Investice do akcií

běh na dlouhou trať

Jeremy Siegel

- výnosy finančních aktiv za posledních více než 200 let
- úspěšnost různých finančních strategií
- faktory ovlivňující ceny akcií a investiční výnosy
- nové trendy v investování
- zásady budování bohatství pomocí akcií

finance

GRADA®

GRADA®

Investice do akcií

běh na dlouhou trať

Jeremy Siegel

finance

Grada Publishing

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.***

Edice Investice

Jeremy Siegel

Investice do akcií

běh na dlouhou trať

Přeloženo z anglického originálu Stocks for the Long Run.
Published by McGraw-Hill Companies, Inc.

Překlad Bc. Radomír Čížek

Vydala GRADA Publishing, a.s.
U Průhonu 22, Praha 7 jako svou 4616. Publikaci

Foto na obálce allphoto.cz
Realizace obálky Jan Dvořák
Sazba Jan Šístek
Odpovědný redaktor Ing. Jan Sůsa, CSc.
Počet stran 296
První vydání, Praha 2011
Vytiskly Tiskárny Havlíčkův Brod, a.s.

© GRADA Publishing, a. s., 2011

ISBN 978-80-247-3860-4 (tištěná verze)
ISBN 978-80-247-7275-2 (elektronická verze ve formátu PDF)
ISBN 978-80-247-7276-9 (elektronická verze ve formátu EPUB)

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

Obsah

Úvod **11**

Předmluva **13**
Nový materiál ve čtvrtém vydání 13
Závěrečné poznámky 14

1. část: Verdikt dějin **17**

1. Výnosy akcií a dluhopisů od roku 1802 . . . . . **17**
„Každý by měl být bohatý“ 17
Výnosy finančního trhu od roku 1802 18
Dlouhodobá výkonnost dluhopisů 20
Konec zlatého standardu a cenové stability 21
Celkové reálné výnosy 23
Interpretace výnosů 24
Krátkodobé výnosy a volatilita 25
Reálné výnosy pevně úročených aktiv 26
Propad ve výnosech pevně úročených aktiv 27
Celosvětové výnosy akcií a dluhopisů: Globální akcie v dlouhém období 29
Shrnutí: Akcie na dlouhé období 30
Dodatek 1: Akcie od roku 1802 do 1870 31
Dodatek 2: Aritmetické a geometrické výnosy 32

2. Riziko, výnosy a složení portfolia **33**
Měření rizika a výnosů 33
Riziko a doba držení 33
Výnosy investorů z tržních vrcholů 35
Standardní měření rizika 36
Měnící se korelace mezi výnosy akcií a dluhopisů 38
Efektivní hranice 40
Doporučená složení portfolia 41
Inflačně vázané dluhopisy 42
Shrnutí 42

3. Akciové indexy – Zástupci trhu **43**
Tržní průměry 43
Indexy Dow Jones 43
Výpočet indexu Dow Jones 45
Dlouhodobé trendy v indexu Dow Jones 46
Vyvarujte se použití linií trendu pro předvídání budoucích výnosů 46
Cenově vážené indexy 47
Index Standard & Poor´s ***47***
Index Nasdaq 48
Další akciové indexy: Centrum pro výzkum cen cenných papírů (CRSP) 49
Zkreslení výnosů akciových indexů 50
Dodatek: Co se stalo s původní dvanáctkou z Dow Industrials? 51

4. Index S&P 500: Půlstoletí americké korporátní historie **53**
Sektorová rotace v indexu S&P 500 53
Nejvýkonnější společnosti 58

Jak se špatné firemní zprávy stávají dobrými zprávami pro investory 59
Nejvýkonnější přeživší společnosti 60
Další společnosti, které se proměnily ve zlato 61
Nadvýkonnost původních společností z indexu S&P 500 62
Shrnutí 63

5. Dopad daní na výnosy akcií a dluhopisů: Akcie mají náskok 65
Historické daně z příjmu a kapitálových zisků 65
Celkový index po zdanění 65
Přínosy odložení daně z kapitálových zisků 68
Inflace a daň z kapitálových zisků 69
Stále příznivější daňové podstavení akcií 70
Akcie nebo dluhopisy na účtech s odloženou daní? 71
Shrnutí 71
Dodatek: Historie daňového zákoníku 72

6. Pohled investorů na akcie: Jak vrtošivé trhy překonávají historická fakta 75
Starší názory na investování do akcií 76
Dopad práce Edgara L. Smithe 77
Teorie investování do běžných akcií 78
Radikální posun v mínění 79
Pokrizový názor na akciové výnosy 79
Počátek velkého býčího trhu 81
Varování před přespekulováním 82
Vrchol bubliny 84
Medvědí trh a jeho následky 84

2. část: Ocenění, investiční styly a globální trhy 87

7. Akcie: zdroje a měřítka tržní hodnoty 87
Špatné znamení se vrací 87
Ocenění hotovostních toků z akcií 89
Zdroje hodnoty akcionářů 89
Hodnota akcie v souvislosti s dividendovou politikou 91
Pojetí zisků 92
Metody ohlašování zisků 93
Spor o zaměstnanecké akciové opce 94
Zaměstnanecké akciové opce snižují rizika pro akcionáře 95
Rozpory v účtování penzijních nákladů 95
Penzijní plány s definovanou dávkou* a s definovaným příspěvkem** 95
Problémy a rizika v penzijních plánech s definovanou dávkou 96
Jádrové zisky Standard & Poor´s 96
Kvalita zisků 97
Klesající sklony zisků 98
Historická měřítka pro oceňování trhu 98
Poměry ceny a zisku (P/E) 99
Poměry P/E a budoucí akciové výnosy 100
Fed Model, ziskové výnosy a výnosy dluhopisů 101
Zisky korporací a hrubý domácí produkt 103
Účetní hodnota, tržní hodnota a Tobinovo Q 104
Tržní hodnota vzhledem k HDP a dalším ukazatelům 106
Shrnutí 107

