



Když trhy jsou posedlé euforií, zůstáváme střízliví.
Když svět propadá panice z finanční krize,
zachováváme chladnou hlavu. Když potřebujete
poradit s financemi, jsme tu pro vás.
Dluhy, investice nebo pojištění, ať už jste
zaměstnanec, student,
profesionální sportovec, miliardář nebo ministr,
s Partners můžete mluvit kdykoli o čemkoli.

www.partners.cz

Navštivte naše klientské centrum
Václavské náměstí 64, Praha 1


Partners
Finanční poradenství jinak



Pavel Kohout

INVESTIČNÍ STRATEGIE PRO TŘETÍ TISÍCILETÍ
6. přepracované vydání

G 12227 1 Investiční strategie pro třetí tisíciletí

6. přepracované vydání

Pavel Kohout

principy moderní teorie portfolia

chování různých typů investic

jak předpovídat výnosy cenných papírů

jak je možné vydělávat na inflaci

kdy má smysl aktivní investiční management

euro a finanční krize

varovné signály – jak poznat podvodníky

jak rozeznat bubliny na burzách

finance

 GRADA

Městská knihovna
knih. 1 odd. 1

G 12227

G6b ex. 1



Edice Investice

Pavel Kohout

Investiční strategie pro třetí tisíciletí

6. přepracované vydání

Vydala GRADA Publishing, a.s.

U Průhonu 22, Praha 7, jako svou 4 086. publikaci

Foto na obálce Pavel Kohout

Realizace obálky Jan Dvořák

Sazba Jan Šístek

Odpovědný redaktor ing. Václav Marád, CSc.

Počet stran 296

Šesté vydání, Praha 2000, 2001, 2003, 2005, 2008, 2010

Vytiskly Tiskárny Havlíčkův Brod, a.s.

© GRADA Publishing, a.s., 2010

ISBN 978-80-247-3315-9

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

Obsah

Poznámky k šestému vydání	9
Úvod	11
Příběh Victora Niederhofferera	11
1. Investiční principy	13
1.1 Co je podstatné	13
1.2 Chování výnosů různých typů investic	15
1.3 Vztah výnosů a rizik	17
1.4 Nástroje peněžního trhu	18
1.5 Dluhopisy	19
1.6 Akcie a akciové fondy	20
1.7 Garantované fondy	21
1.8 Proč se (obvykle) nevyplácí „časovat“ trh	24
1.8.1 Kde aktivita škodí	24
1.9 Proč se nevyplácí vybírat akcie	26
1.10 Proč nelze ani vybírat akcie, ani časovat trh	28
1.11 ... a proč to přece jen někdy jde?	30
1.12 Jak neprotočit peníze	31
1.13 Kiggenovo dilema aneb jak si nevybírat investiční poradce	32
1.14 Prognostici, zbabělci, podvodníci	33
1.15 Indexování – pasivní investiční strategie	34
1.16 Kdy se vyplatí „časovat“ trh	35
1.17 Ted Aronson k otázce, jak si vybrat aktivně řízený fond	36
1.18 Peter Lynch k výběru podílových fondů	38
1.19 Proč se vyplácí diverzifikovat	40
1.20 Průměrování nákladů – diverzifikace v čase	41
1.21 Určení investičního horizontu	43
2. Základy investiční psychologie	47
2.1 Psychologicky pasivní investoři	47
2.2 Psychologicky aktivní investoři	48
2.3 Využití rozdělení investorů na aktivní a pasivní	48
2.4 Mentální účetnictví a finanční omyly chytrých lidí	49
2.5 Long Term Capital Management – lekce o tom, jak pýcha předchází pád	50
2.6 Praktické závěry	52
3. Praktická ekonomie pro investory	55
3.1 Úrokové míry	55
3.1.1 Výnosové křivky	55
3.1.2 Základní typologie výnosových křivek	56
3.1.3 Makroekonomické aplikace	60
3.1.4 Vliv úrokových měr na nástroje peněžního trhu	61
3.1.5 Vliv úrokových měr na dluhopisy	61
3.1.6 Vliv úrokových měr na akcie	61
3.2 Ekonomická logika inflace, úrokových měr a hospodářského růstu	62
3.2.1 Úrokové sazby v krizových obdobích	64
3.3 Inflace – historie a podstata	66
3.3.1 Inflace jako politický nástroj	67
3.4 Ekonomické trendy začátku třetího tisíciletí – „nová ekonomie“	69
3.5 Makroekonomická politika ve věku hojnosti	71

