

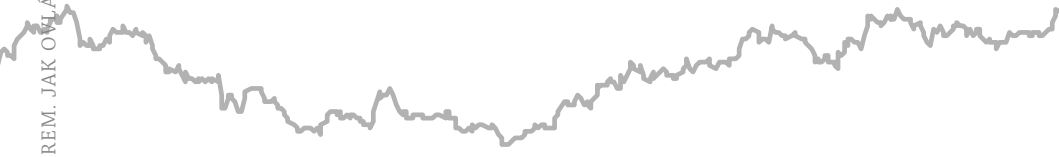
M i k u l á š S p l í t e k

Stát se investorem

J a k o v l á d n o u t
t v ů r č í m a g i i
a k c i o v é h o
t r h u

Jan  Melvil
publishing

VOLNĚ ŠÍŘITELNÁ UKÁZKA Z KNIHY STÁT SE INVESTOŘEM. JAK OVLÁDNOUT TVŮRČÍ MAGII AKCIOVÉHO TRHU



Mikuláš Splítek



Stát se investorem

Jak ovládnout
tvůrčí magii
akciového
trhu

Jan Melvil
publishing

STÁT SE INVESTOREM

Jak ovládnout tvůrčí magii akciového trhu

Mikuláš Splítek

Copyright © 2020 Mikuláš Splítek

V edici Pod povrchem vydalo nakladatelství Jan Melvil Publishing v Brně roku 2020. Žádná část této knihy nesmí být nijak použita či reprodukována bez písemného svolení, s výjimkou případů krátkých citací jako součásti kritických článků a recenzí.

Odpovědná redaktorka Vendula Kůrková

Šéfredaktor Marek Vlha

Redakční spolupráce Tomáš Baránek, Zuzana Kačerová

Oponentura Ján Hájek, Daniel Gladiš, Přemysl Bejda

Grafická úprava David Dvořák

Sazba Stará škola (staraskola.net)

Ilustrace Radek Petřík

Obálka Alex Gutrai

Jazyková korektura Vilém Kmuníček

Tisk a vazba PBTisk, a. s., Příbram

Vydání první

Jan Melvil Publishing, 2020

melvil.cz

Chyby a připomínky: melvil.cz/erratum

Pochvaly a recenze: <https://www.melvil.cz/kniha-stat-se-investorem/>
nebo libisemi@melvil.cz

Diskutujte o knize s hashtagem [#investorem](https://twitter.com/investorem)

Knihy vyšla také elektronicky.

ISBN 978-80-7555-107-8

Vše má na svědomí Dorothea Brandeová. Její kniha *Becoming a Writer* mi poskytla inspiraci, strukturu a hlavně sebedůvěru k tomu, abych zkusil o investování něco napsat. Nemá smysl, abych citoval všechny myšlenky, které jsem od ní převzal. Tento text, celý, patří jí.

„Je lepší být bohatý než chudý.“

- autor neznámý

Obsah

Úvod	11
Kapitola 1: Nahlédnutí do akciové džungle	
Zvířecí instinkt požívá baráky i dluhopisy	16
Výnos má tři nohy, každou jinak dlouhou	20
Proč se vydat na lov, a proč ne	26
Kapitola 2: Je to jednoduché, ale ne snadné	
Negramotným se omlouváme	33
Peněz netřeba, tedy skoro	35
Čím se maže orloj burzy	37
Kapitola 3: Těžkosti, které na investora číhají	
Termíny, kauzalita a jiné laskominy	44
Chci spíš vyhrát, nebo neprohrát?	47
Když peníze protékají mezi prsty	50
Čas nejde podle plánu	52
Kapitola 4: Co je to vlastně za lidi?	
Vlkům z Wall Street líná srst	57
Nemíchat, protřepat	59
Normální schizofrenici	61
Pochybovat je investorské	63

Kapitola 5: Duální experiment, aneb lépe se poznat

Slam poetry mezi dvěma světy	67
V bezpečí průhledné bariéry	69
Pro rady k vnitřnímu příteli	70
Umělec má buzolu a mapu	72
Zrcadlo, zrcadlo, kdo se to ptá?	74

Kapitola 6: Směrovky akciové křižovatky

Knihy jsou grunt	79
Hodnota tkví v přítomnosti	81
I na drahých firmách lze vydělat	84
Quo vadis, světe	90
Linie nejmenšího odporu aneb Nech to koňovi	94

Kapitola 7: Kód ke kartotéce nápadů

„Džíny nenosím!“	98
Děti se nerodí každý den	100
V botách Indiany Jonese	103

Kapitola 8: Investiční teze aneb práce a zase práce

Nalézáme pojítka mezi hodnotou a cenou	109
Popis byznysu nemusí být nuda	113
Tomu, kde podnikáš, se nevzepřeš	117
Konkurenční výhodu nevymyslíš	117
Nejhorší ruka v pokeru aneb struktura odvětví	121
Státy jsou jako malé děti	126
Proč existuje příležitost?	130
Informační asymetrie aneb neznámé je fajn	131
Katalyzátor jako spouštěč změn	135
V dobrém smyslu monopoly	140
Valuace aneb umění ocenění	145
Kam se vydá ziskovost	146
Načechrejte bezpečnostní polštář	153
Jak (se) chápat rizika	162
Proto bylo lepší mlčet	167

Kapitola 9: Teze na stříbrném podnose

Jako když Dylan skládá hudbu	171
Příklad 1: Arcos Dorados	174
Příklad 2: Core-Mark	177
Příklad 3: Wayfair	181
Ne, pravidlo neexistuje	184