8. Dopad hospodářského růstu na tržní ocenění a blížící se stárnutí populace . . . 109
Růst HDP a akciové výnosy . . . 109
Gordonův model růstu dividend . . . 110
Hospodářský růst a akciové výnosy . . . 111
Faktory, které zvyšují měřítka ocenění . . . 113
Faktory ovlivňující očekávané výnosy . . . 113
Riziková prémie akcií . . . 114
Stabilnější ekonomika . . . 115
Nový ospravedlnitelný poměr P/E . . . 116
Stárnutí populace . . . 116
Osudná demografie . . . 117
Bankrot vládních a soukromých penzijních systémů . . . 118
Zvrat ve sto let trvajícím trendu . . . 118
Globální řešení: Příležitost jak vydělat . . . 118
Půvab amerického kapitálu . . . 120
Shrnutí . . . 120

9. Překonávání trhu: Význam velikosti, dividendových výnosů a poměru P/E . . . 121
Akcie, které překonávají trh . . . 121
Akcie malých a velkých společností . . . 122
Trendy ve výnosech malých společností . . . 123
Ocenění . . . 124
Hodnotové akcie nabízejí vyšší výnosy než růstové akcie . . . 124
Dividendové výnosy . . . 125
Další dividendové strategie . . . 127
Poměry ceny a zisku (P/E) . . . 129
Poměry ceny a účetní hodnoty (P/B) . . . 130
Kombinace kritérií velikosti a ocenění . . . 131
První veřejná nabídka akcií (IPO): Znepokojivé celkové výnosy nových malých růstových firem . . . 133
Povaha růstových a hodnotových akcií . . . 135
Vysvětlení efektu velikosti a ocenění . . . 135
Hypotéza hlučného trhu . . . 136
Shrnutí . . . 136

10. Globální investování a vzestup Číny, Indie a rozvíjejících se trhů . . . 139
Světová populace, produkce a akciové společnosti . . . 139
Cykly na zahraničních trzích . . . 139
Bublina na japonském trhu . . . 141
Bublina na rozvíjejících se trzích . . . 142
Nové tisíciletí a technologická bublina . . . 143
Diverzifikace na světových trzích . . . 144
Zásady diverzifikace . . . 144
„Efektivní“ portfolia: Formální analýza . . . 144
Měli byste zajišťovat měnové riziko? . . . 147
Sektorová diverzifikace . . . 148
Sektorové rozdělení ve světě . . . 149
Soukromý a veřejný kapitál . . . 151
Svět v roce 2050 . . . 152
Shrnutí . . . 155
Dodatek: Největší neamerické společnosti . . . 155

3. část: Jak ekonomické prostředí ovlivňuje akcie . . . 159

11. Zlato, měnová politika a inflace . . . 159
Peníze a ceny . . . 160
Zlatý standard . . . 161
Založení Federal Reserve . . . 162
Pád zlatého standardu . . . 162
Měnová politika po opuštění zlatého standardu . . . 164
Federal Reserve a tisk peněz . . . 165
Jak zásahy Fedu ovlivňují úrokové sazby . . . 165
Akcie jako zajištění proti inflaci . . . 167
Proč akcie selhávají jako krátkodobé zajištění proti inflaci . . . 168
Vyšší úrokové sazby . . . 168
Neneutrální inflace: Efekty na straně nabídky . . . 170
Zkreslení inflace v úrokových nákladech . . . 171
Daně z kapitálových zisků . . . 172
Shrnutí . . . 172

12. Akcie a hospodářský cyklus . . . 173
Kdo ohlašuje hospodářské cykly? . . . 174
Výnosy akcií okolo bodů obratu hospodářského cyklu . . . 176
Zisky z časování hospodářského cyklu . . . 178
Jak těžké je předvídat hospodářské cykly? . . . 179
Shrnutí . . . 182

13. Když světové události ovlivňují finanční trhy . . . 183
Co hýbe trhem? . . . 184
Nejistota a trh . . . 186
Demokraté a republikáni . . . 187
Akcie a válka . . . 188
Světové války . . . 191
Konflikty po roce 1945 . . . 192
Shrnutí . . . 193

14. Akcie, dluhopisy a příval ekonomických dat . . . 195
Ekonomická data a trh . . . 195
Zásady reakcí trhu . . . 196
Informační obsah uveřejňovaných dat . . . 196
Hospodářský růst a ceny akcií . . . 197
Zpráva o zaměstnanosti . . . 198
Kalendář zpráv . . . 199
Zprávy o inflaci . . . 200
Jádrová inflace . . . 201
Náklady na zaměstnance . . . 201
Dopad na finanční trhy . . . 202
Politika centrální banky . . . 202
Shrnutí . . . 203

4. část: Výkyvy akcií v krátkém období . . . 205

15. Vzestup burzovně obchodovaných fondů, indexových futures a opcí . . . 205
Burzovně obchodované fondy . . . 205
Futures na akciové indexy . . . 206
Základy trhů s futures . . . 208

Indexová arbitráž . . . 210
Předvídání otevíracích cen v New Yorku díky obchodování na Globexu . . . 210
Double a triple witching . . . 212
Margin a obchodování s pákovým efektem . . . 212
Použití ETF nebo futures . . . 213
Kam uložit vaše indexové investice: ETF, futures nebo indexové podílové fondy? . . . 213
Indexové opce . . . 215
Nákup indexových opcí . . . 217
Prodej indexových opcí . . . 217
Význam indexových produktů . . . 218

16. Tržní volatilita . . . 219
Krach akciového trhu v říjnu 1987 . . . 219
Příčiny krachu z října 1987 . . . 222
Politika měnového kurzu . . . 222
Trh s futures . . . 223
Narušitelé okruhu . . . 224
Podstata tržní volatility . . . 225
Historické trendy volatility akcií . . . 226
Index volatility (VIX) . . . 228
Nízká volatilita v nedávné minulosti . . . 229
Výskyt velkých denních změn . . . 230
Ekonomie tržní volatility . . . 231
Význam tržní volatility . . . 232

17. Technická analýza a investování s trendem . . . 233
Charles Dow, technický analytik . . . 233
Náhodnost cen akcií . . . 234
Simulace náhodných cen akcií . . . 235
Trendující trhy a cenové zvraty . . . 235
Klouzavé průměry . . . 237
Testování strategie klouzavých průměrů na indexu Dow Jones . . . 238
Zpětné testování 200denních klouzavých průměrů . . . 239
Strategie klouzavých průměrů na indexu Nasdaq . . . 241
Rozdělení zisků a ztrát . . . 242
Momentové (setrvačnostní) investování . . . 243
Shrnutí . . . 244