3.5.1	Ekonomie „zlatého věku“	71
3.5.2	Konec „nové ekonomie“?	72
3.6	Jak zbohatnout na inflaci – nemovitosti	73
3.6.1	Jak zchudnout na nemovitostech – příklad	74
3.7	Jak zbohatnout na inflaci – ropa	77
3.8	Inflace a výnosy pevně úročených cenných papírů	78
3.9	Akcie a inflace	83
3.10	Skrytý dluh penzijního systému	85
3.11	Hospodářský růst a výnosy cenných papírů	87
3.12	Co je méně, ale přesto důležité	91
3.12.1	Měnové kursy	91
3.12.2	Nezaměstnanost	91
3.12.3	Deficit státního rozpočtu a veřejný dluh	91
3.12.4	Fiskální politika a daňová zátěž	92
3.12.5	Obchodní bilance	93
3.12.6	Hospodářský cyklus	94
3.12.7	Přírodní bohatství	95
3.13	Praktické závěry	95
4.	Politické riziko	97
4.1	Mýty a realita	97
4.2	Očekávané výnosy emerging markets	98
4.3	Politické riziko – neviditelný nepřítel	100
4.4	Německo	101
4.5	Československo a protektorát	102
4.6	Ruské a sovětské obligace	103
4.7	Rusko v Putinově éře	105
4.8	Korupce hraje roli	107
4.9	Praktické závěry	111
4.10	Monika odchází do penze – příběh o politickém riziku	112
5.	Měření investičního rizika	121
5.1	Volatilita	121
5.2	Volatilita a diverzifikace: velká vaječná pravda	123
5.3	Volatilita a výnosy portfolia	126
5.4	Volatilita a efekt velikosti	130
5.5	Volatilita a hodnocení výkonnosti portfolií	131
5.6	Volatilita a inflace	134
5.7	Volatilita a měnové riziko	135
5.8	Riziko platební neschopnosti	136
5.9	Praktické závěry	139
6.	Dynamika a diagnostika burzovních krachů	141
6.1	Jednoduchý matematický model burzovních krachů	141
6.2	Historické zkušenosti	143
6.3	Praktické závěry	145
7.	Jak předpovídat výnosy	149
7.1	Problémy s prognózami	149
7.2	Nástroje peněžního trhu	150
7.3	Dluhopisy neboli obligace	151
7.3.1	Jak jsem investoval do obligací: riziko státu v praxi	153
7.3.2	Kdo vlastně vydělává na státních dluhopisech?	155
7.4	Akcie: co hýbe trhem a co ne	156

7.5	Odvětví v dlouhodobém horizontu	158
7.6	Dialog optimisty a skeptika	159
7.7	Dilema internetového investora	160
7.7.1	Komentář k internetové bublině z roku 2007 neboli chybami se člověk učí	163
7.8	Hodnotová nebo růstová strategie?	164
7.9	Komoditní spekulace	168
7.10	Ropa jako investice	168
7.10.1	Hubertův vrchol – proč ceny ropy pravděpodobně zůstanou vysoké	169
7.11	Výnosy cizích měn	170
7.12	Lidský kapitál	171
7.13	Umění a starožitnosti	172
7.14	Stručný návod, jak předpovídat krátkodobé výnosy	173
7.15	Stručný návod, jak předpovídat dlouhodobé výnosy	174
7.16	Vyplácí se věřit expertům?	174
7.17	Výnosnost jednotlivých doporučení	175
7.18	Praktické závěry	176
8.	Investice do nemovitostí	179
8.1	Základní principy	179
8.2	Co určuje ceny nemovitostí	181
8.3	Co určuje výši nájemného	184
8.4	Chování cen nemovitostí v malých otevřených ekonomikách	188
8.5	Praktické závěry	190
9.	Investiční strategie	191
9.1	Seznam nástrojů	191
9.2	Spektrum strategií	194
9.2.1	Konzervativní strategie	195
9.2.2	Vyvážená strategie – spíše konzervativní	195
9.2.3	Vyvážená strategie – spíše agresivní	196
9.2.4	Agresivní strategie	196
9.2.5	Minimalizace rizika v inflačním prostředí	198
9.3	Portfolio Nobelovy nadace	199
9.4	Penzijní fondy TIAA-CREF	202
9.5	Strategická soutěž deníku The Wall Street Journal	203
10.	Souhrn – nejlepší praxe: postupy investování	205
10.1	Krok č. 1: Stanovení finančních cílů	205
10.2	Krok č. 2: Výběr investiční strategie	205
10.3	Krok č. 3: Naplnění investiční strategie	206
10.4	Krok č. 4: Uskutečnění investiční strategie	207
10.5	Informační zdroje	208
11.	Nedokonalé trhy	211
11.1	Hypotéza (ne)efektivních trhů a optimální investiční strategie	211
11.2	Davové chování investorů – o mravencích a spekulantech	211
11.3	Sociální polarizace a bublina telekomunikačních akcií	214
11.4	Psychologie investování	215
11.5	Iluze věčného růstu	217
11.6	SAP efekt	219
11.7	Neefektivní portfolia drobných investorů	219
11.8	Systematicky podhodnocené akcie	222

