že „při normální úrovni trhu“ by měl být investor schopen dosáhnout ze svých akcií počátečního dividendového výnosu něco mezi 3,5 % a 4,5 %, k čemuž se měl připočíst mírný vzestup fundamentální hodnoty (při „normální tržní ceně“) reprezentativních akcií ve zhruba stejné výši, což představovalo úhrnný výnos (z dividend a ze zhodnocení dohromady) ve výši zhruba 7,5 % ročně. Rozdělení portfolia půl na půl mezi akcie a obligace pak znamenalo roční výnos před zdaněním ve výši 6 %. Zmínili jsme, že akciová složka v portfoliu představovala dostatečnou ochranu před ztrátou kupní síly způsobenou velkou inflací.

Je potřeba zdůraznit, že výše uvedené výpočty pracovaly s mnohem nižší mírou růstu akciového trhu, než jaká byla ve skutečnosti realizována na trhu mezi roky 1949 a 1964. Průměrný roční výnos kotovaných akcií v tomto období přesahoval 10 %. Tento skvělý výsledek působil na veřejnost jako určitá záruka, že s podobně uspokojivými výsledky lze počítat i v budoucnosti. Jen málo lidí bylo ochotno se vážně zaobírat otázkou, že vysoké tempo růstu akciového trhu v minulosti znamená, že kurzy akcií jsou „dnes příliš vysoké“, to znamená, že „nádherné výsledky od roku 1949 nejsou předzvěstí velmi dobrých, ale naopak špatných výsledků v budoucnu“.⁴

2. Co se stalo od roku 1964

Hlavní změnou oproti roku 1964 je nečekané zvýšení úrokových sazeb u prvotřídních obligací na rekordně vysokou úroveň, třebaže od té doby došlo ke znatelnému oživení v porovnání s rokem 1970, kdy byly ceny obligací nejnižší. V současnosti lze z kvalitních podnikových obligací realizovat výnos okolo 7,5 % a více, přičemž v roce 1964 činil pouhých 4,5 %. Mezitím došlo v období poklesu trhu mezi roky 1969 a 1970 k zajímavému nárůstu dividendového výnosu akcií zahrnutých v indexu DJI, avšak v době, kdy píšeme tyto řádky (index Dow se pohybuje na úrovni 900 bodů), činí dividendový výnos méně než 3,5 % v porovnání s 3,2 % na konci roku 1964. Změny v běžných úrokových sazbách způsobily v daném období rekordní propad – přibližně 38 % – tržních cen střednědobých (přibližně dvacetiletých) obligací.

Na tomto vývoji je však něco paradoxního. V roce 1964 jsme dlouze diskutovali nad tím, že ceny akcií mohou být příliš vysoké, a lze tedy očekávat výrazný propad; avšak nezabývali jsme se konkrétně situací, že totéž se může stát s cenami prvotřídních dluhopisů. (Vlastně neznáme nikoho, kdo by se touto myšlenkou nějak zaobíral.) I když jsme (na straně 92) zdvihli varovný prst a zmínili jsme, že „změny úrokových sazeb mohou způsobit výrazné fluktuace kurzů dlouhodobých obligací“. Avšak ve světle toho, co se posléze stalo, máme pocit, že naše varování – s doprovodnými příklady – nebylo zdůrazněno dostatečně. Totiž ve skutečnosti, pokud investor uložil sumu peněz do indexu DJI v roce 1964 při úrovni 874 bodů, vykázal by koncem roku 1971 nepřilíš velký zisk;

dokonce ani při nejnižší úrovni indexu (631 bodů) v roce 1970 by jeho ztráta nebyla tak velká jako ztráta vykázaná na kvalitních dlouhodobých obligacích. Na druhé straně, pokud by investor omezil své obligační investice pouze na Americké spořicí dluhopisy, krátkodobé podnikové obligace nebo prostředky uložil na spořicí účtech, neutrpěl by v průběhu tohoto období žádnou ztrátu tržní hodnoty své jistiny a navíc by se mohl těšit z vyššího výnosu, než jaký nabízely kvalitní akcie. V tomto období se nakonec ukázalo, že skutečné „hotovostní ekvivalenty“^{*} byly v roce 1964 lepší investicí než obyčejné akcie – a to přesto, že v teorii představují investice do akcií mnohem lepší ochranu před inflací než držení prostředků v hotovosti (nebo jejich ekvivalentech). Pokles tržní hodnoty kvalitních dlouhodobých obligací byl zapříčiněn vývojem na peněžním trhu, tj. v nesrozumitelné oblasti, která nemá na investiční strategii jednotlivců nijak důležitý vliv.

Toto je pouze jedna z dalších z nekonečné řady zkušeností, které nám neustále připomínají, že budoucí vývoj cen cenných papírů není předvídatelný.[†] Téměř vždy byla fluktuace cen obligací nižší než fluktuace cen běžných akcií; investor mohl nakoupit obligace o libovolných splatnostech, aniž by se musel příliš obávat změn jejich tržní hodnoty. Objevilo se však několik výjimek z tohoto pravidla a skutečnosti z roku 1964 byly jednou z nich. O změnách cen obligací pojednáváme v dalších kapitolách.

3. Očekávání a strategie koncem roku 1971 a na počátku roku 1972

Koncem roku 1971 bylo možné získat 8% zdanitelný výnos z kvalitních střednědobých obligací a 5,7% nezdanitelný výnos ze státních nebo municipálních cenných papírů. V oblastní krátkodobějších investic mohl investor realizovat přibližně 6 % z cenných papírů vlády Spojených států splatných do pěti let. U vládních obligací se investor nemusel obávat možné ztráty tržní hodnoty, neboť měl jistotu úplné úhrady nominální hodnoty a 6% výnosu na konci relativně krátké doby držby cenného papíru. Index DJI při úrovni 900 bodů v roce 1971 přinášel výnos pouze 3,5 %.