Kapitola 10: Odstup, satane

„Něco“ mezitím pracovalo za nás	187
První úlovky – vlastní přednosti	190
Pod drobnohledem vlastního kritika i kritika zvenčí	193

Kapitola 11: Ted' zavři oči a... kup

Míchání lektvaru portfolia	199
Destrukce starých pořádků aneb sázka na pokles	202
Vědět, kdo stojí na druhé straně	205
Dřív než zmáčkneš tlačítko	209
Co může spekulant naučit investora	212

Kapitola 12: Na rande s hypotézou

Milý deníčku	218
Příklad 1: Arcos Dorados	220
Příklad 2: Core-Mark	224
Příklad 3: Wayfair	228
Poopravit, a jít	234

Kapitola 13: V pění investorských dní

Orientovaný na cíl, ale nespecializovaný	239
Na všechno nejsme sami	242
Proč je dobré být lepší	245
Mlčení na dovolené	248
Když vědomí o nevědomí ví	252

Kapitola 14: Nebát se smrti aneb akciový exit

Tisíc důvodů, proč prodat	258
Z manželství se necouvá	263
Charlieho checklist	267

Kapitola 15: Historie se rýmuje aneb řeč Benjamina Grahama

Benjamin Graham: <i>Security in an Insecure World</i>	273
---	-----

Kapitola 16: Dovinutá smyčka těžkostí

Reflexivní realita	299
Co říká naše vizitka	301
Inflace je faleš, stop	303
Časem přijdeš na to, že čas není	305
Závěr	309
Poděkování	313
Doporučené investiční knihy	314
Související literatura	315
Seznam grafů, tabulek a obrázků	319

S AKCIOVÝM INVESTOVÁNÍM JE POTÍŽ, protože nemá jasné hranice. Legendární investor Peter Lynch objevil několik úspěšných firem při víkendovém nakupování se svými dcerami. Mark Mobius hledal nápady do fondu rozvíjejících se zemí tak, že na motorce několik měsíců křížoval jihovýchodní Asii. Warren Buffett čte několik hodin denně noviny, a Walter Schloss naopak média i internet úplně ignoroval. Ze všech těchto příběhů se zdá, že nelze dopředu odmítnout žádný přístup či zkušenost, protože realita – a tudíž i práce investora – je nesmírně rozmanitá a spletitá.

Jedno však o investování víme bezpečně – je to činnost typicky lidská. Počíná a končí se v člověku a člověk nemůže přesně vědět, oč běží, dokud nedojde na věc. Dokud se nestane investorem. „Nežádejte autora, aby vysvětlil svou báseň. Nemá to smysl. Smysl je pouze v hledání,“ říká spisovatel Rick Riordan. S investováním je to stejné. Jak vyplývá z citátu „Je lepší být bohatý než chudý“, který jsem použil na začátku knihy (a ve kterém se pochopitelně nemluví jen o penězích), považuji za důležité, aby ten, kdo chce opravdu zjistit, o co v investování jde, sám investorem byl. Tato kniha je o tom, jak se jím stát.

Je o procesu vrůstání do investorské profese. O psychologické proměně, kterou je nutné podstoupit, aby člověk mohl na burze

uspět. O tom, proč a jak nasměrovat svůj životní příběh do fascinujícího, avšak neúprosného světa finančních trhů.

Sám se o to čtrnáctým rokem snažím. Dodnes si pamatuji, jak můj vychovatel na internátu odhrnul látkový závěs a odkryl tři monitory, na nichž poskakovaly akciové grafy. „Víš, pracuju tu jen proto, aby za mě někdo platil daně. Mám tu jinak spoustu času na burzu,“ pověděl mi tehdy spiklenecky. Za minulého režimu zastával vyšší státní funkci, což ho – alespoň v jeho očích – diskvalifikovalo z jakékoli manažerské pozice, a tak se vrhl na investování.

Když mi vyprávěl svůj příběh, uvědomil jsem si, že do burzy je na rozdíl od mnohých jiných zaměstnání zvláště vtištěný aspekt spravedlnosti. Akciovému trhu je jedno, kdo na něj vstupuje. Obchodování je anonymní a systém příliš velký a komplexní na to, aby se dal manipulovat na jednu či druhou stranu. Žádné známosti či konexe nepomohou, a proto je zcela druhořadé, jestli jste bývalý komunistický pohlavár, ropný magnát, syn královny nebo kluk z Horní Dolní. Nemusíte nikomu nic vysvětlovat a o ničem ho přesvědčovat. Z pohledu budoucího procentuálního zhodnocení mají na finančním trhu všichni stejnou startovní pozici. A tenhle aspekt mě na burze osudově upoutal.

Od té chvíle věci nabraly rychlý spád – knihy, specializované webové stránky, demo účet, první obchody s penězi, které jsem dostal za maturitu... Začal jsem se akciovým investováním denně zabývat a postupně jsem dostal příležitost poznat ho z pozice laika, obchodníka s cennými papíry, analytika, a nakonec i správce podílového fondu EAM Stock Small Caps. Ten se během dvou let vyšvihl s více než pěti miliardami korun na pozici třetího největšího akciového fondu v České republice a peníze podílníků, kterých už má čtyřicet tisíc, za tu dobu zhodnotil o více než třicet procent (téměř trojnásobně oproti srovnávacímu indexu).

V průběhu svého pobytu na burze jsem prozkoumal bezpočet investičních nápadů, mluvil se šéfy předních světových firem, přečetl desítky knih a sepsal pár komentářů, ale nikdy mě nenapadlo, že bych mohl (či měl) k investování dodat něco „teoretického“. To

se změnilo právě se spuštěním fondu. Za účelem jeho propagace jsem začal objíždět česká města a vysvětlovat lidem podstatu své práce, což přineslo novou, a ne vždy úplně jednoduchou zkušenost.