12. Finanční poradci	227
12.1 Placení poradci versus provizní poradci	227
12.2 Lakmusový papírek na špatné poradce	228
12.3 Jak se bránit proti nesolidnímu jednání	229
12.4 Riziko poctivé a riziko nepoctivé	231
12.5 Varovná znamení – jakým finančníkům se vyhnout	232
12.6 Proč jsou fondy bezpečné proti pádu	233
12.7 Chcete zůstat milionářem?	234
12.8 Odborné vzdělání finančních poradců	237
12.9 Výsledky testu znalostí finančních poradců v roce 2001	238
13. Ekonomické důsledky eura	241
13.1 Silnější než Jágr	241
13.2 Co kdybychom měli euro již v roce 2002?	242
13.3 Důsledky přijetí eura v Řecku	243
13.4 Důsledky přijetí eura v Irsku	245
13.5 Důsledky přijetí eura ve Španělsku	246
13.6 Co by bylo bez eura?	247
14. Aktivní investiční management	249
14.1 Kde aktivní přístup přináší ovoce	249
14.2 Bubliny, recese a ekonomické recese	256
14.3 Kdy a proč se vyhnout dluhopisům	257
14.4 Recese a investování: otázky a odpovědi	258
14.5 Ekonomické barometry a seismografy	265
14.6 Co nám říká poměr P/E?	269
14.7 Akcioměr	272
14.7.1 Jak Akcioměr vznikl	272
14.7.2 Jak Akcioměr funguje	273
14.8 Praktické závěry	276
Závěr	277
Příloha: Investiční test	279
Doporučená literatura	283
Rejstřík věcný	285
Rejstřík jmenný	291

Poznámky k šestému vydání

Od doby, kdy v roce 1998 vznikala první verze této knihy, uplynulo dvanáct let a několik finančních krizí. Vlastně bych měl problém všechny krize vůbec spočítat: dot.com mánie, Enron, Argentina, americká hypoteční, řecká krize vládních financí, krize eura...

Jak velmi se od té doby změnil svět! **Proto** již předchozí, páté vydání, nebylo jen rozšířenou verzí. Obsahovalo zásadní změny názorů a postojů. V nich jsem při úpravě šestého vydání nadále pokračoval. Zde je seznam některých podstatnějších změn:

Časování trhu. Moje největší změna názoru za posledních dvanáct let! Ačkoli běžný investor obvykle časovat trh neumí, neznamená to, že jde o vyloučenou věc. Za prvé, existují situace, kdy je lepší trh úplně opustit, eventuálně do trhu naopak vstoupit. Tyto situace se vyskytují relativně zřídka, třeba jen jednou za deset let. Za druhé, tyto situace lze identifikovat. Za třetí, lze identifikovat portfolio manažery nebo fondy, které to dokáží. Je jich sice málo, ale existují.