Předpokládejme nyní, jako jsme to dělali v minulosti, že základním strategickým rozhodnutím investora je rozdělení investičních prostředků mezi prvotřídní obligace (nebo jiné investice, tzv. „hotovostní ekvivalenty“) a hlavní akcie, které patří do indexu DJI. Jaký postup by měl investor za současných podmínek zvolit, nemáme-li žádný závažný důvod se domnívat, že v budoucnu dojde k nějakému výraznému pohybu směrem nahoru nebo dolů? V první řadě musíme zdůraznit, že nedojde-li k významnějším negativním změnám, může opatrný investor počítat se současným dividendovým výnosem na úrovni přibližně 3,5 % a také s *průměrným* ročním zhodnocením ve výši 4 %. Jak vysvětlíme později, toto zhodnocení je v podstatě závislé na reinvestici zisků jednotlivých společností, které nebyly vyplaceny ve formě dividend. To znamená, že před zdaněním činil výnos z držby akcií přibližně 7,5 %, o něco méně než úrok z kvalitních

* V originále *cash equivalents*, investice, které se svou povahou (tzn. zejména likviditou a rizikem) blíží hotovosti (poznámka překladatele).

† Přečtěte si tuto Grahamovu větu ještě jednou a uvědomte si, co tento investiční expert říká: Budoucí vývoj cen cenných papírů nelze nikdy předvídat. Při další četbě této knihy si všimněte, jak vše, co se vám Graham snaží sdělit, je určeno k tomu, abyste se dokázali s touto nepovzbudivou pravdou poprat. Jelikož neumíme předvídat chování trhu, musíme se naučit, jak předvídat a zejména řídit naše vlastní chování.

obligací.* Po zdanění by se průměrný roční výnos z akciových investic pohyboval okolo 5,3 %.⁵ To je přibližně stejný výnos, který lze dnes realizovat na kvalitních, nezdanitelných střednědobých obligacích.

Výše uvedená očekávání jsou v porovnání se situací v roce 1964 mnohem méně nakloněna akciím než investicím do obligací. (K tomuto závěru nevyhnutelně dospíváme na základě skutečnosti, že se od roku 1964 zvýšily výnosy z obligací mnohem více, než o kolik se zvýšily výnosy z běžných akcií.) Nikdy nesmíme zapomenout na skutečnost, že platby úroků a jistiny z kvalitních obligací jsou mnohem lépe chráněny, a jsou tedy mnohem jistější než dividendy a zhodnocení cen u akcií. To nás vede k závěru, že v současné době, tzn. koncem roku 1971, jsou investice do obligací mnohem lukrativnější než investování do běžných akcií. Pokud bychom si mohli být jisti, že je tento závěr správný, doporučili bychom opatrnému investorovi, aby do doby, než se poměr výnosů výrazně změní ve prospěch akcií, dával *všechny* peníze do obligací a *žádné* do běžných akcií.

Ale my si samozřejmě nemůžeme být jisti, že ze současných úrovní se budou obligace vyvíjet lépe než akcie. Na druhé straně čtenáře asi okamžitě napadne jako pádný důvod pro investování do akcií faktor inflace. V další kapitole přinášíme důkazy, že historická zkušenost s inflací ve Spojených státech v tomto století by při stávajícím rozdílu mezi výnosy nepodpořila investování do akcií místo do obligací. Avšak vždy existuje možnost – i když ji považujeme za velmi malou – rostoucí inflace, která by tím či oním způsobem udělala z akcií vhodnější investici, výhodnější oproti obligacím, které vyplácejí pevné (fixní) dolarové částky.[†] Existuje zde alternativní možnost – kterou však také považujeme za vysoce nepravděpodobnou – že se americké podniky stanou ziskovými, aniž by zesílily inflační tlaky, čímž ospravedlní velké zvýšení hodnot běžných akcií v několika dalších letech. Nakonec je tady mnohem důvěrněji známá možnost, a to taková, že se staneme svědky dalšího spekulativního nárůstu akciového trhu do výšin, které nebudou mít reálné opodstatnění. Kterýkoliv z těchto důvodů, a snad i další, o kterých jsme neuvažovali, mohou způsobit, že 100% koncentrace prostředků v obligacích bude investora hodně mrzet, a to přes jejich výhodnější výnosy.

Po této zkrácené diskusi budeme tudíž znova formulovat základní kompromisní strategii pro opatrné investory – a to, aby vždy, po celý čas svého investování, drželi podstatnou část svých prostředků v obligacích a podstatnou část také v akciovém kapitálu.

* Zajímá vás, jak byla Grahamova předpověď úspěšná? Na první pohled se zdá, že dopadla velmi dobře: od počátku roku 1972 do konce roku 1981 vykázaly akcie průměrný roční výnos 6,5 %. (Graham sice nespécifikoval časový rámec své předpovědi, ale lze předpokládat, že měl na mysli desetiletý časový horizont.) Inflace však v tomto období řádila s průměrem 8,6 % ročně, a konzumovala tak všechny zisky, které akcie vygenerovaly. V tomto oddíle kapitoly Graham uvádí stručné vysvětlení tzv. Gordonova vzorce, který ve své podstatě uvádí, že budoucí výnos akcie je součtem stávajícího dividendového výnosu a očekávané míry růstu zisků. Při dividendovém výnosu něco málo pod 2 %, 2% míře dlouhodobého růstu zisků a inflace okolo 2 % je průměrný roční výnos okolo 6 % akceptovatelný. (Viz komentář ke kapitole 3.)

† Od roku 1997, kdy byly na trh uvedeny tzv. TIPS (*Treasury Inflation-Protected Securities*, tzn. vládní cenné papíry s indexací o inflaci), přestaly být akcie jediným instrumentem, do kterého automaticky investovali investoři, kteří očekávali růst inflace. TIPS na rozdíl od obligací zvyšovaly svou hodnotu, když rostl index spotřebitelských cen, čímž účinně ochránily investora před ztrátou kupní síly z důvodu inflace. Akcie v sobě nenesou žádnou takovou záruku, a jsou tedy relativně chabým zajištěním před vysokými inflačními mírami. (Více informací viz komentář ke kapitole 2.)