Kdykoli totiž klientům a bankéřům o burze vyprávím, cítím jakési zvláštní napětí. Mohu jim samozřejmě představit, jak sám postupuji – co funguje pro mě. Mám ovšem čím dál nutkavější pocit, že to nestačí, a někdy dokonce vnímám, jako bych odcházel s jakýmsi dluhem vůči nim. Mnoho z nich totiž hledá podporu na vlastní investiční cestě. Nechtějí data a mentorování, nýbrž podniky. Intuitivně chápou, že – slovy Joaquina Millera – „žádná rada na Wall Street není ani z půlky tak cenná jako vlastní úsudek“. A já si čím dál silněji uvědomoval, že jim v těch několika málo minutách prezentace nemohu, a možná ani při nejlepší vůli neumím pomoci.

K investování se totiž často přistupuje tak, že má dvě složky – řemeslnou a kreativní – a že řemeslo může odkoukat každý, ale kreativita se buď projeví, anebo ne. „Genialita je nepřenositelná,“ omluví se pravidelně hned v úvodu většina přednášejících a autorů burzovních knih a dál už popisují pouze ony řemeslné technické detaily. Zahltí posluchače či čtenáře statistikami a fakty, aniž by se jim snažili pomoci v onom druhém, tvůrčím, a tedy nadmíru osobním ohledu, a já jsem, upřímně řečeno, nebyl jiný.

Pak jsem však objevil myšlenky Dorothey Brandeové a později i Carla Gustava Junga, z jehož díla Brandeová zřejmě vycházela, a svítl mi plamínek naděje. „Obtíže začátečníka nastávají daleko dříve, než dospěje do bodu, kdy by mohl mít prospěch z technických pravidel. Nemá totiž zkušenosti, aby platnost takových pouček vůbec posoudil. Kdyby to uměl, velmi pravděpodobně by žádnou lekci vůbec nepotřeboval,“ píše autorka a mně došlo, že na chlup stejný problém je s investováním.

Investiční adept nepřichází na přednášku či nebere tu kterou knihu do ruky, aby byl zahrnován definicemi a daty, ale proto, že hledá odpověď na otázku: „Mám na to, být stejně důvtipný jako Warren Buffett? A má vůbec cenu pokoušet se to zjistit?“ Jinými

slovy, prahne po sebedůvěře, tvořivosti a smyslu. Proto hltá všechno, co zavedení investoři říkají a píšou, a někdy dokonce neváhá zaplatit i velké sumy, aby se s nimi osobně setkal. Předpokládá totiž, že oni už obtíže s nalezením těchto kvalit překonali, a tudíž mají přístup k jakési investiční magii. Tím pochopitelně nemám na mysli, že by byli pověřiví či že by vykonávali nějaké obskurní rituály. Spíše to, že nějakým tajemným způsobem důvěřují své schopnosti rozpoznat klíčové informace a okamžiky.

Správný aspirant věří, že pokud bude dostatečně všímavý, toto tajemství od nich odpozoruje. Proto ho tak bolestně raní onen nesmírně častý „disclaimer“, že genialita je nepřenosná. Vždyť on naopak toužil slyšet, že za řemeslem skutečně *existuje* nějaké investiční tajemství. Přál si ho zkusmo nahmatat a kontaktem s už praktikujícími investory pomalu pronikat k podstatě této cechovní magie. Chtěl být uveden mezi ostatní kouzelníky a v jejich doprovodu, krůček po krůčku, uvěřit ve vlastní nadpřirozené schopnosti. Ve skrytu duše totiž tuší, že – ačkoli by se zřejmě ještě zdráhal o takových věcech hovořit, a už vůbec by nepoužíval pojmy jako „genialita“, „nadpřirozené schopnosti“ či „magie“ – něco takového skutečně existuje, a i pro něj je to k mání. Všechno tohle investiční adepti nějak instinktivně vědí.

V souladu s Dorotheou Brandeovou jsem přesvědčen, že se *nepletou*. Existuje jakási tvůrčí magie a lze ji učit. A možná proto bude tato investiční kniha jiná. Je totiž o *magii* akciového investora.

Kapitola 3: Těžkosti, které na investora číhají

V ÚVODU JSME VYJÁDRILI PŘESVĚDČENÍ, že existuje magie investora a že ji lze učit. Rovněž jsme však na příbězích vyhledávání nápadů v podání Lynche, Mobia, Buffetta a Schlosse ilustrovali, jak různorodými způsoby ji úspěšní investoři praktikují. Zdá se tedy, že neexistuje jedna společná cílová destinace s označením „takhle to funguje“. Magie bude vždy značně *individuální*. Co ovšem určitě existuje, jsou překážky bránící jejímu osvojení. Zažité tendence a předpojatosti, které každému, kdo prošel vzdělávacím systémem a je, jak se říká, socializován (což nemyslím vůbec zle), ztěžují cestu k burzovnímu úspěchu. Proto bude lepší začít oklikou – nejprve vyjmenovat překážky, a teprve poté nastítnit praktický návod k jejich překonání.

Ony předpojatosti se totiž zdají být natolik ulpívavé, že většina diskuzí o investování se vědomě či podvědomě stočí právě k nim. I otázky, které od klientů či bankéřů dostávám, se povětšinou netýkají praktických záležitostí správy fondu či jednotlivých firem z portfolia, nýbrž opakovaně slyším: S jakou jistotou mohu své peníze očekávat zpět? Jaký bude výnos pro nejbližší období? Jak je fond zajištěn proti rizikům či proti měnovým pohybům? A podobně. Jinými slovy, hovoří z nich strach. V různých podobách a různě formulovaný, ale soustavně a naléhavě.