Inflace a měnová politika. První až čtvrté vydání počítalo s dlouhodobým výhledem nízké a stabilní inflace. Dlouhou dobu to skutečně byla pravda. Od začátku 80. let až zhruba do roku 2005 platilo, že centrální banky vyspělých zemí bylo možné považovat za účinné a odhodlané bojovníky proti inflaci. Finanční krize let 2007–2010 tento názor částečně přehodnotila. Ukázala také, že inflace není jen růst cenového indexu, ale i nárůst objemu peněz v ekonomice a růst objemu úvěrů. Centrální banky naopak mnohde začaly fungovat jako finanční tlakové pumpy.

Výběr akcií. Portfolio manažeri v drtivé většině neumějí vybírat akcie a nechají se porazit pasivně řízeným fondem anebo šimpanzem náhodně vrhající šipky do kursovního lístku. ALE – existují výjimky. Mnoho jich není, ale přece jen existují. Toto vydání knihy se některým z nich věnuje.

Aktivně řízené fondy. Dogma pasivně řízených akciových fondů stále trvá, ALE – ne vždy a ne všude. Souvisí to se změnou názoru na časování trhu.

Úvod

„Každý člověk je architektem své vlastní budoucnosti.“

Sallustius Crispus, římský historik, 86 – 34 př. n. l.

Kapitálový trh nabízí investorům řadu možností. Mnozí považují burzu za zvláštní variantu kasina, kde se obchoduje s vysoce rizikovými cennými papíry. Kapitálový trh však využívají také pojišťovny a penzijní fondy – instituce, jejichž cílem je bezpečné zhodnocení investic. Není tedy důvod, proč by se kapitálovému trhu měl vyhýbat drobný nebo střední soukromý investor, kterých v naší zemi existuje potenciálně až několik stovek tisíc.

Na druhé straně „hráči“ na kapitálovém trhu mohou spekulacemi prodělat obrovské množství peněz. Svědčí o tom řada smutných příběhů. Z nich je zvláště pozoruhodný osud někdejší finanční hvězdy – dnes již bývalého investičního manažera Victora Niederhoffera.

Příběh Victora Niederhoffera

Victor Niederhoffer byl ještě v první polovině roku 1997 pokládán za špičku mezi spekulanty. Jeho jméno bylo vyslovováno jedním dechem se jmény finančních génů George Sorose a Warrena Buffetta. O svých vlastních kvalitách Niederhoffer dokonce napsal populární knihu s názvem *Vzdělání spekulanta** (*The Education of a Speculator*), v níž nejen vysvětloval příčiny svých úspěchů, ale také s nevšední otevřeností odhaloval své rodinné zázemí.

Rok 1997 však byl pro Niederhoffera kritický. Vlivem asijské krize poklesla během tří letních týdnů hodnota fondů pod jeho správou o několik desítek procent. Chyba byla výhradně na Niederhofferově straně, protože věřil svým dojmům, které nebyly podepřeny fakty. Kromě toho se dopustil základní profesionální chyby – větší část portfolia investoval pouze do jednoho typu cenných papírů: do thajských akcií. Thajský akciový trh však pokračoval v propadu. „*Jsem zcela zoufalý*,“ prohlásil v srpnu 1997 Victor Niederhoffer, „*hodně lidí mi věřilo a já nyní cítím hroznou úzkost, protože jsem zklamal jejich důvěru*.“

Niederhoffer se však nevzdal. Počátkem podzimu 1997 vsadil vše na jednu kartu. Byl přesvědčen, že se kursy akcií výrazně zotaví z nedávného propadu. Provedl spekulaci obrovského rozsahu. Podnikl velmi riskantní finanční operaci, při níž je potenciální ztráta spekulanta teoreticky nekonečná. Koncem října 1997 však světové akciové trhy utrpěly těžké ztráty pod vlivem spekulativního útoku na hongkongský dolar. Dne 30. října 1997 se v novinách objevily titulky: *Fund Manager Wiped Out* (Investiční manažer na dně). Niederhoffer byl nucen oznámit investorům, že čistá hodnota aktiv fondů pod jeho správou klesla do záporných čísel. Znamenalo to jejich okamžitou likvidaci. Klienti přišli o všechno. Ztráty se vyjadřovaly ve stovkách milionů dolarů.

* V českém vydání *Průvodce spekulanta*. Vydala GRADA Publishing, a. s., 2007.