Nadále platí, že se mohou rozhodnout udržovat mezi investičními nástroji jednoduché rovnoměrné rozdělení (50 : 50), nebo udržovat poměr, zcela závisící na jejich vlastních úsudcích, který se pohybuje od 25% minima do 75% maxima dané složky portfolia. Těmto alternativním strategiím věnujeme prostor v dalších kapitolách.

Jelikož je v současnosti očekávaný výnos z běžných akcií přibližně stejný jako výnos z obligací, nezmění se ani v současnosti očekávaná výnosnost investičního portfolia (včetně očekávaného růstu hodnoty akcií), bez ohledu na to, jak bude portfolio rozděleno mezi dané investiční složky. Agregovaný výnos z obou složek portfolia by měl činit 7,8 % před zdaněním a 5,5 % po zdanění (tedy po odečtení odhadnuté daně). Výnos o této velikosti je znatelně vyšší než výnos, který by realizoval konzervativní investor za většinu dlouhého minulého období. V porovnání s 14% ročním výnosem, který realizoval akciový trh v průběhu dvaceti let převážně býčího trhu po roce 1949, se naše cifra nemusí zdát nijak atraktivní, ale musíme si uvědomit, že mezi roky 1949 a 1969 se hodnota indexu DJI téměř zpětinasobila, kdežto zisky a dividendy vzrostly zhruba dvakrát. To znamená, že větší část tohoto impozantního vývoje měly na svědomí změny v chování investorů a spekulantů spíše než v růstu fundamentální hodnoty společností. Do té míry to můžeme stejně dobře nazvat akci „udělej si (výnos) sám“.

Když hovoříme o akciovém portfoliu opatrného investora, vždy jsme mluvili pouze o hlavních akciových titulech, které patří mezi 30 položek tvořících index Dow Jones Industrial (DJI). Toto doporučení jsme uváděli z důvodu praktičnosti, ale neznamená to, že se opatrnému investorovi nabízí ke koupi pouze těchto 30 titulů. Ve skutečnosti existuje celá řada dalších společností, které se svou kvalitou indexu vyrovnají nebo které jsou mnohem lepší, než je index Dow Jones; patří mezi ně spousta podniků veřejných služeb (jež mají vlastní index Dow Jones,* který je reprezentuje).†

Hlavním smyslem je však skutečnost, že investiční výsledky opatrného investora se nebudou pravděpodobně nijak přesvědčivě odlišovat od jednoho diverzifikovaného nebo reprezentativního indexu než od druhého, nebo – přesněji – že ani on, ani jeho poradci nemohou s jistotou předpovídat, jaké rozdíly se nakonec objeví. Je pravdou, že umění zručného a bystrého investování s největší pravděpodobností spočívá zejména ve výběru akciových titulů, které vygenerují lepší výsledky, než jsou výsledky celkového trhu. Z důvodů, kterými se budeme zabývat v dalších kapitolách, jsme relativně skeptičtí ke schopnostem opatrného investora realizovat lepší než průměrný tržní výnos – což by ve své podstatě znamenalo překonat svou vlastní celkovou výkonnost.‡ (Náš skepticismus se dotýká i velkých fondů, jež jsou řízeny odborníky.)

* Tímto indexem je Dow Jones (15) Utility Average (poznámka překladatele).

† Dnes patří mezi nejdostupnější alternativy k indexu Dow Jones Industrial Average akciové indexy Standard & Poor's 500 („S&P 500“) a FT Wilshire 5000. S&P se soustřeďuje zhruba na 500 velkých, zavedených společností reprezentujících přibližně 80 % celkové kapitalizace akciového trhu v USA. FT Wilshire 5000 sleduje výnosy téměř všech významných veřejně obchodovaných akcií v Americe, celkem se jedná asi o 3 500 společností; jelikož ovšem většinu tržní hodnoty indexu tvoří největší společnosti, vývoj FT Wilshire 5000 se obvykle příliš neliší od vývoje S&P 500. Díky nízkonákladovým indexovým fondům mohou investoři jednoduše držet akcie v těchto indexech jako své jediné portfolio. Indexové fondy jsou dostupné po celém světě, z čehož profitují investoři téměř v každé zemi (viz kapitola 9 a komentář k ní).

‡ Viz strany 291–293 a strany 303–305.

Naše tvrzení se pokusíme zdokumentovat na příkladu, u kterého se zprvu může zdát, že dokládá pravý opak. Mezi prosincem 1960 a prosincem 1970 vzrostl index DJI ze 616 na 839 bodů, tedy o 36 %. Ve stejném období však mnohem větší index Standard & Poor's – vážený index 500 akcií – vzrostl z 58,11 na 92,15 bodu, tedy o 58 %. Druhý index byl tedy mnohem lepší „koupí“ než index první. Ale kdo by byl tak unáhlený, aby v roce 1960 předpovídal, že to, co na první pohled připomínalo různorodou směsici všech možných běžných akcií, porazí téměř „o délku“ aristokratických „třicet diktátorů“ indexu Dow? Trváme na tom, že tento příklad svědčí o tom, že jen v mizivých případech může člověk stanovit spolehlivou předpověď ohledně změn cen, ať již absolutních, či relativních.

Znovu zde bez omluvy zopakujeme – neboť tohoto varování není nikdy dost – že investor nemůže zaručit lepší než tržní výsledky pouze tím, že se pustí do nákupů nových akciových emisí nebo do investování do jakýchkoliv „žhavých“ titulů, čímž máme na mysli všechny akcie, které ostatní doporučují jako záruku rychlého zisku.* V dlouhodobém horizontu se většinou opak stává pravdou. Opatrný investor musí omezit své investice pouze na akcie významných společností, které mají dlouhou historii ziskového podnikání a jsou ve vynikající finanční kondici. (Každý analytik cenných papírů by měl být ze své pozice schopen vytvořit seznam takových podniků.)

Agresivní investoři mohou nakupovat i akcie jiných podniků, ale tyto nákupy by měly být uskutečněny pouze za atraktivních podmínek, jak je stanoví inteligentní analyzá.

