

Kapitola 2

Příliš spekulací, málo investování

V investování jde vlastně o dlouhodobé držení podniků. Podnikání se zaměřuje na postupnou akumulaci vnitřní hodnoty, odvozené od schopnosti veřejně vlastněných korporací produkovat zboží a služby, které spotřebitelé a střadatelé požadují, schopnosti efektivně si konkurovat, podnikat s potěšením a využívat změn. Podnikání zvyšuje hodnotu naší společnosti a majetek investorů.

Již déle než století připomíná stoupající hodnota našeho korporátního majetku – kumulativní přírůstky dividendových výnosů a nárůsty zisků – lehce stoupající čáru s několika, alespoň v posledních 75 letech, vzácnými odchylkami.

Při spekulacích jde o přesný opak, jde o „kousky papírků“, nikoliv o podniky. Nejde o dlouhodobé *držení* finančních nástrojů, ale o krátkodobé *obchodování*, většinou s přesvědčením, že ceny oněch papírků porostou v porovnání s jejich skutečnou hodnotou. Očekávání jedněch, že ceny vybraných akcií porostou více než ostatní akcie, je stejně silné, jako očekávání druhých, že budou stoupat právě ty jejich. Graf reprezentující vývoj ceny akcií je mnohem více

nepravidelný a nárazový než graf, který ukazuje investiční výnosy za stejnou časovou periodu.

Nicméně ostrý rozdíl mezi investicí a spekulací, na který se dnes pozapomíná, je odvěký. Nejlepší moderní definici jasně podal v roce 1936 významný britský ekonom John Maynard Keynes ve svém díle *The General Theory of Employment Interest and Money*¹². Poprvé jsem se s jeho knihou setkal na Princetonu v roce 1950 a odvolával jsem se na ni i ve své disertační práci o industrii podílových fondů.

Keynes definuje *investování* – nazývá ho „podnikáním“ – jako „předpovídání potenciálního výnosu aktiv po celou dobu jejich životnosti“, kdežto *spekulaci* vymezuje jako „předpovídání trhu“. Keynes měl značné obavy z možné situace, kdy profesionální money manažeři nebudou schopni vykompenzovat jednotný postoj věcí neznalých mas zapojených do obrovských veřejných spekulací a přejdou tak od investování ke spekulacím, čímž se stanou sami spekulanty. V předstihu celých sedmdesáti let nás varoval: „Jestliže se podnikání stane pouhou bublinou ve víru spekulací (a) kapitálový rozvoj země se stane vedlejším produktem aktivit jednoho velkého kasina, celé dílo kapitalismu bude pravděpodobně zmařeno.“

V krátkém časovém horizontu jsou investiční výnosy jen minimálně spojeny se spekulativními zisky, ale v horizontu dlouhodobém musí být – a také budou – oba výnosy identické. Nemusíte mi věřit, ale poslechněte si Warrena Buffeta, který to precizně vyjádřil: „Maximum, co mohou vlastníci celkově získat mezi dneškem a dnem posledního soudu je to, co jejich podnik úhrnem vydělá.“ Buffet svou myšlenku ilustruje na veřejně obchodované akciové společnosti Berkshire Hathaway, kterou vedl déle než 40 let. Říká:

12 Obecná teorie zaměstnanosti, úroku a peněz, Česká akademie věd, 1963, překlad Miloš Stádník.

„Jestliže jsou akcie dočasně nadhodnocené nebo podhodnocené vůči hodnotě firmy, omezený počet akcionářů – ať prodávajících nebo nakupujících – obdrží obrovské benefity na úkor těch, kteří s nimi obchodují. *Časem ale musí celkové zisky vyprodukované akcionáři Berkshire Hathaway nezbytně odpovídat obchodním ziskům společnosti,*“ dodává s důrazem.

Jinými slovy, jak jednou řekl Buffetův velký mentor Benjamin Graham, „v krátkodobém horizontu je akciový trh podobný houpačce... (ale) z horizontu dlouhodobého spíše vahám“. My se ale musíme na známé výroky obou pánů dívat z pohledu o krok vpřed. Namísto „celkové zisky vyprodukované akcionáři Berkshire Hathaway nutně musí odpovídat obchodním ziskům společnosti“ řekněme, že „celkové zisky nebo ztráty prodávajících či kupujících – ačkoliv třeba obchodují sem a tam navzájem mezi sebou a tvoří uzavřený kruh – se nevyrovnají stejnoměrně“. Investoři jako celek posbírají zisky Berkshire Hathaway, kdežto spekulanti nikoliv.