18. Kalendářní anomálie . . . 247
Sezónní anomálie . . . 247
Lednový efekt . . . 248
Příčiny lednového efektu . . . 250
Zeslábnutí lednového efektu v posledních letech . . . 251
Vysoké měsíční výnosy . . . 251
Zářijový efekt . . . 251
Další sezónní výnosy . . . 254
Efekty jednotlivých dnů v týdnu . . . 256
Co má investor dělat? . . . 257

19. Behaviorální finance a psychologie investování . . . 259
Bublina informačních technologií 1999–2001 . . . 259
Behaviorální finance . . . 261
Módní výstřelky, sociální dynamika a akciové bubliny . . . 262

Extrémně aktivní obchodování, přehnaná sebejistota a reprezentativní chyba . 264
Teorie perspektivy, odpor vůči ztrátám a setrvání ve ztrátových obchodech . . . 266
Pravidla jak se vyhnout behaviorálním nástrahám 268
Krátkodobý odpor vůči ztrátám, monitorování portfolia a riziková prémie akcií . 269
Kontrariánské investování a investorův pocit 270
Strategie ke zlepšení výnosů portfolia 270
Akcie v nemilosti a strategie Dow 10 272

5. část: Budování bohatství pomocí akcií 275

20. Výkonnost fondů, indexování a překonání trhu 275
Výkonnost akciových podílových fondů. 276
Nalezení schopných portfolio manažerů 279
Udržení výjimečných výnosů. 280
Příčiny podvýkonnosti spravovaných peněz 280
Trocha vědomostí je nebezpečná věc. 281
Prospěch ze zasvěceného obchodování. 281
Jak náklady ovlivňují výnosy 282
Rostoucí popularita pasivního investování 282
Nástrahy kapitalizačně váženého indexování 283
Fundamentálně vážené versus kapitalizačně vážené indexování 284
Historie fundamentálně vážené indexace 286
Shrnutí. 287

21. Strukturování portfolia pro dlouhodobý růst 289
Praktická stránka investování 289
Průvodci úspěšným investováním. 290
Implementace plánu a role investičního poradce 292
Závěrečný komentář 293

O autorovi 295

Úvod

Někteří lidé považují proces shromažďování dat za k smrti nudný. Jiní na něj pohlížejí jako na výzvu. Jeremy Siegel ho proměnil v umění. Můžete pouze obdivovat rozsah, srozumitelnost a zřetelné nadšení, se kterým profesor Siegel přináší důkazy pro obhajobu svého pohledu na investování do akcií v dlouhém období.

Tato kniha však přináší daleko více, než její titulek napovídá. Naučíte se při její četbě mnoho o ekonomické teorii, ozdobené fascinujícími dějinami kapitálových trhů i americké ekonomiky. Využitím historie pro dosažení maximálního efektu, profesor Siegel dává číslům život a smysl, kterého by se jim nikdy nedostalo v méně přesvědčivém podání. Navíc, odvážně bojuje bitvy se všemi historickými epizodami, které by mohly odporovat jeho tvrzením a vychází z nich vítězně – a to včetně bláznivých 90. let.

V tomto čtvrtém vydání, Jeremy Siegel pokračuje ve své bohaté a znamenité tvorbě vysoce ceněných děl o tom, jak nejlépe investovat na akciovém trhu. Jeho příspěvky na téma behaviorálních financí, globalizace a burzovně obchodovaných fondů obohatily původní materiály se svěžím pohledem na tato důležitá témata. Revize uvnitř knihy přidaly další konkrétní cenný materiál a účinné nové argumenty pro jeho přístup k investování na dlouhé období. Ať již jste v oblasti investování začátečník nebo zkušený profesionál, přečtením této knihy se naučíte mnoho nového.

Jeremy Siegel se nikdy nebojí a jeho argumenty v tomto novém vydání ukazují, že je stejně odvážný jako vždy. Nejzajímavějším rysem celé knihy jsou jeho dvojí závěry s dobrými zprávami a špatnými zprávami. Za prvé, dnešní globalizovaný svět opravňuje vyšší průměrné poměry ceny a zisku (P/E), než v minulosti. Vyšší poměry P/E však nejsou příliš výhodné, protože by měly znamenat, že průměrné výnosy budou v budoucnosti nižší, než jaké byly v minulosti.

Nebudu se přít s předpovědí vyřčenou z tohoto hlediska. Podobné případy by však mohly být učiněny i v jiných prostředích v minulosti, tragických prostředích stejně jako ve veselých. Jedna z velkých lekcí dějin nám říká, že žádné ekonomické prostředí nepřežilo dlouhé období. Nemáme ponětí o tom, jaké druhy problémů nebo vítězství leží ve vzdálené budoucnosti, řekněme 20 let nebo více ode dneška, před námi, a jaký dopad budou mít tyto síly na příslušné poměry P/E.

To je naprostá pravda. Nejdůležitější postřeh profesora Siegela ohledně budoucnosti přesahuje jeho kontroverzní předpověď vyššího průměrného P/E a nižší dosažené výnosy. „Přestože tyto výnosy mohou být vzhledem k minulosti nižší," píše, „existuje přesvědčivý důvod věřit, že akcie zůstanou nejlepší investicí pro všechny, kteří hledají stabilní dlouhodobé výnosy."