Na závěr této části nám dovoluť stručně zmínit tři doplňkové metody nebo praktiky pro opatrného investora. Za prvé jsou to nákupy podílů dobře zavedených investičních fondů namísto budování vlastního portfolia běžných akcií. Investor může využít některého z běžných svěřeneckých fondů (*common trust funds*) nebo smíšených fondů (*commingled funds*), které provozují svěřenecké společnosti a banky v různých státech; nebo, jsou-li jeho zdroje dostatečné, využít služeb uznávaných investičních poradenských firem. To mu zaručí profesionální řízení jeho investic podle standardního vzoru. Třetí technikou je takzvané *dollar-cost averaging*, což ve své podstatě znamená, že člověk investuje do akcií měsíčně nebo kvartálně vždy stejnou sumu peněz. Tímto způsobem nakupuje více kusů akcií, když je trh nízko, než když je trh nahoře, čímž si zajišťuje uspokojivou průměrnou cenu svých investic. Přísně řečeno, tento způsob je vlastně aplikací mnohem širšího přístupu známého jako „programové investování“ (*formula investing*). Na tento přístup jsme již narazili v našem doporučení, že investor by měl měnit velikost akciové složky svého investičního portfolia v intervalu od 25% minima do 75% maxima, a to vždy v opačném směru, než se vyvíjí trh. Tyto myšlenky mají pro opatrného investora význam, a proto budou dále dostatečně diskutovány v dalších kapitolách.†

Co by měl očekávat agresivní investor

Náš podnikavý investor do cenných papírů bude samozřejmě toužit po dosažení lepších celkových výsledků než jeho opatrný či pasivní společník. Avšak v první řadě musí

* Další informace naleznete v kapitole 6 a komentáři k ní.

† Podrobnější doporučení ohledně „dobře zavedených investičních fondů“ lze nalézt v kapitole 9. „Profesionální řízení“ investovaných prostředků „uznávanými investičními poradenskými firmami“ je popisováno v kapitole 10. Systém *dollar-cost averaging* je vysvětlen v kapitole 5.

zajistit, aby jeho výsledky nebyly horší. Není vůbec obtížné věnovat akciovému trhu a jeho studiu velké množství energie a přirozených schopností a namísto zisků skončit se ztrátami. Přistoupíme-li k těmto zvýhodňujícím vlastnostem nepřiměřeně nebo ze špatné strany, promění se rázem a nerozeznatelně v handicap. Proto je nadmíru potřeba, aby si podnikavý investor na počátku vytvořil jednoznačnou představu o tom, jaký postup dává obstojné naděje na úspěch a jaký ne.

Nejprve se budeme zabývat způsoby, pomocí nichž se investoři a spekulanti snaží dosáhnout lepších než průměrných výsledků. Patří mezi ně:

1. **OBCHODOVÁNÍ S TRHEM.** Tato metoda obvykle znamená nakupování akcií, když trh stoupá, a prodej akcií, když se trend na trhu obrátí. Zvolené akcie budou pravděpodobně mezi těmi, které se „chovaly“ lépe než tržní průměr. Nevelký počet profesionálních obchodníků se relativně často pouští do obchodování (resp. prodeje) nakrátko. V tomto případě prodají akcie, které sice nevlastní, ale které si vypůjčí prostřednictvím zavedeného burzovního systému. Jejich cílem je získat prospěch z následného poklesu cen; zisky realizují zpětným nákupem těchto akcií za nižší ceny, než za které vypůjčené akcie prodali. (Jak naznačuje naše citace novinového titulu z *Wall Street Journalu* na straně 35, dokonce i „drobní investoři“ – pryč s tímto pojmenováním! – někdy pokoušejí svůj osud prodejem nakrátko.)
2. **KRÁTKODOBÁ SELEKCE.** Zde se jedná o nakupování akcií společností, které oznamují nebo se očekává, že budou informovat o zvýšených ziscích, nebo společností, u nichž se očekává nějaký jiný příznivý vývoj.
3. **DLOUHODOBÁ SELEKCE.** V tomto způsobu investování se klade největší důraz na vynikající růstovou historii a očekává se, že tento nadprůměrný růst bude pokračovat i v budoucnosti. V některých případech může „investor“ vybírat ty společnosti, které ještě nevykázaly působivý růst, ale očekává se, že si vytvoří solidní ziskovou základnu později. (Tyto společnosti patří většinou do nějaké technologické oblasti – např. počítačové technologie, léky nebo elektronika – a velice často vyvíjejí nový produkt nebo proces, které jsou považovány za obzvláště perspektivní.)

Již jsme vyjádřili náš negativní postoj k pravděpodobnosti úspěchu investora v těchto oblastech investičních aktivit. První způsob jsme zcela vyloučili ze sféry investování, a to jak na teoretickém, tak i na realistickém základě. Obchodování s trhem není činnost, „která po důkladné analýze slibuje bezpečné zachování jistiny a odpovídající výnos“. Blíže se na obchodování s trhem zaměříme v další kapitole.*

Ve své snaze vybrat ty nejperspektivnější akcie, ať již pro krátkodobý horizont nebo pro delší období, stojí investor před dvěma překážkami – první z nich má původ v lidské omylnosti a druhá pramení z povahy jeho konkurentů. Investor se může ve svých odhadech budoucího vývoje mýlit; ale i když jsou jeho předpovědi správné, stávající tržní cena již může v sobě zahrnovat všechno, co investor předpokládá. V oblasti krátkodobé selektivity jsou výsledky hospodaření společnosti v daném roce ve své podstatě společným vlastnictvím akciového trhu; výsledky příštího roku jsou již také, do té míry, do jaké je lze předvídat, předmětem usilovného a pečlivého posuzování. To znamená, že investor, který vybírá akcie pouze na základě nadprůměrných výsledků tohoto roku

* Viz kapitola 8 a komentáře ke kapitolám 5, 8 a 14.

nebo na základě toho, co mu bylo řečeno, že lze očekávat pro rok příští, asi pravděpodobně zjistí, že ostatní účastníci trhu udělali ze stejného důvodu stejnou věc.