Velké běsnění

Jestliže jsou aktéři trhu z převážné většiny *investoři* zaměřeni na ekonomiku podnikání, je hlavní silou společností tvorba solidního zisku z kapitálu investovaného jejich vlastníky, což je to, co popohání akciový trh a udržuje relativně nízkou volatilitu. Pokud je ale trh hnán hlavně *spekulanty*, očekáváním, nadějemi, chamtivostí, strachem a obavami, sentiment účastníků trhu – počínaje optimistickým nadšením, konče nejčernějším pesimismem – nevyhnutelně vytváří kontraproduktivní výkyvy a turbulence, kterých jsme nyní svědky.

Jsou tyto spekulace manažerů fondů a dalších aktérů na trhu nějak prospěšné pro investory? Nebo pro finanční trhy celkově? Nebo pro naši společnost? Jistěže nejsou. Z velmi dlouhodobého pohledu nepochází všechny výnosy vyprodukované akciemi ze *spekulací*, ale z *investic* – produktivní síly kapitálu investovaného do našeho podnikání. Historie říká, že od roku 1900 do roku 2007 činil průměrný roční zisk na akci 9,5 % a pocházel výhradně z *investičního* výnosu – odhadem 4,5 % dividendových výnosů a 5 % růstu zisků. (Dovolují si připomenout, že tento výnos neodráží ani náklady investičních „krupierů“, o kterých jsme hovořili v předešlé kapitole, ani inflaci.)

To, čemu říkám *spekulativní* zisk – anualizovaný dopad jakéhokoliv zvýšení nebo snížení ukazatele P/E (cena akcie / zisk na akcii) nebo násobného P/E – bylo náhodou během tohoto období nula a investoři platili na počátku oné periody něco málo přes 15 dolarů za každý dolar zisku ($P/E = 15$) a přibližně to stejné na konci. Jistě, změny v P/E se během dlouhých period mohou díť, ale jen zřídka-kdy spekulativní *dlouhodobý* zisk k ročnímu investičnímu zisku přidá více než 0,5 % nebo naopak odebere více než 0,5 %.

Poselství je nabíledni: z dlouhodobého pohledu zisky akcií většinou zcela závisí na realitě relativně předpověditelného investičního zisku produkovaného podnikáním. Naprosto nepředpověditelné *vnímání* aktérů trhů, odrážející se v momentálních krátkodobých cenách akcií hnanými za spekulativními zisky, v podstatě nic neznamená. *Ekonomika* kontroluje dlouhodobé zisky aktiv; vliv *emocí*, tak dominantních z krátkodobého pohledu, se vytrácí. A proto říkám, jak jsem i napsal ve své knize *Little Book of Common Investing* (John Wiley & Sons, 2007), že „akciový trh je obrovské odvrácení od investičního podnikání“.

Hra poražených

Rozdíl mezi *skutečným* trhem a trhem *nadějí* patrně nejlépe vystihl Roger Martin, děkan Rotman School of Business na torontské univerzitě. Ve skutečném trhu podnikání utrácí skutečné společnosti skutečné peníze, najímají skutečné lidi a investují skutečný kapitál do skutečného vybavení, aby mohly vyrábět skutečné produkty a poskytovat skutečné služby. Jestliže konkurují se skutečnými znalostmi, produkují skutečný zisk, ze kterého platí skutečné dividendy. Ale aby to bylo možné, je k tomu potřeba skutečné strategie, skutečného odhodlání a vynaložení skutečného kapitálu, nemluvě o požadavcích na skutečnou inovaci a skutečnou prozíravost.