„Přesvědčivý důvod" je zdrženlivé vyjádření. Riziková prémie získávaná z akcií během dlouhého období *musí* zůstat nedotčená, pokud má systém zůstat zachován. V kapitalistickém systému dluhopisy nemohou a neměly by překonávat v dlouhém období akcie. Dluhopisy jsou smluvním závazkem vymahatelným u soudu. Akcie svým vlastníkům nic neslibují – jsou rizikovou investicí zahrnující vysoký stupeň důvěry do budoucnosti. Akcie tudíž nejsou neodmyslitelně „lepší" než dluhopisy, ale vyžadujeme vyšší akciové výnosy, které kompenzují jejich zvýšené riziko. Pokud by byly očekávané dlouhodobé

výnosy dluhopisů vyšší, než očekávané dlouhodobé výnosy akcií, aktiva by byla oceněna tak, že podstoupené riziko by nepřineslo žádnou odměnu. Toto je neudržitelná podmínka. Akcie musí zůstat „nejlepší investicí pro všechny, kteří hledají stabilní dlouhodobé výnosy“ nebo se náš systém bude chýlit ke konci, a s velkým třeskem, a nikoli bezbolestně.

Peter Bernstein

Předmluva

Napsal jsem první vydání *Investic do akcií – běh na dlouhou trať* se dvěma cíli: zdokumentovat výnosy hlavních tříd finančních aktiv za poslední dvě století a nabídnout strategie, které maximalizují růst dlouhodobého portfolia. Můj výzkum definitivně ukázal, že během dlouhých časových období, výnosy akcií nejenže překonaly výnosy všech ostatních finančních aktiv, ale byly daleko bezpečnější a lépe předvídatelné než výnosy dluhopisů, bereme-li v úvahu inflaci. Uzavřel jsem ji tím, že akcie byly jednoznačnou volbou pro investory hledající dlouhodobý růst.

Jsem poctěn a polichocen báječnými ohlasy, kterých se hlavním myšlenkám *Investic do akcií – běh na dlouhou trať* dostalo. Od vydání první vydání před 13 lety jsem poskytnul stovky přednášek na téma finanční trhy a ekonomika ve Spojených státech i v zahraničí. Pozorně jsem naslouchal dotazům, které publikum vznášelo a zamýšlel se nad mnoha dopisy, telefonáty a e-maily od čtenářů. Moje odpovědi vytvořily základ pro většinu nového materiálu, který byl přidán do čtvrtého vydání *Investic do akcií – běh na dlouhou trať*.

Nový materiál ve čtvrtém vydání

Čtvrté vydání nejenže aktualizuje všechna data z třetího vydání, ale také představuje úplně nový materiál na témata, jako které akcie si vedly velmi dobře v dlouhém období a jaké bude rozdělení světového výstupu a hodnoty akcií v polovině tohoto století byla přidána. Celá nová kapitola na téma historie firem z indexu S&P 500, který v březnu 2007 oslavil své 50. výročí.

Opakujícím se tématem v tomto vydání *Investic do akcií – běh na dlouhou trať* je, že „růst neznamená výnosy“. Tato zásada může být použita na jednotlivé akcie, odvětví a dokonce i země. Poukazuji na výjimečnost strategií zaměřených na vysoké dividendové výnosy a nízké P/E akcií z indexu S&P 500. Ukazuje se, že růst odvětví hraje v ovlivňování výnosů pouze vedlejší roli. Tato zjištění podporují závěr, že hodnotové akcie překonávají růstové akcie v dlouhém období, fenomén, který byl ve finanční literatuře dobře prokázán.

V předmluvě k vydání *Investic do akcií – běh na dlouhou trať* z roku 2002 jsem napsal: „Přestože stále věřím, že (kapitalizační vážené) indexové investice by měly tvořit jádro dlouhodobého portfolia každého investora, některé indexy, jako akciový index Standard & Poor´s (S&P) 500, se staly tak oblíbené, že začlenění do indexu s sebou přináší cenovou prémii, která může snížit budoucí výnosy.“ Další výzkum podpořil toto tvrzení. Kapitola o historii indexu S&P 500 ukazuje, že nové firmy přidané do indexu měly obecně nižší výnosy, než původní firmy, které byly vybrány v roce 1957. V této vydání představuji „hypotézu hlučného obchodování“, jako alternativu k hypotéze efektivního trhu, která vysvětluje, proč hodnotové akcie překonávají růstové akcie. V kapitole 20 popisuji „fundamentálně vážené“ indexy jako vhodnou alternativu ke kapitalizačním váženým indexům pro zachycení cenové prémie.

Jakákoliv analýza akciového trhu dnes musí být mezinárodního rozsahu a v tomto vydání jsem významně rozšířil materiál na mezinárodní trhy. Podrobně líčím roli rozvíjejících se ekonomik ve zmírňování krize stárnutí populace, která brzy postihne Spojené státy, Evropu a Japonsko, kde se zástupy penzistů rychle zvětšují. Věřím, že Asie a další rozvíjející se země budou uprostřed tohoto století hrát ve světovém hospodářství a na

kapitálových trzích dominantní roli. Soudím, že Američané čelí klíčové volbě – zda připustit příliv zahraničního kapitálu nebo mít před sebou ubohé finanční výnosy a o mnoho náročnější prožití důchodu.

Toto všechno činí investování do mezinárodních akcií nejen důležité, ale doslova kritické pro vytvoření ucelené investiční strategie. Kapitola o světovém hospodářství ukazuje, že navzdory rostoucí krátkodobé korelaci mezi výnosy různých zemí, je globální diverzifikace dnes stále podstatnou součástí investiční strategie. Není pochyb, že podíl světového akciového kapitálu, který je umístěn mimo Spojené státy, bude v nadcházejících letech rapidně růst.

Čtvrté vydání také přehodnocuje výroky prohlášené v předchozích vydáních. Na témata, jako kalendářní anomálie (například lednový efekt), dopad změn úrokových sazeb Fedu na akciový trh a důležitost citu investorů pro předvídání budoucích výnosů trhu, je také nahlíženo jinak. Zkoumám, zda se udály nějaké systematické změny v odpovědi na tyto faktory od vydání prvního vydání *Investic do akcií – běh na dlouhou trať* v roce 1994.

Existuje několik překvapivých výsledků: některé tržní anomálie se stále projevují, zatímco jiné úplně zmizí. Například snížení úrokových sazeb Fedem, přestože má silný okamžitý dopad na ceny akcií, již nemá předvídatelný střednědobý dopad, jaký mělo v minulosti. Další probraná témata zahrnují „Gordonův model“ ocenění akcií a hospodářského růstu, rostoucí převaha burzovně obchodovaných fondů nad podílovými fondy, momentum investování a proč si mnoho „medvědů“ špatně vysvětlilo historická fakta ohledně růstu dividend a firemních zisků.