Nemám jim to za zlé. Lidé jako by instinktivně – a správně – tušili, že existují fenomény, které jim zůstávají skryté a které není snadné nahlédnout. Horší ovšem je, že mnoho bystrých mužů a žen se předtuchou těchto tendencí nechalo zcela zbytečně svést k závěru, že investování je příliš složité a že pro ně navždy zůstane „španělskou vesnicí“. Říkám zcela zbytečně, protože tyto tendence lze vynést na světlo, a umenšit tak jejich znepokojující sílu. Pojďme se o to pokusit.

Chci vás jen varovat: teze, které následují, vám mohou připadat nadměru abstraktní, či dokonce přehnané. Nezoufejte, prosím, je to nutné. Vždyť jaké by to byly překážky, kdybychom ihned viděli, co se za nimi skrývá?

Termíny, kauzalita a jiné laskominy

Když se člověk učí nějaký předmět, vpravuje se nejprve do jeho terminologie. S nadsázkou řečeno, investor se vlastně od strojaře liší jen tím, že ví, co je to „vlastní kapitál“ nebo „externí dluh“. A protože

termíny mohou nést význam pouze ve spojení s ostatními pojmy, vzniká mezi nimi síť vztahů. Například: vlastní kapitál bývá dražší než externí dluh. Takový vztah pak vlastně není ničím jiným než popisem funkce – vlastní kapitál snižuje

Mikroekonomie – zkoumá chování dílčích ekonomických subjektů (jednotlivců, domácností a firem)

finanční páku, externí dluh naopak. Nemusím asi zdůrazňovat, že pojmy samozřejmě nemusí být pouze slova – obdobně slouží třeba fyzikální symboly, kódový jazyk nebo čísla.

Stručně řečeno, jakýkoli studijní obor je vlastně „jen“ souborem termínů, jejich vztahů a funkcí. Dokud jimi nevládneme, systém zůstává neosvětlený a my jen stěží porozumíme tomu, jak funguje, či proč vůbec existuje. A nejen to, často v nás vzbuzuje nejistotu a obavy. Vždyť i vy jste možná zbystrili, když jsem v první kapitole použil termíny jako „Gaussova křivka“, „P/E“ či „návrat k průměru“. Pokud jste s nimi dříve nepracovali, možná

vás napadlo, že se jimi snažím něco zakrýt či maskovat. Ačkoli to můj záměr nebyl, takové obavy, upřímně řečeno, nejsou v případě kapitálového trhu *nikterak neoprávněné*.

Vstupem na něj totiž nutně opouštíme okruh svých běžných kompetencí. V „normálním“ životě se málokdy potýkáme s podobně komplexní situací, řešíme spíše dílčí úkoly, pracujeme se zdánlivě všeobecně přijímanými pojmy, a proto míváme pocit, že nad věcmi buď máme kontrolu, nebo alespoň známe jejich příčinnost. Ale akciový trh? Globálně propojený systém, kde miliony lidí a jimi naprogramovaných počítačů kontinuálně určují ceny tisíců firem ve všech myslitelných odvětvích? Ten se tak nějak děje sám o sobě, mimo nás, zdá se nám. Akcie neví, že ji vlastníš, říká se. V krátkém časovém období si ceny skáčou nahoru dolů a nikdo – ani profesionálové – pořádně neví proč. Nutně se dostavuje onen zmíněný pocit nejistoty.

Makroekonomie – zabývá se hospodářstvím jako celkem

Vezměme si například zdánlivě triviální pojem „cena“. To, jak jsme s ním zvyklí pracovat například v obchodě, se na kapitálovém trhu najednou problematizuje. Zatímco v supermarketu jeden druh zboží stojí každý den zhruba stejně, na burze je tato veličina velmi proměnlivá. Firma třeba zaplatí za akvizici jiné společnosti svými akciemi, jejichž cena však druhý den může o patnáct procent poklesnout. Jakou hodnotu tedy získali původní majitelé? Nelze přesně říct, protože dnes je cena jiná než včera. Začíná nám docházet, že termíny „cena“ a „hodnota“, které v běžné řeči libovolně zaměňujeme, je třeba nějak odlišit. Musíme mezi nimi hledat nový vztah, který možná *není* jednosměrný, a proto ani plně kauzální.

Nebo se zamysleme nad slovem „dluh“. Zdánlivě přímočarý termín, který má však úplně jinou konotaci v mysli dlužníka a v mysli věřitele. Pro jednoho kladnou, pro druhého zápornou. Říkáte si, že přesně víte, kdo je v lepší pozici. Věřitel, že? Nemusí to být tak úplně pravda. Není totiž bez důležitosti, kdo tím dlužníkem

a věřitelem ve skutečnosti je – jestli jde o závazek řekněme Kypru nebo třeba Itálie. Jak trefně vystihuje úsloví: „Když někdo dluží bance sto tisíc a nemůže splácet, má problém. Když někdo dluží bance sto milionů a nemůže splácet, banka má problém.“ Paradoxně tedy někdy může být věřitel v horší pozici než dlužník. A takto bychom mohli pokračovat.

Pod tlakem nečekaných událostí a dramatických výkyvů akciového grafu si investor začíná uvědomovat víceznačnost a subjektivnost jednotlivých pojmů, které se na kapitálovém trhu používají. Iluze kontroly a příčinnosti se postupně rozplývá. Taková situace vskutku je pro reflektujícího člověka nesmírně složitá a zneklidňující.