Naproti tomu na trhu nadějí a očekávání jsou ceny stanovené nikoliv na základě skutečnosti, ale na základě očekávání investorů. Tato očekávání jsou dána čísly, která jsou vlastně jakýmsi produktem představ a přání manažerů, jsou lehce ovladatelná a manipulovatelná. Ba co víc, nejen jim dovolujeme, ale jak se zdá přímo podporujeme výkonné manažery, jejichž skutečná práce má být budování skutečných firemních hodnot, sázet na trh nadějí, kde se oceňují a uplatňují jejich akciové obchody. Takové jednání by mělo být ilegální zrovna tak, jako je tomu ve většině profesionálních sportů. Představte si například, co by se stalo, kdyby National Football League nebo National Basketball Association vymezovaly rozpětí, ve kterém by bylo dovoleno sázet na vlastní týmy. Přesto generální manažeři dělají totéž, což je jeden z důvodů, proč akciové trhy deformují náš finanční systém.

Co je tedy vítězná a co ztrátová hra? Sázení na skutečná čísla a skutečné zisky, kupování a dlouhodobé držení akcií? (*Investování*) Nebo sázení na očekávaná čísla, lapání zisků a v podstatě pronajímání akcií než jejich držení? (*Spekulování*) Pokud rozumíte tomu,

jak kurzy v gamblingu zmenšují vaše šance na výhru – ať už v loterii, v Las Vegas, na dostizích nebo na Wall Streetu – ještě víte, zda být spekulantem nebo investorem.

Spekulace mají navrch

Navzdory elementární matematice, která zaručuje převahu investování nad spekulacemi, žijeme dnes v nejspekulativnějším období v historii. Když jsem v jedenapadesátém poprvé vkročil na pole financí, hodnota ročního obratu akcií byla kolem 25 %.¹³ Na této nízké úrovni se držela po dobu dvou dekád, potom začala postupně růst až na 100 % v roce 1998 a blížila se rekordní hranici 143 %, která byla dosažena na konci dvacátých let minulého století. V loňském roce¹⁴ hodnota prudce vylétla k 215 % a pokud bychom přidali značné objemy spekulací s fondy obchodovatelnými na burzách (tzv. ETF), dosáhla by 284 %.

Podívejme se na příklad jednoho z nových finančních nástrojů, který je typickým představitelem náhlého dramatického vzestupu spekulací. V roce 1955, kdy celková tržní kapitalizace indexu S&P 500 byla 220 miliard dolarů, ještě neexistovaly ani futures,¹⁵ ani opce, instrumenty, které by dovolovaly aktérům na trzích spekulovat na cenu indexu (nebo se proti ní zabezpečovat). Poté byly vytvořeny indexové futures a opce – marketingová bonanza pro pole financí. Tyto nové produkty umožnily mnohem snáze nejen „sázet“ na trhy, ale také

13 „Obratem“ rozumějte procentuální počet obchodovaných akcií z celkového počtu akcií v oběhu.

14 Jedná se o rok 2008 – pozn. překl.

15 *Futures* jsou kontrakty, na základě kterých se smluvní strany zavazují koupit (resp. prodat) určitý objem konkrétního podkladového aktiva v konkrétním termínu – pozn. překl.

využívat pákového efektu. Počátkem roku 2008 dosahovala hodnota těchto derivátů indexu S&P 500 – futures a opcí – celkem 29 bilionů dolarů, tedy více než *dvojnásobek* 13 bilionů dolarů tržní hodnoty samotného indexu S&P 500. Tržní očekávání by potom minimálně zdvojnásobilo hodnotu skutečného trhu, a to dokonce i tehdy, když by nejvyšší aktivita obratu samotných akcií indexu S&P 500 nebyla tak dominantní jako ve spekulativním obchodování.

Tento jednoduchý příklad ukazuje, že spekulace je ztrátová hra. Předpokládejme, že polovina akcií firem z indexu S&P 500 je dlouhodobě držena investory, kteří vůbec neobchodují, a druhá polovina je držena spekulanty, kteří obchodují výhradně mezi sebou. Z podstaty věci tedy investoři jako skupina získají hrubý vyšší výnos indexu a spekulanti z důvodů nákladů zachytí jen nízký čistý zisk. Z toho vyplývá evidentní závěr: *investoři vítězí, spekulanti prohrávají*. Není jiného zbylí. Mánie spekulantství, které jsme dnes svědky, aktérům trhů neprospívá. Slouží pouze Wall Streetu.