Závěrečné poznámky

Od vydání prvního vydání *Investic do akcií – běh na dlouhou trať* se na kapitálových trzích stalo několik mimořádných událostí. Největší býčí trh ve 200leté historii amerických akcií skončil v roce 2000, kdy splaskla technologická bublina a americké akcie vstoupily do krutého medvědího trhu. Teroristické útoky z 11. září 2001 poté uzavřely burzu na čtyři dny, nejdéle od dob Velké hospodářské krize.

Přesto však veřejnost, považovaná za vrtkavou a v těžkých dobách rychle opouštějící akcie, u nich setrvala. Objevilo se mnohem méně veřejného rozčarování nad akciemi během posledního býčího trhu, než při předchozích propadech, a průzkumy ukázaly, že většina lidí si uchovala svou víru, že akcie byly stále nejlepší dlouhodobou investicí. Pokud dřívější vydání *Investic do akcií – běh na dlouhou trať* hrálo u akciových investorů jistou malou roli ve znovu nalezené oddanosti akciím, beru to jako velké zadostiučinění.

Přesto však všichni, kdo se snaží být úspěšnými investory, si musí vypěstovat trpělivost. V roce 1937 John Maynard Keynes v *Obecné teorii* uvedl: „Investice založená na opravdu dlouhodobém očekávání je dnes tak obtížná, že se stává sotva proveditelnou.“ O sedmdesát let později je dlouhodobé investování tak obtížné, jak bývalo vždy, ale při dnešní rostoucí světové ekonomice existuje nepopiratelný důkaz, že akcie zůstanou nejlepší investicí pro všechny investory hledající dlouhodobé zisky.

Jeremy J. Siegel

Poděkování

Nikdy není možné vyjmenovat všechny osoby a organizace, které pochválily *Investice do akcií – běh na dlouhou trať* a povzbuzovaly mě k aktualizaci a rozšíření předchozích vydání. Mnoho těch, kteří mi poskytli data pro první tři vydání *Investic do akcií – běh na dlouhou trať,* mi je ochotně poskytli znovu pro toto čtvrté vydání, včetně Vanguard Group, Morgan Stanley, Smithers & Co. a Randell Moore z Blue Chip Economic Indicators.

Jeremy Schwartz, který byl mým hlavním výzkumníkem pro třetí vydání *Investic do akcií – běh na dlouhou trať* stejně jako pro *Budoucnost pro investory (The Future for Investors*), mi poskytnul neocenitelnou asistenci pro čtvrté vydání. Před více než rokem jsme já načrtnuli obrysy pro nové vydání, a jeho spoluúčast, navzdory velkým požadavkům jeho vlastní nové kariéry, byla pro úspěch tohoto vydání klíčová. Stejně jako u předchozích vydání by tato práce nebyla možná bez pomoci studentů z Whartonu. Zejména chci poděkovat Winstonovi Liu, Peteru Yi Wangovi, Anthonymu Massarovi a Adamu Freedmanovi za jejich neocenitelnou pomoc. Zejména Adam Freedman poskytnul klíčovou výzkumnou podporu během posledních fází tohoto rukopisu, a bez jeho obětavé práce, by toto vydání nebylo hotové tak brzy.

Speciální poděkování patří tisícům finančních poradců z tuctů finančních firem jako Merrill Lynch a Morgan Stanley, kteří mi poskytnuli neocenitelnou zpětnou vazbu pro dřívější vydání *Investic do akcií – běh na dlouhou trať* na seminářích a otevřených fórech. Jako senior investiční stratég pro WisdomTree Investments, jsem byl lépe schopen vyjádřit hodnotově založené strategie probrané v této knize.

Jsem opět poctěn, že Peter Bernstein napsal Úvod pro toto čtvrté vydání. Snažím se dosáhnout stejné srozumitelnosti, jaké dosáhnul on v jeho bestsellerech o historii a praxi investování.

Aby se rukopis stal hotovou knihou, vyžaduje editora a mohu čestně prohlásit, že Leah Spiro z McGraw-Hill převzala zodpovědnost od Jeffreyho Kramese, mého editora pro poslední dvě vydání, s nadšením a dovedností. Její přístup mi pomohl vylepšit materiál a její povzbuzování mě nutilo, abych plnil těsné uzávěrky. Stejně jako u minulého vydání odvedla skvělou práci Jane Palmieri při úpravě textu.

Jako předtím, podpora mojí rodiny byla klíčová pro to, abych byl schopen vytvořit toto vydání. Protože moji synové již vyrostli a odstěhovali se z domu, byla to moje žena Ellen, kdo platil plnou cenu za dlouhé hodiny strávené při psaní této knihy. Ona mě přesvědčila kompletně zrušit můj letní program, takže jsem mohl dokončit první koncept dříve, než školní rok – a můj rozsáhlý program přednášek – začal. Tato skvělá rada nám umožnila vzít si, před začátkem náročné práce na úpravách konečného návrhu knihy, týdenní dovolenou ve Skotsku. Doufám, že moje úsilí nám v budoucnu přinese ještě více spolu stráveného času.

1. část: Verdikt dějin

1. Výnosy akcií a dluhopisů od roku 1802

„Neznám způsob, jak posuzovat budoucnost, ale minulost ano.“

Patrick Henry, 1775[1]

„Každý by měl být bohatý“

Novinář jménem Samuel Crowther vedl v létě roku 1929 rozhovor s Johnem J. Raskobem, vrchním finančním ředitelem u General Motors o tom, jak může obyčejný člověk vybudovat bohatství investováním do akcií. Crowther publikoval v srpnu onoho roku Raskobovy myšlenky v *Ladies´Home Journal* v článku s odvážným titulkem „Každý by měl být bohatý.“

V rozhovoru Raskob přesvědčoval, že Amerika je na počátku obrovské průmyslové expanze. Tvrdil, že ukládáním pouhých 15 dolarů měsíčně do kvalitních běžných akcií, může investor očekávat, že se jeho bohatství během příštích 20 let stabilně rozroste až na 80 000 dolarů. Podobný výnos – 24 % ročně – byl neslýchaný, ale představa bezpracně se hromadícího velkého jmění se zdála uvěřitelná v prostředí býčího trhu 20. let. Akcie vzrušovaly investory, a miliony lidí toužících po rychlém zisku ukládaly své úspory na finanční trh.