Při výběru, tj. selekci, akcií pro jejich *dlouhodobé* vyhlídky, je investor vystaven prakticky stejným potížím. Pravděpodobnost totální chyby v předpovědi – kterou jsme zmínili v našem příkladu s aerolinkami na straně 6 – je bezpochyby větší než v případě selekce akcií na základě krátkodobých výsledků. Jelikož odborníci jsou v dlouhodobých předpovědích většinou zcela mimo, je teoreticky možné, že by investor udělal správnou předpověď budoucího vývoje, čímž by získal významný prospěch, neboť akciový trh jako celek by pracoval s chybnou předpovědí. Ale pouze teoreticky. Kolik podnikavých investorů může počítat s tím, že by díky své bystrosti nebo vizionářskému nadání měli šanci překonat profesionální analytiky v jejich oblíbené hře na předpovídání budoucích zisků?

Vede nás to k následujícímu logickému, i když téměř znepokojivému závěru: aby měl investor obstojnou pravděpodobnost dosáhnout investičních výsledků, které by byly nepřetržitě vyšší než průměr, musí se chovat podle postupů a strategií, které jsou (1) z podstaty zdravé a perspektivní a (2) nejsou populární na Wall Street.

Existují vůbec takové postupy a strategie, kterých by mohl podnikavý investor využít? V teoretické rovině bude odpověď znít opět „ano“; existují ale i zjevné důvody, proč se opodstatněně domnívat, že odpověď bude rovněž kladná i v praktické rovině. Každý ví, že spekulativní pohyby akciového trhu dosahují příliš daleko v obou směrech. Často se takto pohybuje celý trh, ale *vždy* se objeví *alespoň u některých* akciových titulů. Mimoto je možné, že jsou některé akciové tituly podhodnoceny, a to z důvodu nízké poptávky nebo neopodstatněných předsudků veřejnosti. Můžeme jít dále a tvrdit, že v překvapivě velké části obchodů s akciemi nemají ti, kteří jsou v těchto obchodech zaangażováni, ani potuchy – ve slušném slova smyslu – o tom, jakou mají akcie vlastně hodnotu. V naší knize uvedeme celou řadu příkladů (z minulosti) rozdílů mezi hodnotou a cenou. Může se tedy zdát, že inteligentní člověk s dobrou hlavou na čísla by se mohl na Wall Street náramně bavit hloupostí ostatních lidí. Tak se to může zdát, ale ve skutečnosti to není tak jednoduché. Pořízení opomíjené, a tudíž podhodnocené akcie za účelem dosažení zisku je ve skutečnosti dlouhá a trpělivost pokoušející zkušenost. Prodej nakrátko velice populární, a tudíž nadhodnocené akcie je nejenom zkouškou odvahy a vytrvalosti, ale také zkouškou hloubky vaší peněženky.* Uvedený princip je správný, jeho úspěšná aplikace není nemožná, ale rozhodně to není umění, které si lze jednoduše osvojit.†

* Při „prodeji akcií nakrátko“ (v originále *selling short* nebo *shorting*) sázíte na to, že cena akcie poklesne, nikoliv že vzroste. Prodej nakrátko má tři fáze: nejprve si akcie vypůjčíme od někoho, kdo je vlastní; poté ihned vypůjčené akcie prodáme; a nakonec akciovou výpůjčku splatíme tak, že daný počet akcií nakoupíme později. Pokud hodnota akcie poklesne, nakoupíme zpátky daný počet akcií (který musíme vrátit) za nižší cenu. Rozdíl mezi cenou, za kterou jsme prodali vypůjčené akcie, a cenou, kterou jsme zaplatili za pořízení akcií pro jejich vrácení, je hrubý zisk (který se snižuje o dividendu, úrokové náklady a makléřské provize). Ale pokud se cena akcie namísto očekávaného propadu zvýší, je potenciální ztráta neomezená – což dělá z prodeje nakrátko pro většinu individuálních investorů nepřijatelně spekulativní obchody.

† Dalším způsobem, jak mohou podnikaví investoři dosáhnout „vyšších než průměrných výnosů“: odhodlat se k nákupu, když profesionální investoři propadají panice, jako tomu bylo v letech 2000–02, 2008–09 a začátkem roku 2020. Odvaha je často běžnější u drobných investorů než na Wall Street.

Existuje také docela široká skupina „zvláštních situací“, na které se po mnoho let dalo spoléhat, že přinesou zajímavé roční výnosy přesahující 20 %, a to při minimální úrovni rizika pro ty, kdo se dokázali v těchto oblastech pohybovat. Mezi tyto situace patří různé arbitráže mezi cennými papíry, výplaty a výnosy z likvidací podniků, různé druhy zajišťovacích operací. Mezi typické případy patří plánované fúze a akvizice, které představují ve většině případů mnohem vyšší hodnotu akcií, než jakou měly v době oznámení záměru. V posledních letech došlo ke zvýšení počtu podobných transakcí, což bude pro zasvěcené znamenat vysoce ziskové období. Avšak jak došlo ke znásobení počtů oznámených fúzí, tak se znásobily i překážky, které těmto transakcím bránily, a tím se zvýšil počet obchodů, které se nakonec neuskutečnily; mezi těmito kdysi tak spolehlivými obchody se tedy objevil docela významný počet ztrátových transakcí. Asi také došlo k tomu, že jakmile se objevila další konkurence, celková rentabilita těchto obchodů poklesla.*

Pokles rentability těchto zvláštních situací je jedinečným příkladem sebezničujícího procesu – podobného zákonu klesajících výnosů – který se rozvinul v průběhu života této knihy. V roce 1949 jsme mohli prezentovat analýzu fluktuací akciového trhu za předcházejících 75 let, která přinesla recept – založený na ziscích a stávající úrokové míře – na určování výhodné úrovně indexu DJI pro nákupy pod jeho „ústřední“ nebo „skutečnou“ hodnotou a pro prodeje nad touto hodnotou. Jednalo se o aplikaci notoricky známého rčení Rothschildů: „Levně nakup a draze prodej.“† Tento recept měl také tu výhodu, že byl v přímém rozporu s hluboce zakořeněnou a zhoubnou zásadou Wall Street, že akcie je potřeba nakoupit, protože se jejich ceny zvýšily, a je potřeba je prodat, neboť jejich ceny klesly. Bohužel, po roce 1949 přestal tento recept fungovat. Dalším příkladem může být srovnání fungování proslulé „Dowovy teorie“ pohybů akciového trhu v období mezi roky 1897 a 1933, kdy přinášela skvělé výsledky, a období od roku 1934, kdy její fungování bylo již značně pochybné.