Černé labutě a tržní zisky

Jakmile se ceny akcií významně odchýlí od skutečnosti – tedy od skutečných vnitřních hodnot společností – může být vzniklý rozdíl sladěn *jen a pouze* ve prospěch skutečnosti. Není jednoduše možné z krátkodobého pohledu zvýšit hodnotu reality. Budovat v konkurenčním prostředí korporátní hodnoty je náročný úkol a dlouhodobá záležitost. A přesto, kdykoliv se ceny akcií odtrhnou od skutečné hodnoty společnosti a začne se vytvářet bublina, houfy tržních par-

ticipantů najednou očekávají vzrůst hodnoty podniků, a tím i odůvodnění růstu ceny akcií, i když je to vždy přesně naopak.

Je to klasický příklad spekulativního uvažování investorů, kteří ignorují nepravděpodobné a nevyhnutelné situace. A potom přijde den, jako byl 19. říjen 1987, kdy se opět potvrzují věčné pravdy *skutečného* trhu. V tento jediný den, který vešel ve známost jako černé pondělí, Dow Jones Industrial Average propadl z hodnoty 2 246 bodů na 1 738, ohromné oslabení během jediného dne o 508 bodů nebo 25 %, chcete-li. Tak obrovský propad během tak krátkého času se ještě nikdy neodehrál. Pád byl téměř dvojnásobný oproti pádu z 24. října 1929, kdy trh poklesl o 13 % a černý čtvrtek tak přinesl varování, že velká hospodářská krize je za dveřmi.

Ze svého dřívějšího vrcholu až do uzavření trhu v osudové černé pondělí roku 1987 byl z celkové hodnoty amerického akciového trhu vymazán zhruba bilion dolarů. Téměř všichni hráči na trhu byli šokováni. Ale proč? Na akciovém trhu se přece může stát *cokoliv* – a já tvrdím, že dnes to platí více než kdykoliv jindy před tím.

Změny v povaze a struktuře finančních trhů a radikální posun myšlení jejich účastníků dělají šokující a nečekané odchylky stále pravděpodobnějšími. Ohromné pohyby trhů, kterých jsme byli v nedávných letech svědky, to potvrzují. V padesátých a šedesátých letech minulého století byly denní odchylky v ceně akcií o 2 % překonány jen třikrát až čtyřikrát do roka. Ale jen za sedm měsíců roku 2008, k 30. červenci, jsme takových pohybů mohli vidět pětatřicet: 14 nahoru, 21 dolů. Pokud bychom vycházeli z minulých zkušeností, pravděpodobnost takového scénáře byla... *nulová*.

Nejenže je tedy spekulace ztrátová hra, ale je to hra, jejíž výsledek nelze nikdy s jistotou předvídat. Zákony pravděpodobnosti pro finanční trhy neplatí. U trhů hnanými spekulacemi není absolutně

žádný důvod očekávat, že jen proto, že se něco stalo v minulosti, může se to stát i v budoucnosti. Řečeno metaforou: *skutečnost, že jediné labutě, které jsme doposud viděli, jsou bílé, neznamena, že neexistují černé labutě*. Pro důkaz nemusíme chodit daleko, stačí se podívat na právě zmiňované černé pondělí. Byla to událost naprosto nepředvídatelná, mimo veškerou historickou zkušenost a její dopady byly zrovna takové. Tato událost byla předzvěstí největšího býčího trhu v doposud známé historii. Jeden tedy nikdy neví.

Nassim Nicholas Taleb zachytil tuto myšlenku ve své knize *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable* (Random House, 2007).¹⁶ Taleb ale pouze potvrzuje to, co už víme. A sice, že na finančních trzích jsou nepravděpodobné situace vlastně vysoce pravděpodobné (nebo jak Taleb poznamenává, vysoce pravděpodobné je naprosto nepravděpodobné). Přesto však mnoho z nás – amatérů, profesionálů, investorů, poradců a manažerů – stále hledí kupředu se zdánlivou jistotou, že minulost je ve finančních trzích vlastně jakýsi prolog, založený na předpokladech, že pravděpodobnosti uznávané historií přetrvávají. Prosím, prosím, prosím: *Nespoléhejte na to*.

