

Warren Buffett
– Fortune, únor 2012

Proč akcie překonají zlato a dluhopisy



VLTAVA FUND

Warren Buffett – Fortune, únor 2012

Proč akcie překonají zlato a dluhopisy

Věstec z Omahy ve výřatku ze své připravované zprávy akcionářům vysvětluje, proč akcie časem téměř vždy překonají jiné investiční nástroje.

Investování se často popisuje jako proces odložení současných peněz v očekávání zisku většího množství budoucích peněz. V naší holdingové společnosti Berkshire Hathaway zastáváme náročnější názor. Investici definujeme jako převod nynější kupní síly někomu jinému s rozumným očekáváním získání větší kupní síly v budoucnu (po zaplacení daní z nominálních zisků). Zkrátka, **investování znamená, že si odřekneme spotřebu nyní, abychom později získali možnost spotřebovat více.**

Z naší definice vyplývá jeden důležitý závěr: Rizikovost investice nelze měřit pomocí bety (beta je termín z Wall Street zahrnující volatilitu a často se používá pro měření rizika), ale spíše pomocí pravděpodobnosti, že investice svému majiteli přinese v předpokládaném investičním horizontu ztrátu kupní síly. **Aktiva mohou výrazně kolísat v ceně, a přesto nemusí být riziková, dokud si můžeme být rozumně jisti, že**

v investičním horizontu přinesou zvýšenou kupní sílu. A jak brzy uvidíme, **nekolísající aktivum může být také zatíženo rizikem.**

Různých investičních možností existuje celá řada, ale spadají jen do tří základních kategorií. Je důležité pochopit vlastnosti každé z nich. Tak se na ně podívejme.

Investice denominované v dané měně zahrnují **fondy peněžního trhu, dluhopisy, hypotéky, bankovní vklady** a další instrumenty. Většina z těchto investic na bázi měn se považuje za „bezpečné“. **Ve skutečnosti to jsou jedny z nejnebezpečnějších aktiv**, jejich beta sice může být nulová, ale riziko mají obrovské.

Za posledních sto let tyto nástroje zničily kupní sílu investorů z mnoha zemí, zatímco jejich držitelé stále dostávali pravidelné výplaty úroků a jistiny. Navíc se ale tento ošklivý výsledek bude stále opakovat. Konečnou

Proč akcie překonají zlato a dluhopisy

hodnotu peněz určují vlády. Systematické tlaky je někdy přimějí tíhnout k politice způsobující inflaci. Čas od času se takováto politika vymkne kontrole.

I ve Spojených státech, kde je silná touha po stabilní měně, ztratil dolar od roku 1965, kdy jsem převzal vedení Berkshire Hathaway, neuvěřitelných 86% hodnoty. Dnes potřebujete více než 7 dolarů, abyste si koupili totéž, co tehdy za jeden dolar. Z tohoto důvodu by instituce osvobozená od daní potřebovala 4,3% úrok z dluhopisových investic, jen aby za tu dobu udržela svou kupní sílu. Kdyby její manažeři považovali jakoukoli část tohoto úroku za „zisk“, lhali by si do kapsy.

Pro investory odvádějící daně, jako vy nebo já, je situace ještě mnohem horší. Opakované investice do amerických státních pokladničních poukázek za stejné 47leté období vykázaly roční výnos 5,7%. To zní uspokojivě. Ale pokud by soukromý investor platil daně z osobního příjmu o průměru 25%, tato 5,7% návratnost by nepřinesla žádný reálný zisk. Viditelná daň z příjmu by tohoto investora zbavila

1,4 bodu uváděného zisku, a neviditelná inflační daň by spolkla zbývajících 4,3 bodu. Stojí za pozornost, že implicitní inflační „daň“ byla více než trojnásobná oproti explicitní dani z příjmu, kterou pravděpodobně náš investor považoval za své hlavní zatížení. Na naší měně je sice heslo „Věříme Bohu“, ale ruka, která spouští tiskárnu naší vlády, je příliš lidská.

Vysoké úrokové sazby mohou samozřejmě investorům kompenzovat inflační riziko, kterému čelí investice na bázi měn – a ve skutečnosti to sazby ze začátku 80. let 20. století zvládaly pěkně. Nicméně **současné sazby zdaleka nevyvažují riziko kupní síly, které investoři berou na sebe.** Dnes by dluhopisy na sobě měly mít varovný nápis.