Třetím a posledním příkladem tzv. zlatých dolů, které již bohužel nejsou k tak široké dispozici, byly extrémně výhodné nákupy akcií: velkou část našeho vlastního fungování na Wall Street jsme zasvětili nákupům tzv. akcií „za babku“. Byly za ně považovány všechny akcie, jejichž cena byla nižší, než kolik na jednu akcii připadalo čistých oběžných aktiv (pracovního kapitálu); již se nepočítalo s budovami a dalšími fixními aktivy, ale odečetly se ještě všechny závazky společnosti. Je zřejmé, že se tyto akcie prodávaly za cenu, která byla hluboko pod skutečnou hodnotou podniku. Žádného podnikatele nebo majoritního vlastníka by ani ve snu nenapadlo prodávat svůj majetek za tak

* Koncem osmdesátých let, když se rozmnožily případy nepřátelských převzetí a zadlužených odkupů podniků, zřídily firmy na Wall Street oddělení institucionálních arbitráží, aby mohly profitovat z chyb při oceňování těchto složitých transakcí. Avšak tyto firmy se v tom staly tak úspěšnými, že se zisky brzy vytratily a mnoho těchto oddělení bylo zrušeno. Přestože se Graham touto oblastí zabývá (viz s. 160–162), není tento způsob obchodování pro většinu lidí dosažitelný – aby obchodník dosáhl uspokojivého zisku, musel by provádět miliardové dolarové obchody. Zámožní lidé nebo instituce mají stále možnost na těchto transakcích participovat prostřednictvím hedžových fondů, které se specializují na arbitráž v oblasti fúzí nebo jiných „událostí“ v životě podniků.

† Rodina Rothschildů, vedená Nathanem Mayerem Rothschildem, byla dominantním hráčem v evropském investičním bankovníctví a makléřství v devatenáctém století. Historii této rodiny brilantním způsobem popisuje Niall Ferguson v knize *The House of Rothschild: Money's Prophets, 1798–1848* (Viking, 1998).

směšné ceny. Jakkoliv to však vypadá podivně, nebylo těžké tyto anomálie na trhu najít. V roce 1957 byl publikován seznam, na kterém se nacházelo téměř 200 akciových titulů tohoto druhu. Sice různými způsoby, ale prakticky všechny tyto akcie „za babku“ se ukázaly jako ziskové investice s mnohem lukrativnějším průměrným ročním výnosem, než jakého dosahovala většina jiných investic. Ale i tyto akcie v následujících deseti letech prakticky vymizely z akciového trhu a s nimi i spolehlivý prostor pro chytrou a úspěšnou činnost podnikavých investorů. Nicméně v roce 1970, kdy byly ceny akcií velice nízko, se opět objevilo několik titulů s tržní cenou pod úrovní vlastního pracovního kapitálu a i přes relativně silné oživení trhu jich na konci roku bylo dost na to, aby vytvořily plnohodnotné portfolio.

I za současných podmínek má podnikavý investor několik různých možností, jak dosahovat vyšších než jen průměrných výnosů. Obrovský počet akcií obchodovaných na trzích musí obsahovat několik titulů, které lze podle logických a dostatečně spolehlivých kritérií identifikovat jako podhodnocené. Tyto akcie by pak měly v průměru přinášet uspokojivější výnosy, než jaké generuje index DJI nebo jiný představitel trhu. Podle našeho názoru nestojí investorovi hledání těchto akcií za námahu, pokud nepřidá, řekněme, 5 % dodatečného výnosu před zdaněním k průměrnému ročnímu výnosu z *akciové* složky jeho portfolia. Pokusíme se vytvořit několik postupů, které by mohl aktivní investor pro výběr atraktivních akcií použít.

Komentář ke kapitole 1

Jason Zweig

„Jestliže nevíte, kým jste, je [akciový trh] drahým místem, kde to zjistit.“

Adam Smith (George J. W. Goodman)¹

Než si pořídíte jakoukoliv akcii nebo jiné finanční aktivum, měli byste ze všeho nejdříve rozumět ne tomu, co si kupujete, ale kým jste.

Jste investor?

Slovo „investovat“ pochází z latinského vestire, odít se, zahalit nebo zakrýt. Investovat znamená zahalit se do finančního aktiva a pevně ho držet. Měli byste přitom dost dobře vědět, že skutečně rozumíte tomu, co děláte – neměli byste tak činit proto, že to říkají nebo tak konají jiní lidé, ale na základě své vlastní důkladné analýzy.

Jak píše Graham:

„Investiční operace je taková, která po důkladné analýze slibuje bezpečné zachování jistiny a odpovídající výnos. Operace, které nesplňují tyto požadavky, jsou spekulacemi.“²

Graham to nazývá „investiční činností“, protože investování je procesem, nikoliv událostí. Trvá léta a desetiletí. Vychází ze strukturovaného rozhodování, při němž každá vaše činnost koresponduje s kritérii, která jste si předem stanovili. Vyžaduje to disciplínu v podobě důkladné a konzistentní analýzy, nejen impulzivní přejetí prstem na displeji chytrého telefonu.

Zdroje výnosu investice jsou vnitřní: úrokový příjem u dluhopisů, zisky a dividendy u akcií. Investor chápe, že akcie nejsou hračkou; je to vlastnický podíl v příslušné obchodní společnosti. A akcie nemohou pouze růst, pokud taková obchodní společnost vytrvale negeneruje více hotovosti, než kolik jí spotřebuje.