Černé labutě a investiční zisky

Denní výkyvy tržních zisků nemají nic společného s dlouhodobým nárůstem investičních hodnot. Zatímco na krátkodobě orientovaných a spekulativních finančních trzích je nespočet černých labu-

¹⁶ Taleb definuje „černou labuť“ jako (1) neočekávanou a nepředvídatelnou událost, neboť její možnost nevyplývá z žádných dosavadních zkušeností, (2) událost, která má obrovský účinek, (3) událost, která se i přes svou nepředvídatelnost stává (díky lidské potřebě vysvětlovat a kategorizovat) dodatečně a zpětně vysvětlitelnou a téměř logickou. Tedy události, které jsou vzácné, extrémní a retrospektivně zdánlivě předpověditelné. A život je takových událostí plný, zvláště na finančních trzích!

tí, v dlouhodobě orientovaných investičních ziscích generovaných americkým akciovým trhem nejsou *žádné*. Proč? Protože podniky využívají kapitál efektivně, očekávají změny a včas na ně reagují přízpůsobením výroby zboží a služeb. Pravda je, že čelíme cyklickým výkyvům ekonomiky, periodické recesi a mimořádně i krizi. Ale americký kapitalismus ukázal pozoruhodnou odolnost a schopnost vytrvale pracovat i za tvrdých časů, pokračovat v růstu zisků a placení dividend, které rostou stejným krokem jako naše ekonomika.

Vždycky však existuje vážné riziko, že spekulace v naší nestálé finanční ekonomice (emoce) mohou kontaminovat naši produktivní ekonomiku (podnikání). Velký americký ekonom Hyman Minsky zasvětil většinu kariéry hypotéze finanční nestability, kdy říká, že „stabilita vede k nestabilitě“.

Finanční trhy nebudou reagovat jen na profitem hnanou poptávku lídrů podnikání a individuálních investorů, ale v konečném důsledku také na finanční společnosti hledající rovněž svůj profit. Snad nikde nejsou vývoj, změny a schumpeteriánské podnikání¹⁷ tak viditelné, jako v bankovníctví a finančnictví vůbec a nikde není honba za ziskem jasnějším prvkem k zavádění změn.

Dlouho před vytvořením nedávné vlny komplexních finančních produktů Minsky vyzoroval, že finanční systém je mimořádně náchylný k inovacím. Všiml si symbiotického vztahu mezi financemi a průmyslovým rozvojem, ve kterém „finanční evoluce hraje zásadní roli v dynamických ekonomických modelech“. Jestliže se kapitalismus správy peněz stane v osmdesátých letech (minulého století) realitou a institucionální investoři se stanou největšími de-

17 Odkaz na dílo významného ekonoma Josepha Schumpetera, jehož analýzy o roli podnikání jako hnací síly ekonomického růstu jsou nyní přijaty jako součást obecně uznávaných názorů. (Josef Schumpeter se narodil 8. 2. 1883 v Třešti na Moravě – pozn. překl.)

pozitáři úspor v zemi, začnou vyvíjet a uplatňovat jejich vliv na náš finanční trh a řízení našeho podnikání.

Krise v našem finančním systému, která se poprvé stala citelnou v polovině roku 2007, byla silným varováním Minského prozíravosti. Jedním z několika málo aktérů trhu, který vypadal, že ví, co se začíná dít, byl Jeremy Grantham, velmi vnímavý člověk a jeden z největších profesionálních investorů. Svůj brilantní esej vydaný na konci roku 2007 nazval „Zhroucení Minského“. S kolapsem akcí státem sponzorované Fannie Mae a Freddie Mac a oficiálním převzetím zodpovědnosti Ministerstvem financí USA za jejich dluhy o necelých šest měsíců později nebylo pochyb, že došlo na Granthamovu predikci. Jen čas ukáže, jestli toto zhroucení Minského bude pouze cyklické, nebo dlouhodobé.

Želvy vyhrávají

Přes veškerý svůj spekulativní charakter nám finanční trhy poskytují likvidní nástroj, který nám usnadňuje vlastnictví podniků a investování našich úspor. Co tedy dělat v investičním světě plném spekulací, výjimek, extrémů a zpětného předvídání? Peter L. Bernstein, uznávaný investiční stratég, ekonom, autor bestsellerů a držitel mnoha pozoruhodných ocenění, zmínil v roce 2001 v eseji nazvané „Řešení 60/40“ (60 % akcií, 40 % dluhopisů) strategii investičních želv, kterou upřednostnil před strategií spekulativních zajců:

V investování mají želvy tendenci vyhrávat mnohem častěji než zajáci na obrotech tržních cyklů... Velká sázka na nezná-

mou budoucnost je horší než hazard, protože v hazardu alespoň znáte svoje šance. V životě má většina chamtivostí motivovaných rozhodnutí smutné konce.