Některé lidi to potom svádí k tomu, aby pochybovali o *jakékoli* schopnosti porozumět a předvídat pohyby akciového trhu. Nobe-

Teorie efektivních trhů – předpoklad, že cena je ovlivňována pouze novými informacemi, které se volně a rychle šíří; akcie jsou pak v každém okamžiku správně oceněny a na trhu nelze najít podhodnocené či nadhodnocené tituly.

lista Daniel Kahneman například říká*: „Akciový trh je příliš komplexní na to, aby se dala vyvinout intuice ohledně budoucích cen. Množství náhodných pohybů totiž nedovoluje vybudovat příslušné asociace.“ Zastánci silné varianty teorie efektivních trhů zase mají za

to, že všechny informace už jsou v cenách obsažené, a že tedy neexistuje způsob, jak vlastním úsudkem průměr trhu překonávat. „Analýza firem bez zcela nových nebo neveřejných informací nemůže přinést skutečný nadvynos,“ shrnuje to její autor Eugene Fama.

S takovými názory se pochopitelně rozcháším (jinak by tato kniha byla vlastně zbytečná) a hlavní důvod jsem zmínil kapitole 1, v části Proč se vydat na lov. Jde o existenci akcií, které se dlouhodobě výkonností nevracejí k průměru trhu. Mám za to, že čím delší investiční horizont člověk sleduje a čím blíže je jednotlivým

* Zdroj: <http://take15audio.cfainstitute.libsynpro.com/kahnemans-insights-beyond-thinking-fast-and-slow>.

firmám, tím více se fungování trhu odchyluje od teorií Kahnemana a především Famy. Jejich modely jsou užitečné spíše jako myšlenkový experiment** a rozhodně stojí za prozkoumání. Proto je koneckonců zmiňuji – abych zdůraznil, před jakou výzvou aktivní investor stojí. Nemusí však těmto názorům nutně podlehnout a svůj sen vzdát už na začátku. Ba naopak. Jeho prvním velkým úkolem je zorientovat se v terminologii akciového trhu a následně – nikoli však rezignovaně – přijmout kauzální nejistotu, která se k tomuto organickému, komplexnímu systému váže.

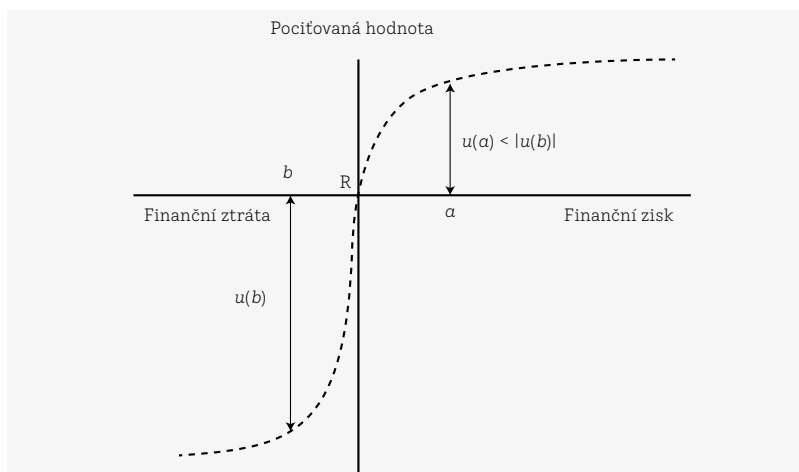
Chci spíš vyhrát, nebo neprohrát?

Dalším problematickým bodem – ač to možná bude znít překvapivě – bývá vztah k zisku a ztrátě. Na první pohled by se mohlo zdát, že situace je zde zcela jednoznačná – burzovním světem prostě vládne honba za ziskem. Všichni bez ustání poměřují výkonnost (absolutně či relativně), a jak jsme viděli, historicky vyšší výnos je nakonec i důvodem, proč zvolit akcie před jinými třídami aktiv. Potenciál zisku je to, co nás fascinuje, podle čeho vybíráme firmy a o čem mluvíme se svými přáteli či s brokerem. A přesto při bližším pohledu honba za ziskem možná ve finále nerozhoduje o tom, jestli budeme na burze úspěšní, či ne. Ve hře je totiž jiná, mnohem mocnější síla. Averse ke ztrátě.

Prospektivní teorie – popis uvažování o příležitostech a riziku na základě jakési subjektivní pravděpodobnosti; tvoří ji tři kognitivní principy: *princip referenčního bodu*, *klesající citlivosti* a *averse ke ztrátě*.

Princip jejího fungování vysvětlili už v sedmdesátých letech minulého století zmiňovaný Daniel Kahneman s Amosem Tverským v tzv. prospektové teorii, a v tomto případě s nimi nemohu než souhlasit.

** Je ovšem pravda, že mnoho lidí se nechalo svést i k jejich praktické aplikaci, jak je vidět z rozmachu už zmíněných pasivních fondů.



Graf 7: Asymetrická oceňovací křivka Kahnemana a Tverského

Prospektová křivka mimo jiné* ukazuje, jak lidé subjektivně pocíťují hodnotu zisků (první kvadrant neboli pravá horní čtvrtina) a ztrát (třetí kvadrant, levá dolní čtvrtina). Na první pohled vidíme, že její průběh není lineární neboli přímočarý. Zatímco v případě zisků je funkce konkávní, tedy vyklenutá směrem dovnitř, v případě ztrát je konvexní neboli vyklenutá směrem ven. Jinými slovy, mnohem více se bojíme ztráty, než nás přitahuje stejně velký zisk.