Investor nikdy nekupuje akcie jen proto, že jejich cena roste, ani je neprodává pouze z toho důvodu, že jejich cena klesá. Investor se dívá za hranice krátkodobého chování akcií a posuzuje dlouhodobé vyhlídky podniku.

Investor si klade otázku: Jakou to pro mě má cenu? Jak dlouho to mohu držet?

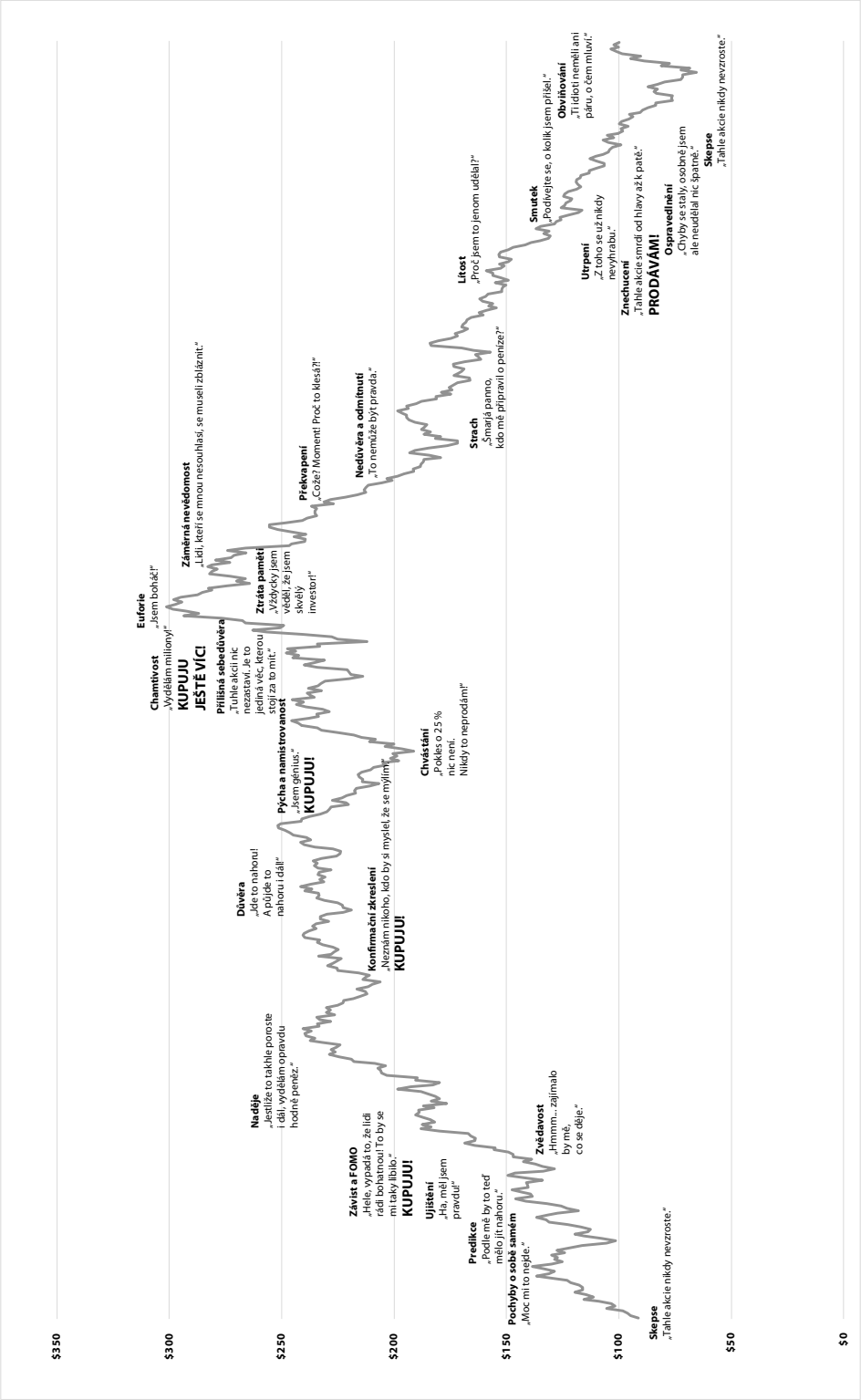
Jste spekulant?

V posledních letech mnoho investorů sešlo ze své cesty. Stali se z nich spekulanti a často o tom ani neví.

Slovo „spekulovat“ pochází z latinských slov speculum (zrcadlo) a specula (strážní věž).

¹ Adam Smith, *The Money Game* (Random House, 1968), str. 30.

² Str. 33. Graham někdy používá namísto spojení „adekvátní výnos“ spojení „uspokojivý výnos“.



OBRÁZEK 1-1 Životní cyklus spekulanta

Spekulant by se měl dívat do svého nitra jako do zrcadla, aby si zachoval sebereflexi – a měl by hledět i dopředu do budoucnosti, jako hlídka na strážní věži³.

V praxi se ale mnoho spekulantů nikdy dovnitř nedívá, a ještě méně se jich dívá dopředu. Často nakupují jen proto, že nakupují jiní lidé.

Spekulace mají krátkodobou povahu: trvají měsíce, týdny, někdy hodiny nebo dokonce minuty. Zdroje výnosu spekulace přicházejí zvnějšku: kdo jiný vlastní aktivum, jak populární takové aktivum je, zda jeho cena roste nebo klesá. Spekulant si pokládá otázku: Jakou to má cenu pro jiné lidi? Za jak dlouho to mohu prodat?

Pro mnoho lidí je spekulace nikdy nekončícím cyklem emocionálních výkyvů. Začíná pochybami, pokračuje přes naději a důvěru k sebeuspokojení a chamtivosti, které pak vystřídá propadnutí strachu a beznaději, a nakonec se vše vrací zpět k pochybám. Potom celý cyklus začíná znovu od začátku. Je to kolotoč obchodování na základě předtuchy, vkládání peněz do akcií, opcí a dalších aktiv a jejich prodej, jakmile se k tomu naskytne příležitost, jen tak pro zábavu – dokud to nepřestane být zábavné.