Zající vyhrávají (Ale jak je to možné?)

Jen o pár let později Bernstein změnil názor. Pokusím se ve stručnosti říci podstatu jeho impozantního článku, který byl v březnu 2003 uveřejněn v *Economics & Portfolio Strategy*.

O budoucnosti vlastně nic nevíme. Neexistuje žádná záruka, že se bude v nějakém tvaru, formě či sérii historická zkušenost opakovat. Nejenže je očekávaný zisk z akcií nízký, ale nebere ani v potaz abnormality objevující se v dnešním investičním prostředí. Žijeme v bezprecedentní době.

Zbavme se extra nákladů dlouhodobých optimalizací a přenechejme roli krátkodobým silám. Spolehněme se na bipolární portfolio s jedním segmentem pro dobré zprávy a druhým pro zprávy špatné, sestavené z těch nejvíce volatilních druhů aktiv, a nechejme je dělat jejich práci. Vybudujme kolem akcií hradbu z futures na zlato, z nemovitostí, nástrojů denominovaných v cizích měnách, protiinflačně chráněných dluhopisů (TIPS Treasury Inflation-Protected Securities) a dlouhodobých obligací.

A teď třesnička na dortu: nic z toho nedělejte permanentně. Příležitosti a rizika přicházejí a odcházejí. Měňte často alokace. Buďte flexibilní. Investiční styl „nakup a drž“ je minulostí – budoucnost je v časování trhu.

Klaním se Peteru Bernsteinovi za jeho odvahu vkročit, takřkajíc celý v červeném, do arény s býky – a medvědy – a nesmírně ho obdivuji za pokus sloučit neslučitelné. I když je v jeho doporučení určitá hodnota, bude asi těžké ji implementovat do praxe. To, co doporučuje, je vlastně podle mého soudu spekulace. A to je ztrátová hra.

Rizika časování trhu

Ať už je časování trhu motivováno chamtivostí, strachem nebo čímkoliv jiným, faktem je, že pro investory *žádné časování trhu neexistuje*. Ať se děje co se děje, investoři vlastní celé portfolio trhu. Pokud si jeden investor půjčí od Petra (nezamýšlím tím žádné slovní hříčky!), aby zaplatil Pavlovi a další udělá to stejné, ale opačně, z celkového pohledu na tržní portfolio se nic neděje. Takový transfer mezi účastníky trhu je vlastně čistá spekulace.

Každý investor má samozřejmě příležitost realizovat zisk výstupem z trhu. Ale na jakých logických základech postavit načasování pro výstup? Na přesvědčení o pravděpodobném zisku akcií?¹⁸ Na znepokojení ze *známých* rizik, které se již pravděpodobně odráží v tržních cenách? Na znepokojení z *neznámých* rizik? (To by byl nelehký úkol, vytušit netušené.) Jak říká Bernstein, „příležitosti i rizika se objevují a ztrácí rychle“. S tímto tvrzením souhlasím. Ale lidské emoce a nedostatky v chování mluví proti jejich využívání. Se

18 Ziskem z akcií je myšlena částka, při které roční výnosy na akcii převyšší – nebo se očekává, že převyšší – bezrizikovou míru zisku (obvykle americké státní dluhopisy).

mnou můžete počítat jako s jedním z těch, kdo nevěří, že časování trhu funguje.

Nezapomeňte, že váš úspěch a *správné* načasování není nic jiného než moje ubohé pochybení a tedy *nesprávné* načasování trhu. Jinak řečeno, pokaždé musí být někdo na druhé straně obchodu. Na základě mých celoživotních zkušeností v tomto byznysu jsem hluboce skeptický ke všem formám spekulací, včetně časování trhu. Neznám nikoho ze současnosti ani historie, kdo by to dovedl úspěšně dělat. Vlastně ani neznám nikoho, kdo by znal někoho, komu by se dařilo trvale, úspěšně a s kladnými výsledky časovat trh.