Samotný Victor Niederhoffer byl okolnostmi donucen uchýlit se k poněkud skromnějšímu životnímu stylu, než na jaký byl dříve zvyklý. Došlo i na prodej rodinného stříbra včetně sportovních trofejí, které získal jako pětinasobný vítěz amerického národního šampionátu ve squashu. Aukce Niederhofferova stříbra vynesla tři miliony dolarů.

Jak se vyhnout podobným ztrátám? Zásady profesionálního investování lze shrnout na několika stránkách. Pochopit a úspěšně používat je může každý inteligentní člověk.

V této knize je možné se dozvědět o investování vše, co je podstatné, abychom nemuseli prodávat rodinné stříbro. Její obsah nebyl opsán z klasických finančních učebnic a nezabývá se tím, co by **teoreticky** mělo fungovat. Zabývá se metodami, které fungují **ve skutečnosti**, byly úspěšně vyzkoušeny ve finanční praxi a mají solidní teoretický základ. Myšlenky, které jsou zde obsaženy, jsou tím nejlepším, co je v daném oboru dostupné a co se vejde do rozsahu menšího než dvě stě stránek. Pocházejí od nositelů Nobelových cen, prvotřídních světových finančníků (rozumnějších, než byl Victor Niederhoffer), ale také od prostých makléřů a řadových investičních manažerů.

1. Investiční principy

„Ze všech druhů kapitálu je v obchodě nejproduktivnější důvěra, a pokud to nevíte, nevíte nic.“

Demosthenes, řecký bankéř a právník, 385 – 322 př. n. l.

1.1 Co je podstatné

- **Účelem investičního managementu není vždy „překonat trh“.** Mnoho laiků věří, že cílem investičního manažera je „přečtytračit“ kapitálový trh a prostřednictvím spekulací dosáhnout maximálních výnosů. **Skutečným úkolem investičního manažera je dosažení stanovených finančních cílů.** Ty mohou být stanoveny různým způsobem. Ne vždy je podstatná maximalizace výnosů. Někdy může být důležitějším cílem omezení rizika nebo zabezpečení stabilního příjmu.
- **Překonat trh ovšem někdy nejen může být, ale musí být cílem.** Desetiletí 2000 – 2010 bylo vlastně sérií finančních krizí. Akciové indexy během této doby poskytl víceméně nulové zhodnocení, ovšem při značných výkyvech trhu. Za těchto okolností je překonání trhu téměř nutností, pokud se člověk nechce smířit s dlouhodobým znehodnocováním svých investic.
- **Nic není zadarmo.** Za vyšší výnosy se podle okolností platí vyšším rizikem. A když ne rizikem, tak alespoň likviditou. Z tohoto pravidla neexistuje výjimka, alespoň ne na finančních trzích. (Protekcí v privatizaci anebo přidělování státních zakázek za trh nepovažujeme.) Lidé, kteří si to neuvědomí, sedají na lep podvodníkům, kteří nabízejí zaručené 25% nebo i vyšší výnosy. Jejich oběti samozřejmě o peníze přijdou. Na kapitálovém trhu sice skutečně lze dosáhnout takovýchto výnosů (i vyšších), ale je přitom nutné počítat s rizikem. Existují však různé druhy rizika. „Dobrá“ rizika nepředstavují zásadní nebezpečí a poučený investor je může s klidem podstoupit. Jde hlavně o rizika běžných výkyvů indexů cenných papírů. „Špatným“ rizikům (kam patří riziko nepoctivého jednání a politická rizika) by se měl každý vyhnout.
- **Ani překonání trhu – pokud není věcí pouhé náhody – není zadarmo:** platí se za ně větším úsilím, vynaložením větší myšlenkové práce, hledáním alternativ a časem.
- **Investiční horizont hraje roli.** I dobrá investice, která může být velmi vhodná pro dlouhodobého investora, je schopna připravit těžké chvíle investorovi s krátkodobým horizontem. Koupíte-li například akciový fond, může vás propad akciového indexu krátkodobě připravit třeba o 20 % hodnoty vaší investice. Po několika letech se však akcie mohou natolik zhodnotit, že se na tuto záležitost budete dívat jako na úsměvnou epizodu. Zcela jinak může situaci hodnotit investor, který se snažil pomocí akcií zhodnotit peníze určené na placení daní během příštích dvou měsíců.
- **Nikdo nemá křišťálovou kouli.** Nikdo, ani nejlepší odborníci, neumějí dokonale předpovídat, jak se budou vyvíjet kursy akcií, kam půjde dolar, euro nebo úrokové míry. I slavný spekulant George Soros prodělal v roce 1997 na špatném odhadu vývoje thajské měny několik set milionů dolarů. Podobný neúspěch zaznamenal o dva roky později při neúspěšné spekulaci na pokles „internetových“ akcií. A pokud se takto splete finanční génus, bylo by naivní příliš se spoléhat na předpovědi běžných