Jsme-li například postaveni před rozhodnutí, zda si hodit korunou a vyhrát 100 Kč, nebo nic, či obdržet 40 Kč bez soutěže, významné množství lidí zvolí druhou variantu – jistou výhru. Přestože první možnost má striktně logicky vyšší očekávanou hodnotu ($100 \times 0,5 + 0 \times 0,5 > 40$), většina lidí by pocíťovala neúspěch

* Vedle averze ke ztrátě popisuje také dva spřízněné mechanismy: princip referenčního bodu – nehodnotíme alternativy podle výsledků, nýbrž podle odlišnosti od referenčního bodu (což bývá zpravidla současný stav), a princip klesající citlivosti – máme tendenci přeceňovat velmi nepravděpodobné události, zatímco střední a vysoké pravděpodobnosti podceňujeme.

v hodů mincí jako výrazné selhání, protože ho v mysli porovnávají s možností jisté čtyřicetikorunové odměny. Prospektová teorie tedy dokládá, že hrozby jsou pro nás urgentnější než příležitosti.

Očekávaná hodnota (EV) – průměr možných výsledků, výher i proher, vážených jejich pravděpodobností; umožňuje tedy optimalizovat šanci na výhru

Zřejmě to má evoluční základ, protože pokud bychom si za ultimátní hrozbu dosadili smrt, pak každý organismus musí nutně preferovat vyhnutí se této možnosti. Takové nastavení pak očividně prosakuje i do mnohem méně dramatických momentů rozhodování, jakou jsou například ty týkající se peněz. Představa, že za každých okolností prahneme po maximálním zisku, se tedy ukazuje jako mylná. Vidina ztráty má pro nás mnohem (asi 1,5–2,5násobně) větší psychologický náboj a silně ovlivňuje naše preference v situacích s nejistým výsledkem.

Vedení averzí ke ztrátě pak (paradoxně) často vyhledáváme riskantní akce, abychom se vyhnuli i sebemenšímu zápornému výsledku, namísto toho, abychom podstupovali rozumné riziko v situacích, které mohou vést k velkému zisku. Prohráváme-li, raději dál riskujeme, abychom se vyhnuli i malé ztrátě, kterou bychom museli negativně zanést do našeho „mentálního účetnictví“. Naopak vyhráváme-li, radost z dalšího nově nabytého zisku už není tak velká jako na začátku, a my raději preferujeme příslovečného „vrabce v hrstí“. Vztaženo na burzovní obchodování, prospektová teorie elegantně vysvětluje, proč investoři zavírají plusové pozice příliš brzy a naopak drží ztrátové.

Tyto dvě protichůdné tendence – tedy averzi ke ztrátě a naopak honbu za ziskem – je nutné harmonizovat, a tím částečně neutralizovat. Problém spočívá v tom, že zatímco honba za ziskem je vědomější, společností podporovaná tendence, averze ke ztrátě, by se dala spíše označit za podprahovou, evoluční sílu, kterou nemáme ve své moci, a proto její zvládnutí vyžaduje více investorovy pozornosti. Investor si musí být vědom toho, která síla na něj v konkrétním okamžiku více působí, a podle toho regulovat svá rozhodnutí.

Když peníze protékají mezi prsty

Vztah k zisku a ztrátě je navíc značně komplikován skutečností, že nemáme jasnou představu o cíli našeho snažení – o tom, co jsou peníze. Ačkoli tento výrok může vypadat zvláště (vždyť peníze všichni běžně a bez problémů používáme), při bližším pohledu většinou zjišťujeme, že máme-li říct, co samy o sobě představují, jsme na vážkách.

Také ekonomická teorie se omezila pouze na to, že popsala jejich funkce (uchovatel hodnoty, prostředek směny, ekonomická kalkulace) a vlastnosti (přijetí, trvalost, přenositelnost, dělitelnost, zaměnitelnost). Nesnaží se odpovědět na otázku, co ve své podstatě peníze jsou, pouze to opisuje jejich vlastnostmi. Obvykle navíc implicitně pracuje s tím, že peníze jsou výhradně dobré – jedinec nemůže trpět tím, že jich má víc. Zkušenosti z burzovního obchodování ovšem ukazují, že všechny tyto charakteristiky jsou za určitých okolností nepřesné, a mnohdy dokonce zavádějící.

Myšlenka, že peníze uchovávají hodnotu, či jsou dokonce samy o sobě hodnotou, vede k tomu, že od nich lidé automaticky očekávají užitek – výnos. Není nutné zdůrazňovat, že často odcházejí zklamáni. K navýšení a korigování toku peněz jsou totiž, stejně jako v jiných oblastech, potřeba znalosti, zkušenosti a cit. Peníze jsou zřejmě pouhou materializací schopností a energie, kterou člověk vkládá do svého života. Jsou odměnou, kterou lze – alespoň zdánlivě – směnit, nikoli však „hodnotou“ samy o sobě. Nejsou „trvalé“ ani lehce „prenositelné“, jelikož jsou, jak už jsme zmínili, vázané na agenta, který jimi disponuje. A tak například náhlým výhercům v loterii často přináší neštěstí, nezkušené burzovní spekulanty brzy opouštějí a podnikům, které si nadměru napůjčovaly, lámou vaz.