Je nesmírně obtížné udělat alespoň jedno *správné* načasování trhu. Ale vy ho musíte udělat dvakrát. *Vystoupit* včas z trhu znamená *vstoupit* později a na mnohem výhodnější úrovni. Ale kdy? To mi bude muset někdo vysvětlit. Pokud jsou šance na jedno *správné* rozhodnutí kvůli nákladům menší než 50 ku 50, šance na dvě *správná* rozhodnutí jsou dokonce menší než jedna ku čtyřem. A šance řekněme na dvanáct *správně* načasovaných rozhodnutí, což by pro strategii založenou na časování trhu nemělo být nijak přemrštěné, vypadají jako předem odsouzené k nezdaru. Teoreticky by se vám během dvaceti let dostalo jen jedné šance na výhru ze 4 096 (a to dokonce, i když ignorujeme negativní dopad transakčních nákladů).

Jedna šance ze 4 096? Jsou do dobré vyhlídky na sázku? Stačí, když řeknu, že Warren Buffet si to nemyslí. V polovině roku 2008 bylo oznámeno, že Buffet uzavřel ne zcela nepodobnou sázku. Vsadil 320 000 dolarů proti Protégé Partners, firmě, která spravuje fondy hedgových fondů, že během deseti let převýší zisk vlajkového fondu Vanguard 500 Index Fund společný zisk pěti hedgových fondů vybraných experty Protégé, tedy fondů, které nejsou nijak regulované, mají možnost časovat trh a spekulovat. Jistě, v tomto případě jsem zaujatý, ale je to sázka, do které bych dokonce i já rád

vložil vlastní peníze. (Mimořádně, ať vyhraje kdokoli, částky obou stran ve výši milionu dolarů včetně výnosů budou věnovány na charitativní účely.)

Rovnováha

Samozřejmě, trhy potřebují spekulanty – finanční podnikatele, obchodníky, krátkodobé obchodníky, kaskadéry netrpělivě hledající a využívající anomálií a nedokonalostí na trzích za účelem získání profitu. Stejně tak ale trhy potřebují investory – finanční konzervativce, dlouhodobé držitele akcií, kteří chovají velkou úctu k tradičním hodnotám disciplinovanosti, stability, bezpečnosti a zásadám zdravého investování. Ovšem mezi těmito dvěma tábory je potřeba rovnováhy; podle mého soudu jsou dnešní silné tržní turbulence jednou z cen, které za její udržení platíme.

Většina témat z předešlého odstavce se objevuje v brilantních memoárech z roku 2001 *O penězích a trzích*, sepsaných ekonomem a investorem Henry Kaufmanem, jedním z nejmoudřejších z moudrých v celé historii Wall Streetu. Dr. Kaufman sdílí moje znepokojení vyjádřením vlastních obav o privatizaci Wall Streetu, globalizaci finančnictví a transformaci trhů. V poslední kapitole svého díla shrnuje tyto obavy takto:

Důvěra je základním kamenem většiny vztahů v životě. Finanční instituce a trhy musí být také založeny na základech důvěry... Neomezené finanční podnikání se může stát nepřiměřené až škodlivé a může vést k vážným zneužitím a pošlapáním základních práv a morálních hodnot finančního

systemu. Taková zneužití oslabují národní finanční strukturu a podkopávají důvěru veřejnosti ve finančnictví... Pouze zlepšením rovnováhy mezi podnikatelskými inovacemi a tradičními hodnotami můžeme zlepšit poměr mezi prospěchem a náklady v našem ekonomickém systému... Regulátoři a lídři finančních institucí musí jít příkladem.

Nemohu než souhlasit. Je naší chybou, že jsme tyto problémy, které položily základy dnešní krize, neřešili již dříve. Najednou jsme všichni znepokojeni momentálním triumfem krátkodobých spekulací na finančních trzích, kvůli nimž máme daleko větší přímé náklady u dlouhodobých investic, ze kterých tím pádem nemáme téměř nic. Je však na dnešních aktérech na trzích, stejně jako na regulátorech a vysokoškolských akademících, aby společně pracovali na znovuoobnovení tržní rovnováhy a návratu finančního konzervatismu ke svému legitimnímu statutu. Abych parafrázoval dříve citované obavy vyslovené lordem Keynesem, „hazard, kterému dnes čelíme, se stal pouhou bublinou ve víru spekulací, což znamená, že dílo kapitalismu je zmařeno“.