Všechno je to pochopitelné. Hazardování máme ve své povaze; naši předci pokoušeli štěstí ve hře v kostky již minimálně před 10 000 lety. A spekulace přináší vzrušení: i ta nejmizivější šance na velký jackpot otevírá brány naděje a možností. Pokud vsadíte jeden dolar na událost s pravděpodobností jedna ku milionu, přijdete o jeden dolar, když vám to nevyjde – a téměř jistě to nevyjde. Když ale navzdory všem předpokladům vyhrajete, zbohatnete náhle o 1 milion dolarů – a budete mít za to, že váš život už nikdy nebude jako dřív. S daleko větší pravděpodobností se vám přitom podaří vydělat peníze spekulacemi na akciovém trhu, než když budete pokoušet štěstí v kasinu či loterii.

INVESTOVÁNÍ JAKO ÚSILÍ

Usilovat o něco znamená svědomitě pracovat na naplnění konkrétního cíle nebo účelu. Takovým cílem může být pořízení vlastního bydlení, zaplacení školného dětem, financování péče o stárnoucího rodiče, nashromáždění prostředků na vlastní důchod anebo jednoduše klid na duši bez starostí o peníze. Tyto cíle nemůžete naplnit během okamžiku, jediným obchodem nebo jedním chytrým rozhodnutím. Jejich naplnění vyžaduje roky, dokonce desetiletí, disciplíny a trpělivosti. Proto byste měli považovat za samozřejmé, že investování vyžaduje úsilí.

INVESTOVÁNÍ PRO ZÁBAVU

Když vás něco baví, je to legrace! A pokud vás baví investovat, pravděpodobně si to budete užívat – alespoň chvíli. Ale tato kratochvíle pravděpodobně skončí ve ztrátě, takže se od svých cílů vzdálíte. Investování pro zábavu může přinést vzrušení z téměř naplněného cíle – stačilo málo a byl jsem boháčem! – nebo dokonce radost, když trefíte jackpot. Jackpot je minimálně zčásti tak vzrušující proto, že ztráty jsou mnohem častější. Vzdálená šance na získání jedinečné výhry nemůže být spojena se spolehlivostí, kterou potřebujete k naplnění svých dlouhodobých finančních cílů.

³ Gayle Rogers, *Speculation: A Cultural History from Aristotle to AI* (Columbia, 2021).

Poražení se nechlubí

Stejně jako jídlo, pití, drogy a sex může i spekulace prováděná v přiměřené míře přinášet potěšení. Přejídáním se ale ohrožujete své zdraví. Když se budete opíjet, snadno propadnete alkoholismu. Konzumace drog nebo nevázaný sex vás mohou přivést k závislosti nebo do vězení. A pokud budete spekulovat s větší než jen malou částí svých peněz, pravděpodobně o ně přijdete.

Šance na úspěch na finančních trzích se obvykle mění a nejsou předem dané. Částečně závisí na tom, kolik lidí spekuluje a v jaké míře. Čím výše spekulanti vytlačí cenu aktiva v současnosti, tím nižší výnosy můžeme očekávat v budoucnosti. Čím více lidí krátkodobě spekuluje, s tím nižší pravděpodobností z toho někdo z nich bude dlouhodobě profitovat.

Čím více lidí však začne spekulovat, tím více vás to bude ponoukat k tomu, abyste to zkusili taky. Dělá to přece každý a někteří z nich bohatnou. Většina poražených se stydí hovořit o svých prohrách, zatímco všichni vítězové by svůj úspěch nejraději vytroubili do světa. Lidé s extrémními názory vypadají věrohodně a spolehlivě, když se nebojí „zdvojnásobit“ svou sázku. Nemusí přitom vůbec vědět, o čem mluví. Koneckonců svá slova dokládají svými penězi.

Příběhy tedy vítězí nad statistikami: vychloubání vítězů si jaksí nelze nevšimnout, zatímco důkazy, že většině lidí peníze shořely jako papír, patrně zůstanou stranou vaší pozornosti. Naděje na rychlé zbohatnutí je obzvláště přitažlivá, když vláda stále dokola zachraňuje lehkomyšlně riskující velké instituce. Když to prošlo jim, proč by to nemohlo projít vám? Pokud opravdu tvrdě pracujete, ale úspěch se stále nedostavuje, proč si nezkusit s akcemi zahrát ruletu?

A spekulace jsou často návykové. Vzrušení z vydělávání peněz vás může rychle vtáhnout do cyklu závislosti: stejně jako kdokoliv, kdo má problém se zneužíváním návykových látek, budete chtít stále větší a větší dávku a ztráty vás jednoduše přinutí toužit po zisku ještě ve větší míře. Každý narkoman říká: „Můžu přestat, kdy chci,“ ale přesný opak je pravdou. Při honbě za dalším krátkodobým ziskem můžete ztratit ze zřetele své dlouhodobé cíle. Můžete skončit vzhazováním dalších a dalších peněz do ohně, až o všechny přijdete.

Peníze zdarma

V letech 2020 a 2021, kdy se světem šířila pandemie covidu, se akciový trh rychle proměnil v největší on-line videohru v historii lidstva. Více než 110 milionů lidí po celém světě přišlo o práci a ocitlo se v karanténě – stranou rodiny a přátel.

Většina podniků musela zavřít – akciové trhy ale zůstaly otevřené. Vlády stlačily úrokové sazby na nulu a zaplavily globální ekonomiku hotovostními platbami jednotlivcům a společnostem v řádu bilionů dolarů. Protože lidé nemohli nikam jít a všechny tyto peníze zdarma utratit, investovali je na finančních trzích. Všechno šlo nahoru. Akciový trh v USA za 12 měsíců, do konce března 2021, vzrostl o 85 %, přičemž akcie menších firem vzrostly v průměru o více než 120 %. Celkový kladný výnos vykazovalo za posledních 12 měsíců 96 % všech amerických akcií. Vypadalo to, jako by se burza stala hracím automatem vyplácejícím jackpot při každé hře.