Má-li někdo více peněz než talentu a času na to s nimi operovat, je v problémech. Z burzovního pohledu není těžké se akcionářem stát (uskutečnit nákup), ale akcionářem být. Člověk totiž musí průběžně vynakládat úsilí na analýzu svých firem. Musí zůstat „v obraze“, a to vyžaduje mnoho času a pozornosti. Mít

víc, než kolik jedinec dokáže usledovat, se obvykle zle nevyplatí. Zdá se tedy, že peníze vyžadují nemalou energii na pouhé držení, a proto nejsou bezvýhradně dobré; jsou přinejlepším neutrální. Psycholožka Marie-Louise von Franz je označila za pouhý „výraz cirkulace extrovertní energie“.* Osobně rád používám už zmíněný výraz „převodník“.

Jak ovšem u takového převodníku určit směnný kurz? Jak kvantifikovat vztah mezi tím, kolik energie člověk vkládá do svého života, a stavem jeho konta? Nesnadno. Jinak by pochopitelně nemohly existovat tak markantní rozdíly v tom, jakými částkami disponují, řekněme, učitel, bankéř, vrcholový tenista a žena na mateřské. Peníze totiž samozřejmě nejsou převodníkem jediným. Do hry vstupují další, často naopak spíše „introvertní“ kvality, jako například autorita, láska, čas, bezpečí či zdraví. Tyto kvality se mezi sebou nějakým – nepříliš zřejmým – způsobem přelévají a navzájem kompenzují. My ale neznáme cenu těchto „nehmotných aktiv“, a tudíž ani přesný směnný kurz peněz.

Popravdě řečeno, o penězích máme jen velmi vágní představu. Můžeme jim samozřejmě přisoudit ony magické vlastnosti (přenositelnost, uchovatel hodnoty, nezávislost a tak dále)**, a pak kolem nich tančit jako kolem božských symbolů, ale k ničemu nám to nebude, naopak. Budeme do nich pouze projektovat vlastní obavy a přání, a ony nás budou zatěžovat a mást. Lepší je přijmout jejich iluzorní povahu a vytvořit si psychologickou výhodu z faktu, že nikdo přesně neví, co peníze představují. To je další úkol investora.

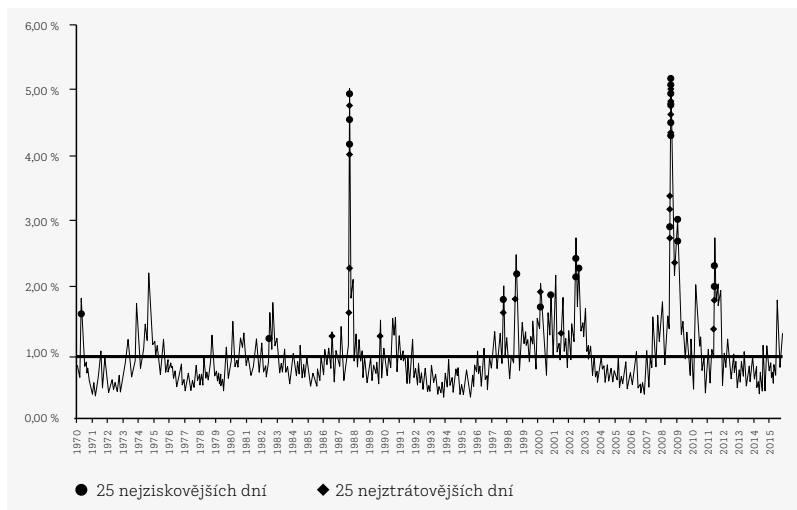
* Zdroj: https://www.youtube.com/watch?v=K6GU10V_OeE.

** Tytéž vlastnosti někteří lidé v současnosti přisuzují kryptoměnám. Ty však trpí stejným neduhem jako klasické peníze – nejsou nezávislé na držiteli. Mohou být nezávislé na tom, kdo je emituje, ale to hraje pramalou roli. I v jejich případě jde pouze o neutrální převodník.

Čas nejde podle plánu

Jedním z „nehmotných aktiv“, která jsme zmínili výše, je čas. Ten má v investování mimořádně důležitou roli, a proto si zaslouží vlastní pojednání.

V šedesátých letech minulého století přišel matematik Benoit Mandelbrot s pojmem „fraktál“. Zatímco klasická geometrie se povětšinou zabývá pravidelnými útvary (přímka, elipsa, kružnice), v přírodě je většina útvarů nepravidelných. Právě k jejich popisu se hodí fraktály, tedy útvary, jejichž rozdělením vznikne v ideálním případě několik navzájem podobných kopií původního celku, nezávislých na měřítku. Mandelbrot dospěl k teorii, že v přírodě existuje jakýsi skrytý fraktální řád, a s úspěchem tuto myšlenku aplikoval třeba i na akciový graf jakožto nepravidelný útvar s „organickým“ původem. Následně si povšiml také toho, co zkušeni obchodníci dávno intuitivně věděli, totiž že čas na burze neběží rovnoměrně. Tržní čas se liší od běžného, lineárního času, který jsme zvyklí používat. „Obchodní čas se zrychlí ve chvílích



Graf 8: Klouzavá 30denní směrodatná odchylka indexu S&P 500 v letech 1970–2016

vysoké volatility, a naopak zpomalí v dobách stability,“ zní pro nás nejdůležitější Mandelbrotův závěr, a čísla mu dávají za pravdu.

Kdybychom například promeškali jen 25 procentuálně nejziskovějších dní za předešlých pět dekad, náš průměrný roční výnos z amerických akcií by klesl na polovinu (3,4 % vs. 6,7 % CAGR v reálném vyjádření). Pouhých 25 dní za 50 let! Z toho je patrné, že výnosy na burze neodpovídají normálnímu statistickému rozdělení, nýbrž že naopak hraniční události dominují konečnému výsledku.