3. září 1929, pár dní poté, co se objevily Raskobovy myšlenky, dosáhnul Dow Jones Industrial Average svého historického maxima 381,17 bodů. O sedm týdnů později se akcie zhroutily. Příštích 34 měsíců přineslo nejničivější pokles cen akcií v americké historii.

8. června 1932, když bylo konečně po masakru, stál Dow Industrial na 41,22 bodech. Tržní hodnota největších světových společností poklesla o neuvěřitelných 89 %. Miliony investorů přišly o životní úspory a tisíce investorů, kteří si půjčovali peníze na nákup akcií, bylo přivedeno k bankrotu. Amerika byla ponořena v nejhlubší hospodářské depresi v její historii.

Raskobova rada byla po mnoho dalších let zesměšňována a kritizována. Byla považovaná za typickou radu pro pošetilce, kteří věřili, že trh může růst věčně, a za bláhovost těch, kteří ignorovali obrovská rizika spojená s akciemi. Senátor Arthur Robinson z Indiany veřejně prohlásil Raskoba za zodpovědného za akciový krach vzhledem k jeho pobízení obyčejných lidí, aby kupovali akcie na tržním vrcholu.[2] V roce 1992, o 63 let později, magazín *Forbes* varoval investory před nadhodnocenými akciemi v jeho článku s titulkem „Popular Delusions and the Madness of Crowds (Neobyčejné klamy a šílenství

[1] Proslov na shromáždění ve Virginii, 23. března 1775

[2] Irving Fischer, *The Stock Market Crash and After*, New York: Macmillan, 1930, str. xi.

davu).“ V přehledu historických tržních cyklů, Forbes označil Raskoba za „nejhoršího provinilce“ z těch, kteří nahlíželi na akciový trh jako na garantovaný stroj na bohatství.[3]

Obyčejný zdravý rozum trvá na tom, že Raskobova ztřeštěná rada ztělesňuje mánii, která pravidelně pohlcuje Wall Street. Je však takovýto rozsudek objektivní? Odpověď zní rozhodně ne. Pokud spočítáte hodnotu portfolia investora, který se držel Raskobovy rady v roce 1929 a trpělivě ukládal 15 dolarů měsíčně do akcií, zjistíte, že jeho jmění převyšuje jmění investora, který umístil stejné peníze do pokladničních poukázek již po méně než 4 letech! V roce 1949 by jeho portfolio nahromadilo téměř 9 000 dolarů, výnos by byl 7,86 %, více než dvojnásobek ročního výnosů dluhopisů. Po 30 letech by hodnota portfolia vzrostla na více než 60 000 dolarů, s ročními výnosy, které se zvýšily na 12,72 %. Přestože tyto výnosy nejsou tak vysoké, jak je plánoval Raskob, celkový výnos akciového portfolia byl po 30 letech více než 8 krát vyšší než při investicích do dluhopisů a více než 9 krát vyšší než do pokladničních poukázek. Ti, kteří nikdy nekoupili jedinou akcii, citující Velký krach jako obhajobu své opatrnosti, nakonec zjistili, že jsou daleko pozadu za investory, kteří trpělivě kupovali akcie.[4]

Příběh neslavného proroctví Johna Raskoba ilustruje důležité téma v historii Wall Street. Toto téma není o rozmachu pošetilého optimismu na tržních vrcholech, spíše je o tom, že během minulého století překonalo ukládání peněz do akcií vždy ostatní finanční aktiva, pokud byl investor trpělivý. Dokonce ani tak neblahé události jako Velký krach na burze v roce 1929 nepopřely nadřazenost akcií jako dlouhodobé investice.

Výnosy finančního trhu od roku 1802

Tato kapitola analyzuje výnosy akcií a dluhopisů během dlouhých časových období ve Spojených státech i v dalších zemích. Tato dvousetletá historie je rozdělena do tří period. V první periodě, od roku 1802 do 1870 prodělaly USA přechod od agrární ekonomiky k průmyslové, srovnatelný s proměnou, která se dnes tvoří na „rozvíjejících se trzích“ Latinské Ameriky a Asie.[5] Ve druhé periodě, od roku 1871 do 1925, se USA staly přední politickou a ekonomickou mocností na světě.[6] Třetí období, od roku 1926 po současnost, zahrnuje akciový krach během let 1929–32, Velkou Depresi a poválečnou expanzi. Data z tohoto období byla obsáhle analyzována akademiky a profesionálními portfolio mana-

---

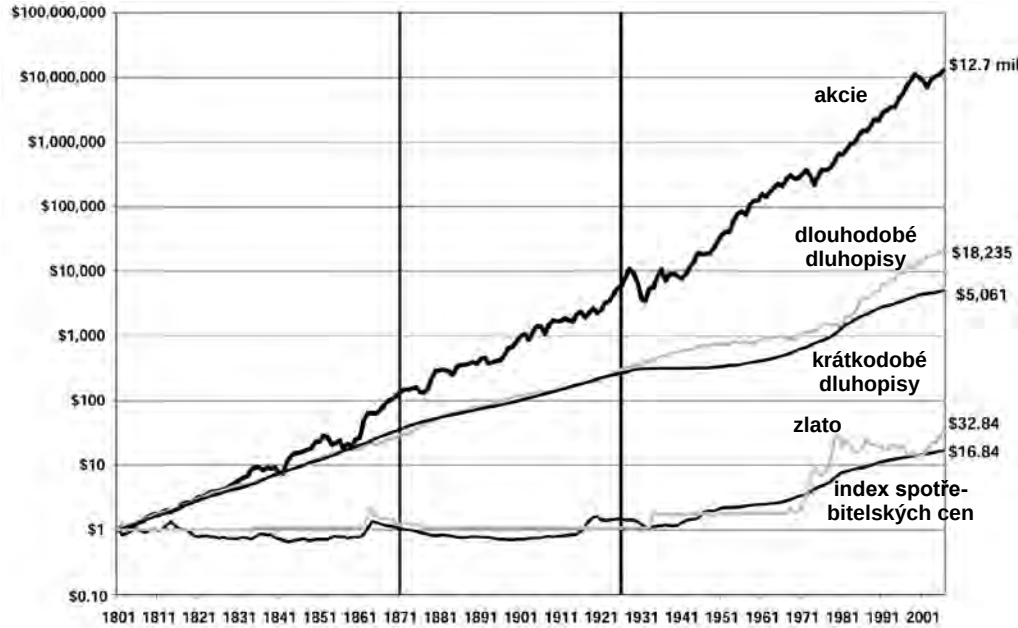
3 The Crazy Things People Say to Rationalize Stock Prices,“ *Forbes*, 27. dubna 1992, str. 150.