analytiků. Nejlepší předpovědi je často žádná předpověď. Skutečně poctiví finančníci nepředstírají, že umějí předpovídat budoucnost. Věštecké schopnosti nemá na kapitálových trzích nikdo. A pokud přece jen někteří investoři zakládají svoji strategii na předpovědích, jde o velmi rizikové podnikání, které si mohou dovolit jen ti, kteří jsou ochotni tolerovat i dosti podstatné ztráty.

- **I když chceme překonat trh, musíme vědět, že křišťálovou kouli zkrátka nemáme.** Během dramatických dob vzestupů a poklesů trhu můžeme správně identifikovat, že trh je jednou nadhodnocený a jindy podhodnocený. Ale v prvním případě může být ještě nadhodnocenější, v druhém ještě více podhodnocený. Musíme s tím počítat.
- **Věštit lze jen tehdy, vznikne-li na trhu bublina.** A to ještě jen do určité míry. Pokud je trh postižen bublinou podobnou té, jaká „vykvetla“ na technologických akciích začátkem roku 2000, pak nedá velkou práci předpovědět její splasknutí. Odborníci se ovšem často mýlí v přesném časování, kdy bublina praskne. „Vyhátnout“ ten správný moment je spíše věcí štěstí než znalostí, i když znalosti (a chladná hlava) rozhodně neškodí!
- **Minulost se neopakuje – „protahování křivek“ nefunguje.** Nejhorší možnou metodou předpovídání výnosů cenných papírů je zjistit si údaje o výnosech v nedávné minulosti a „protáhnout“ je do budoucnosti. Například v 80. letech měl japonský akciový trh vynikající výkonnost, mnohem lepší než trhy USA a západní Evropy. Koncem roku 1989 se však trend prudce zlomil a japonské akcie poklesly až na polovinu své maximální hodnoty. Podobný vývoj, pouze o něco rychlejší a drastičtější, nastal v letech 1996 – 1998 v Rusku. Právě tak dobře však mohou být několikaleté poklesy vystřídané růstem. Navzdory tomu, že „protahování“ krátkodobých trendů (ve skutečnosti nejde o trendy, nýbrž o krátkodobé výkyvy) je nejhorší myslitelnou prognostickou metodou, těší se u veřejnosti velké oblibě.
- **Nikdy nesázejme vše na jednu kartu.** Rozprostření investic mezi různé cenné papíry se nazývá diverzifikace. Bohužel ne každý člověk je s existencí tohoto pojmu seznámen. Autor se například v praxi setkal s jistou středoškolskou učitelkou, která v roce 1996 investovala celé své jmění v hodnotě jednoho milionu korun do akcií Harvardského průmyslového holdingu. Odbornou pomoc začala hledat teprve ve chvíli, kdy se její majetek smrškl z milionu na šest set tisíc. To bylo v roce 1996, ale podobné případy se stávaly i o deset let později!
- **Neexistuje žádná bezriziková investice.** Možná si myslíte, že vaše peníze jsou na bankovním účtu v bezpečí. Není to pravda. I když nebudeme brát v úvahu kreditní riziko banky, stále je tu riziko inflace. Čím delší vklad máte, tím větší inflační riziko podstupujete. Ani krátkodobé vklady nejsou bezrizikové, protože úrokové sazby se mění. Nikdy nevíte, za jakou sazbu budete ukládat za rok nebo dokonce za pět let. V důsledku existence rizika inflace a rizika úrokových měr nelze hovořit o žádné investici jako o zcela bezrizikové – a to jsme ještě nehovořili například o politickém riziku.
- **Ani státní dluhopisy nejsou bezriziková investice.** V učebnicích se stále uvádí, že vládní dluhopisy jsou „risk-free“. Ale po finančním debaklu Řecka v roce 2010 to přestala být pravda. Dluhopisy žádného státu již dnes nejsou zcela bez rizika.