Proto se mi za současných podmínek nelíbí investice na bázi měn. I přesto jich ale Berkshire drží značné množství, především těch krátkodobých. V Berkshire je potřeba dostatečné likvidity na předním místě a nikdy ji nepodceníme, ať už budou úrokové sazby jakkoli nevýhodné. Pro splnění této potřeby držíme především státní pokladniční poukázky Spojených států, což

Proč akcie překonají zlato a dluhopisy

je jediná investice, na jejíž likviditu se lze spolehnout i v nejchaotičtějších ekonomických podmínkách. Naše provozní úroveň likvidity je 20 miliard USD; 10 miliard USD je naše absolutní minimum.

Cenné papíry spjaté s měnou budeme kupovat ve větší míře, než jakou od nás požaduje likvidita a regulátoři, pouze pokud nabídnou možnost neobvyklého zisku. Buď protože je určitý dluhopis chybně oceněný, což může nastat při občasných nevyhnutelných debaklech vysoce rizikových dluhopisů (tzv. „junk bonds“), nebo pokud se sazby zvýší natolik, že nabízí možnost realizovat zajímavé kapitálové zisky v kvalitních dluhopisech, když sazby spadnou. Přestože jsme v minulosti využili obou těchto příležitostí, – a můžeme tak učinit znovu – v současnosti jsme k takovým příležitostem otočení zády. Pro dnešek se zdá vhodná ironická poznámka, kterou kdysi pronesl Shelby Cullom Davis, investiční bankéř z Wall Street: „**Dluhopisy, o kterých se tvrdilo, že nabízejí bezrizikovou návratnost, jsou dnes oceněny tak, že nabízejí riziko bez návratnosti.**“

Druhá hlavní kategorie investic zahrnuje aktiva, která nikdy nic nevytvoří, ale kupující je pořizuje v naději, že v budoucnu za ně někdo – kdo si také uvědomuje, že tato aktiva budou vždy neproduktivní – zaplatí víc. V 17. století se, kupodivu, nakrátko staly oblíbenou položkou těchto kupců tulipány.

Tento typ investic vyžaduje rostoucí množinu kupujících, které láká víra, že se tato množina bude dále zvětšovat. Majitele neláká to, co aktivum vyprodukuje – to zůstane navždy mrtvé – ale víra, že ostatní jej v budoucnu budou chtít ještě více.

Hlavním aktivem v této kategorii je zlato, momentálně velice populární mezi investory, kteří se obávají většiny ostatních aktiv, především peněz (o jejichž hodnotu, jak jsme poznamenali, se strachují oprávněně). **Zlato má ale dva zásadní nedostatky – nehodí se téměř k ničemu a nemnoží se.** Zlato samozřejmě má jistou průmyslovou a dekorativní využitelnost, ale poptávka po těchto využitích je omezená a není schopna absorbovat novou produkci. A zároveň, pokud vlastníte jednu unci zlata třeba celou věčnost, nakonec budete mít stále jednu unci.

Warren Buffett – Fortune, únor 2012

Proč akcie překonají zlato a dluhopisy

Motivací většiny kupců zlata je jejich víra, že řady těch, kteří se bojí, budou růst. Za poslední desetiletí se to ukázalo být pravdivé. Sama rostoucí cena navíc vytvořila kupní nadšení, a přitahuje kupce, kteří růst vnímají jako potvrzení investiční teorie. **Jak se připojují tito investoři následující stádo, vytváří svou vlastní realitu, tedy dočasně.**

Internetové akcie nám za posledních 15 let předvedly výjimečné excesy, kterých lze dosáhnout kombinací původně rozumné teze a široce propagovaných rostoucích cen. V rámci těchto bublin zástupy původně skeptických investorů podlehly „důkazu“, který předložil trh, a množina kupujících se – načas – dostatečně rozrostla, aby se stádo udrželo v pohybu. Ale příliš nafouknuté bubliny nevyhnutelně splasknou. A tak se opět potvrdilo staré anglické přísloví: „Co dělá chytrák na začátku, to dělá hlupák na konci.“

Dnešní světová zásoba zlata je přibližně 170 000 metrických tun. **Kdyby se všechno toto zlato postavilo do hromady, mohla by z něj být krychle o straně přibližně 21 metrů.** (Představte si, že se pohodlně vejde na dvě

basketbalová hřiště.) Při 1 750 dolarech za unci, což je cena zlata v době, kdy toto píšu, by měla hodnotu přibližně **9,6 bilionu amerických dolarů**. Těto krychli budeme říkat **hromádka A**.

Teď vytvoříme **hromádku B**, o stejné ceně. Za tuto sumu bychom mohli koupit **veškerou zemědělskou půdu ve Spojených státech (162 milionů hektarů, s produkcí cca. 200 miliard dolarů ročně) a navíc 16 společností Exxon Mobil** (nejziskovější společnost světa, každá vydělává více než 40 miliard dolarů ročně). Po těchto nákupech by nám stále zbyl 1 bilion dolarů na běžnou útratu (po takové nákupní horečce nemá cenu se omezovat). Dokážete si představit investora, který má 9,6 bilionu dolarů a vybere si hromádku A namísto hromádky B?