4 Raskob ve 20. letech podlehl investorům, kteří chtěli rychle zbohatnout vymýšlením schémat, ve kterých si investoři půjčili 300 dolarů, přidali 200 dolarů vlastního kapitálu a investovali 500 dolarů do akcií. Přestože v roce 1929 toto nebylo rozhodně tak dobré jako postupné ukládání peněz na trh, dokonce i tento plán překonal po 20 letech investici do pokladničních poukázek.

5 Stručný popis raného akciového trhu je k nalezení v Dodatku 1 na konci této kapitoly. Data ohledně cen akcií během tohoto období jsou převzata od Schwerta (1990) a já jsem přidal svou vlastní dividendovou kategorii. G. William Schwert, „Indexes of United States Stock Prices from 1802 to 1987 (Indexy amerických akcií od roku 1802 do 1987),“ *Journal of Business*, č. 63 (červenec 1990), str. 399–426.

6 Kategorie akcií použité v tomto období jsou převzaty z Cowles indexů, jak byly znovu vydány v knize Roberta Shillera, *Market Volatility* (Tržní volatilita), Cambridge: MIT Press, 1989. Cowles indexy jsou kapitalizačně vážené indexy všech akcií z New York Stock Exchange a zahrnují dividendy.

žery a slouží jako měřítko pro historické výnosy.[7] Příběh je vidět v Grafu 1-1. Zobrazuje celkové výnosy pro akcie, dlouho- a krátkodobé dluhopisy, zlato a komodity od roku 1802 do 2006. Celkovými výnosy mám na mysli, že všechny výnosy jako úroky a dividendy a kapitálové zisky jsou automaticky reinvestovány do daného aktiva a ponechány k akumulování po danou dobu.



Graf 1-1 *Indexy celkových nominálních výnosů, 1802 – prosinec 2006*

Můžeme snadno vidět, že celkové výnosy akcií dominují všem ostatním aktivům. Dokonce i katastrofický akciový krach z roku 1929, který způsobil, že se celá generace investorů akcií štítila, se ukazuje jako bezvýznamná výchylka v indexu akciových výnosů. Medvědí trhy, které tolik děsí investory, jsou, v kontextu stoupajícího trendu celkových akciových výnosů, nevýrazné. Jeden dolar investovaný a reinvestovaný do akcií od roku 1802 by na konci roku 2006 narostl do hodnoty přes 12,7 mil. dolarů. Tato částka může být dosažena investorem, který drží nejširší možné portfolio akcií v proporci k jejich tržní hodnotě a je vypočítána se zahrnutím i těch společností, které nepřežijí.[8]

Zvýšíme-li částku, výše uvedená analýza naznačuje, že 1 milion investovaný a reinvestovaný během těchto více než 200 let by na konci roku 2006 narostl na neskutečnou částku 12,7 bil. dolarů, téměř na tři čtvrtiny celkové kapitalizace amerického akciového trhu!

---

[7] Data z tohoto období jsou převzata z Centra pro průzkum cen cenných papírů (CRSP – Center for Research in Securtiy Prices) jako kapitalizačně vážené indexy všech newyorských akcií, od roku 1962 zahrnují americké akcie a akcie z indexu Nasdaq.

[8] Analýza problému *předpokladu přežití* ve výpočtu výnosů je probrána v kapitole 20.

Jeden milion dolarů v roce 1802 je ekvivalent přibližně 16,84 milionu při dnešní kupní síle. Toto byla samozřejmě velká, přesto však ne nepřekonatelná, suma peněz pro průmyslníky a vlastníky půdy na počátku devatenáctého století.[9] Celkový majetek v akciovém trhu, nebo ostatně i v hospodářství, se však nenahromadí tak rychle, jako index celkových výnosů. Je tomu tak proto, že investoři utratí většinu z jejich dividend a kapitálových zisků, aby si užili plodů svého minulého spoření.

Pro kohokoliv je takřka nemožné, aby hromadil po dlouhá léta majetek, aniž by spotřeboval část svých výnosů. Nejdelším obdobím, po které obyčejně investoři drží svá aktiva bez výběru počáteční investice a zisků, je, když tvoří úspory na důchod v penzijních plánech nebo v případě pojistných smluv, které přechází na jejich dědice. Dokonce i ti, kteří odkážou své, během jejich života nedotčené, jmění, si musí uvědomit, že tyto úspory jsou často v příští generaci promrhány nebo utraceny nadacemi, kterým své peníze odkázali.[10] Akciový trh má sílu proměnit jediný dolar v miliony při uchování po generace – ale jen málo jich bude mít trpělivost a touhu vydržet čekání.

Dlouhodobá výkonnost dluhopisů

Dluhopisy jsou nejdůležitějším finančním aktivem, které soupeří s akciemi. Dluhopisy slibují pevné kuponové platby během doby, na kterou jsou vydány. Na rozdíl od akcií, peněžní toky z dluhopisů mají maximální peněžní hodnotu nastavenou dle podmínek kontraktu. Kromě případu, kdy dlužník není schopen dostát svým závazkům, se výnosy dluhopisů nemění spolu se ziskovostí firmy.