- **A konečně – každé pravidlo je vhodné čas od času porušit.** V předchozích vydáních této knihy jsem dosti důsledně varoval před aktivním přístupem k portfolio managementu. Cílem bylo varovat čtenáře před bezhlavým kupováním a prodáváním akcií ze dne na den. Ale svět se vyvíjí a čtenáři rovněž. Toto vydání obsahuje kapitulu Aktivní portfolio management, která se mimo jiné zabývá i otázkou, kdy je optimální z trhu „vystoupit“. Ano, existují chvíle, kdy toto řešení je lepší než tolik propagované pravidlo „kup a drž“.
- V dalším textu lze nalézt bližší vysvětlení, proč jsou tato pravidla důležitá, jak ve skutečnosti funguje svět financí a jak je možné mechanismy trhu použít k vlastnímu prospěchu: jak rozmnožit hodnotu investovaných peněz a jak se vyhnout ztrátám. Na rozdíl od Niederhofferova *Vzdělání spekulanta* se v knize, kterou právě čtete, nedozvíte žádné pikantní detaily o autorovi.

1.2 Chování výnosů různých typů investic

Výnosy většiny cenných papírů (zejména akcií, obligací a nástrojů peněžního trhu) se skládají ze dvou složek. Jednou z nich je dlouhodobý trend (obvykle vzestupný), druhou složku představují krátkodobé výkyvy. Obě složky jsou pro každý typ investice v rovnováze. Dlouhodobé výnosy akcií jsou v průměru vyšší než výnosy obligací nebo bankovních vkladů. Železné pravidlo financí a ekonomie však praví, že nic není zadarmo. Cenou za vyšší dlouhodobé výnosy akcií jsou vyšší výkyvy jejich cen v krátkodobém horizontu.

Výkyvy cen obligací bývají podstatně nižší, stejně jako jejich dlouhodobé výnosy. Výnosy v České republice ještě stále tolik populárních termínových vkladů bývají velmi nízké. Ani bankovní vklady však nejsou bez rizika: hrozí riziko inflace a reálného znehodnocení peněz.

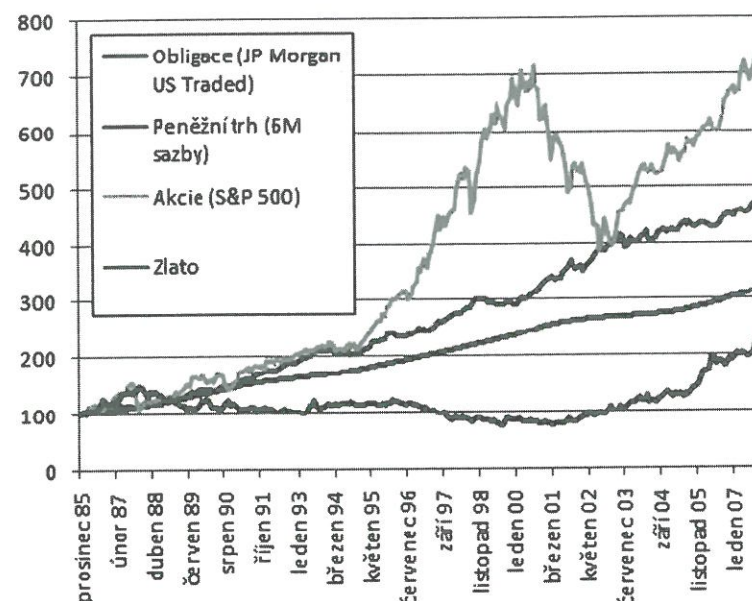
Představu o chování investic si lze udělat za pomoci grafu. Dlouhodobé růstové trendy jsou na grafu dobře patrné stejně jako krátkodobé kolísání indexů kolem těchto trendů. Toto chování je pro cenné papíry a pro portfolia cenných papírů typické. Lze je popsat pomocí nástrojů matematické statistiky, která zná termín „náhodná procházka s trendem“, případně též „geometrická náhodná procházka“.