Navzdory závratnému ocenění současné zásoby zlata má při současných cenách dnešní roční produkce zlata hodnotu přibližně 160 miliard dolarů. Kupci – ať už klenotníci nebo průmysl, vyděšení jedinci či spekulanti – musí neustále odkupovat tuto další nabídku, jen aby udrželi rovnováhu současných cen.

Proč akcie překonají zlato a dluhopisy

Za dalších sto let těch 162 milionů hektarů zemědělské půdy vyprodukuje neuvěřitelné množství kukuřice, pšenice, bavlny a dalších plodin. A půda bude dále produkovat tuto cennou úrodu, ať už je měna jakákoli. Exxon Mobil pravděpodobně svým majitelům přinese biliony dolarů v dividendách a sám bude vlastnit aktiva v hodnotě dalších mnoha bilionů dolarů (a pamatujte, že Exxonů máte 16). Těch 170 000 tun zlata svou velikost nezmění a bude stále neschopno cokoli vyprodukovat. Můžete se s tou krychlí laskat, ale ona vám to nevrátí.

Připouštím, že pokud budou lidé za sto let bojácní, pravděpodobně spousta z nich stále bude nakupovat zlato. Věřím ale, že současné ocenění hromádky A na 9,6 bilionů se bude zvětšovat mnohem pomalejším tempem než tím, jehož dosáhne hromádka B.

Naše první dvě kategorie jsou nejpoblábnější, když vrcholí strach. Hrůza z kolapsu ekonomiky vede jedince k aktivům na bázi měn, obzvláště k obligacím Spojených Států, a strach z kolapsu měny podněcuje přechod ke sterilním aktivům, jako třeba zlato.

Koncem roku 2008, jsme slyšeli heslo „hotovost je král“ právě když by bylo správné hotovost použít, a ne ji držet. Také začátkem 80. let jsme slyšeli podobné heslo „hotovost je odpad“, právě když byly investice s pevným výnosem na nejatraktivnější úrovni, co pamatují. V takových případech investoři, kteří spoléhali na podporu davu, za toto pohodlí drazé zaplatili.

Já sám dávám přednost – a určitě jste to čekali – třetí kategorii: investicím do produktivních aktiv, ať už podniků, farem nebo nemovitostí. V ideálním případě by tato aktiva měla mít během inflace schopnost vykázat zisk a ne jen držet hodnotu své kupní síly a vyžadovat jen minimum nových kapitálových investic. Tuto dvojitou podmínku splňují farmy, nemovitosti a řada podniků, jako Coca-Cola, IBM a naše vlastní See's Candy. Některé jiné společnosti, například naše regulované energetické či vodárenské společnosti, ji nespĺňují, protože na ně inflace klade vysoké kapitálové požadavky. Aby více vydělali, jejich majitelé musí více investovat. I přesto jsou tyto investice stále lepší než neproduktivní aktiva nebo aktiva na bázi měn.

Warren Buffett – Fortune, únor 2012

Proč akcie překonají zlato a dluhopisy

Ať už bude měna za sto let založena na zlatě, mušlích, žraločích zubech nebo kusech papíru (jako dnes), lidé rádi smění několik minut své denní práce za Coca-Colu nebo burákovou pochoutku od See's Candy. V budoucnu bude populace Spojených států přesunovat více zboží, konzumovat více jídla a vyžadovat více prostoru k bydlení než nyní. Lidé budou vždy směňovat to, co produkují, za to, co produkují jiní.

Podniky naší země budou dále efektivně dodávat zboží a služby požadované našimi občany. Obrazně řečeno, tyto komerční „dojnice“ budou žít po staletí a navíc budou produkovat stále větší množství „mléka“. Jejich hodnota bude určena nikoli na základě prostředku směny, ale jejich schopností produkovat mléko. Prostředky z prodeje mléka se majitelům krav skládají, jako během 20. století, kdy se Dow zvýšil z 66 na 11 497 (a zároveň vyplatil spousty dividend).

Cílem společnosti Berkshire bude zvyšovat vlastnictví prvořadých podniků. Pokud budeme moci, budeme je chtít vlastnit úplně – ale budeme také majiteli velkých podílů obchodovatelných akcií.

Věřím, že během jakékoli trochu delší doby se prokáže, že tato kategorie investování s předstihem zvítězí nad zbylými dvěma, které jsme probrali. A, což je podstatné, bude zdaleka nejbezpečnější.

Tento článek je z časopisu Fortune, vydání z 27. února 2012. Překlad článku přinesl svým akcionářům Vltava Fund SICAV PLC.