Na grafu výše vidíme naznačených oněch 25 nejziskovějších dní (●) a zároveň i 25 nejztrátovějších (◆). Nyní už nebude překvapivé, že se shlukují právě do časů zvýšené kolísavosti celého trhu, která je v tomto případě naznačena směrodatnou odchylkou. V takových chvílích burza vykazuje – oproti svému běžnému pohybu o 1 % denně – až 5% cenové změny. Čas tedy skutečně běží jaksi nerovnoměrně. Během některých dní jako by se toho odehrálo víc než jindy za celý rok.

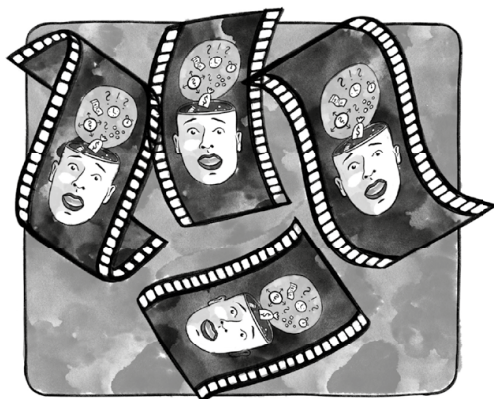
Ono by to nemělo být až takové překvapení. Vždyť už od Einsteina víme, že čas v blízkosti velmi hmotného tělesa běží pomaleji a mění se i v závislosti na rychlosti pozorovatele. Navíc možná vůbec neplyne odněkud někam, jak máme tendenci mu přisuzovat – tuto vlastnost zakládá pouze způsob našeho vnímání, jak upozorňuje nedávno zesnulý fyzik Stephen Hawking. Einsteinovy a Hawkingovy závěry se nás ovšem v „praktické rovině“ nedotýkají – zřídka se blížíme černé díře či rychlosti světla, abychom dilataci času sami zakusili, či sledujeme svět s odstupem všehomíra, abychom odhalili nepřesnosti našeho přirozeného vnímání. Na akciovém trhu je však situace jiná. Tam jako by relativita času vystupovala do popředí. Jako by se ve velkých cenových skocích dala přímo „zažít“ a investor to musí chtít nechtě vzít v potaz.

S tím se pojí i fakt, že v investování dochází k velkému časovému nesouladu mezi odvedenou prací a výsledkem. Když člověk ušije boty nebo odučí hodinu tance, z výrobku nebo od žáků může téměř bezprostředně získat zpětnou vazbu. V investování může trvat

měsíce i roky, než se výsledky jeho práce projeví, ostatní účastníci přistoupí na jeho investiční tezi a cena akcie poskočí (často doslova) předpokládaným směrem. Během té doby musí obhajovat svůj názor před vedením firmy, podílňiky nebo přinejmenším před sebou samým. A věřte, že je v zásadě velmi složité mít odlišný názor, když okolnosti (do kterých lze počítat i ceny na burze) dlouhodobě ukazují jiným směrem. Tato dopředu neodhadnutelná prodleva mezi odvedenou prací a konečným výsledkem je další (méně abstraktní) připomínkou toho, že čas na trhu běží přerývaně.

Shrneme-li výše uvedené, na burze se nelze spolehnout na lineárně ubíhající čas. Je nutné přijmout jeho relativní povahu, jakkoli nepředvídatelná a složitě pozorovatelná je. I s tímto neintuitivním zjištěním se investor musí popasovat.

Pokud se člověku podaří přijmout a zvnitřnit podstatu čtyř těžkostí – které jsou pochopitelně vzájemně propojené – může objevit docela jiný svět. Svět, ve kterém strach hraje daleko menší roli, než bývají lidé zvyklí. Když trochu předběhnu, můžeme se pak přestat ustavičně ptát: „Co se stane zítra?“, což je mimochodem dotaz shrnující obavy mých kolegů z banky a podílňiků fondu. Namísto toho se budeme spíše ptát: „Co opravdu teď je?“ Ale k tomu máme teď, upřímně řečeno, ještě pěkný kus cesty...



Těžkosti, které na investora číhají

Klíčové otázky

V jakém konkrétním případě může být v lepší situaci dlužník než věřitel?

- a) Může-li peníze použít k okamžité spotřebě.
- b) Když se na rozdíl od věřitele nemusí obávat inflace.
- c) Jestliže velikost dluhu v případě nesplacení ohrožuje věřitele.

Proč autor této knihy nesouhlasí s reálnou aplikací silné varianty teorie efektivních trhů?

- a) Protože práce aktivního investora by v takovém případě byla zbytečná.
- b) Protože už delší dobu roste podíl pasivně spravovaných fondů.
- c) Protože existují akcie, které se výkonností dlouhodobě nevracejí k průměru.

Prospektová teorie naznačuje, že v herní situaci, kdy můžeme mnoho, byť s poměrně malou pravděpodobností, ztratit:

- a) Budeme pocítovat velmi silnou hrozbu a pravděpodobnost ztráty nadhodnotíme.
- b) Zaměříme raději svou pozornost na pravděpodobnost výhry.
- c) Budeme uvažovat racionálně a pravděpodobnost ztráty či výhry si vyčíslíme dohromady.

Správně odpověď: c), c), a)

Podnět k zamyšlení

Jaká by byla vaše odpověď na otázku, co jsou peníze?

Dálo se i vám v nějaké situaci, že čas je relativní?



Kupte si papírovou nebo elektronickou verzi knihy
za skvělou cenu na www.melvil.cz