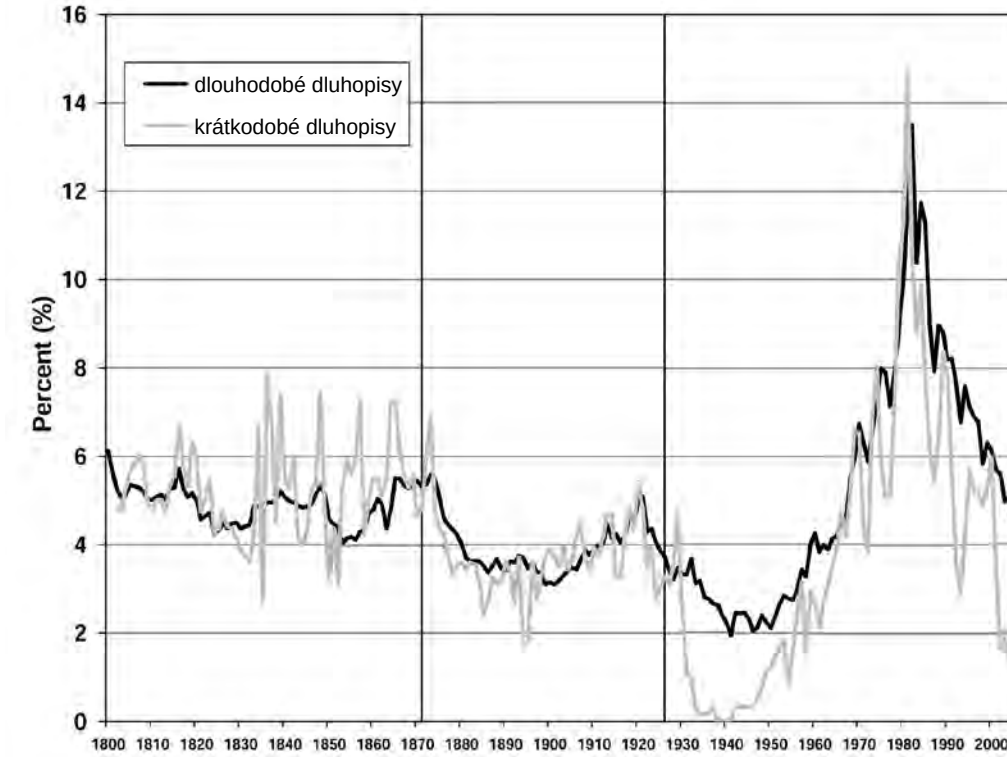
Kategorie dluhopisů uvedené v Grafu 1-1, jsou založeny na dlouho– a krátkodobých dluhopisech americké vlády, byly-li dostupné; pokud nebyly dostupné, byly zvoleny jiné vysoce hodnocené municipální dluhopisy. Prémie za riziko defaultu byly odloučeny od všech úrokových sazeb, abychom získali porovnatelné kategorie během celého období.[11]

Úrokové sazby dlouhodobých dluhopisů a krátkodobých dluhopisů, zvaných *pokladniční poukázky,* během 200letého časového období, jsou zachyceny v Grafu 1-2. Kolísání úrokové sazby během devatenáctého a na počátku dvacátého století zůstalo v úzkém pásmu. Od roku 1926 do současnosti se však chování dlouhodobých i krátkodobých úrokových sazeb dramaticky změnilo. Během Velké hospodářské krize 30. let spadly krátkodobé úrokové sazby téměř na nulu a výnosy dlouhodobých vládních dluhopisů klesly na rekordní minimum 2 %. Aby mohla vláda během války financovat rekordní půjčky, udržovala během 2. světové války a následujících let nízké sazby. Úroky z vkla-

[9] Blodget, ekonom z počátku 19. století, odhadoval majetek USA v této době na zhruba 2,5 mld. dolarů, takže 1 milion by byl pouze zhruba 0,04 % celkového bohatství: S. Blodget, Jr., *Economica, A Statistical Manual for the United States of America*, edice z r. 1806, s. 68.

[10] Jedna z největších světových nadací, Bill and Melinda Gates Foundation, které Warren Buffett zanechal velkou hromadu svých peněz, oznámila, že všechny peníze musí být utraceny v průběhu 50 let po jejich smrti.

[11] Viz Jeremy Siegel, „The Real Rate of Interest from 1800–1990: A Study of the U.S. and the U.K., (Reálné úrokové sazby od roku 1800–1990: Studie pro USA a Velkou Británii)“ *Journal of Monetary Economics*, č. 29 (1992), s. 227–252, pro podrobný popis průběhu, pomocí něhož byly historické výnosové kategorie vytvořeny.



Graf 1-2 *Úrokové sazby v USA, 1800 – prosinec 2006*

dů byly pomocí přísných pravidel také drženy nízko, tato akce je známá jako Regulace Q,[12] uložená Federal Reserve pro úrokové sazby bankovních vkladů během 50. a 60. let.

70. léta se vyznačovala nebývalou změnu ve vývoji úrokových sazeb. Inflace dosahovala dvojciferných čísel a úrokové sazby vzrostly do výše, na které nebyly od znehodnocení kontinentální měny v časných dobách republiky. Nikdy předtím nebyla inflace tak vysoká po tak dlouhou dobu.

Veřejnost volala po vládním zásahu, který by zpomalil stoupající ceny. Restriktivní měnová politika Paula Volckera, který byl od roku 1979 guvernérem Federal Reserve System, v roce 1982 konečně přivedla inflaci a úrokové sazby dolů na rozumnou úroveň. Můžeme vidět, že hladina úrokových sazeb je těsně svázána s hladinou inflace. Pochopení výnosů pevně úročených aktiv proto vyžaduje znalost, jak inflace vzniká.

Konec zlatého standardu a cenové stability

Spotřebitelské ceny v USA a ve Velké Británii za posledních 200 let jsou zobrazeny v Grafu 1-3. V každé zemi byla cenová hladina na konci 2. světové války v podstatě stejná, jaká byla o 150 let dříve. Po 2. světové válce se však povaha inflace dramaticky změnila. Cenová hladina rostla během těchto 60 let téměř nepřetržitě, často pozvolna,

[12] Regulace Q bylo ustanovení Banking Act of 1933 (Zákona o bankách), které předepisovalo horní hranice pro úrokové sazby a termínované vklady.