Proč **náhodná** procházka? Chování krátkodobých cenových výkyvů bylo a je předmětem zájmu obrovského množství inteligentních lidí. Burzovní spekulanti i dlouhodobí investoři se neustále snaží nalézat příležitosti, jak vydělat peníze. Jedni nakupují, druzí prodávají – obě skupiny jsou však v průměru stejně inteligentní, vzdělané a dobře informované. Proto obvykle nelze určit, která skupina má pravdu. Nelze se spolehnout na krátkodobé předpovědi kurzových výkyvů. Budoucí kursy cenných papírů závisí na budoucích událostech, které jsou ze svého samotného principu nepředvídatelné.

Uděláme tedy nejlépe, když budeme pokládat krátkodobé výkyvy kursů za čistě náhodné – po většinu času tento předpoklad odpovídá realitě. Občas krátkodobé výkyvy nejsou náhodné, nýbrž podléhají různým spekulativním bublinám.

Tento „náhodný“ přístup je základním principem nejen moderní finanční teorie, ale také moderní finanční praxe. Je spojen se jmény řady špičkových investorů a ekonomů včetně několika nositelů Nobelovy ceny (podrobnosti jsou uvedeny v dalším textu). Investiční manažeři spravují na základě těchto teorií tisíce miliard dolarů na kapitálových trzích

Výnosy různých typů investic 1986–2007



Zdroj: Bloomberg, Pioneer Investments

celého světa (detaily jsou rovněž uvedeny později). Není tedy důvod snažit se být originální za každou cenu, pokoušet se „přechytračit“ trh a doplatit na to vlastními penězi.

Druhým podstatným jevem chování těchto kursů je **dlouhodobý trend**. Trendy ve výnosech cenných papírů bývají skutečně dlouhodobé a projevují se v horizontu let až desetiletí. Výhodou trendů je, že se na ně lze spoléhat a že s jejich pomocí skutečně můžeme do jisté míry předpovídat budoucí výnosy. Jejich nevýhodou ovšem je, že neumožňují rychlé zbohatnutí.

Na rozdíl od akcií a obligací však zahraniční měny „odmítají“ sledovat dlouhodobý růstový trend. Vývoj hodnoty koruny vůči euru nebo dolaru závisí na mnoha okolnostech. Mezi ně patří úrokové míry doma a v zahraničí, vývoj zahraničně-obchodní bilance, inflace, politické vlivy a řada jiných okolností.

Předpovídat, zdali a o kolik koruna posílí nebo oslabí vůči euru či dolaru, je prakticky nemožné. Platí to bez ohledu na množství prognóz různých odborníků, které plní ekonomické rubriky novin a televizního vysílání. Vidíte-li na obrazovce známou tvář ekonoma z renomované finanční instituce, jak předpovídá ten či onen pohyb koruny, můžete se na tuto předpověď spolehnout méně než na předpověď počasí na měsíc dopředu¹. (Proč jsou předpovědi měnových kursů chronicky nespolehlivé? Bližší zdůvodnění je k dispozici v následujícím textu.)

¹ Měsíční předpovědi počasí mají alespoň mírně nadpoloviční pravděpodobnost úspěchu. Měsíční předpovědi měnových kursů však mají stejnou hodnotu jako házení mincí: žádnou.

Ani zlato není nějak zvláště dobrou investicí pro trvalé držení. Jeho dlouhodobý průměrný reálný výnos se blíží nule. Čas od času jeho hodnota prudce vzroste, ale celkový velmi dlouhodobý trend vyjádřený kupní silou určitého množství zlata je v zásadě plochý. Zlato může být obsaženo v menším množství v portfoliu drobného investora, ale je v zásadě postradatelné. Mohutný vzestup cen zlata během finanční krize roků 2009 – 2010 na tom nic nemění. Uvidíme, za kolik bude zlato v roce 2020!

Aktualizace z roku 2010

Náhodná procházka je dobrou aproximací chování kursů akcií a indexů v dobách, kdy se nic zvláštního neděje. Během spekulativních bublin a následných finančních krizí je tomu však jinak. Vznikají velmi silné střednědobé trendy, které mohou trvat od několika měsíců až po několik let. Zatímco tedy model náhodné procházky pracuje jen s dlouhodobým trendem a krátkodobými výkyvy, skutečnost se může od modelu podstatně lišit. V dalším textu si postupně prozradíme více detailů.

1.3 Vztah výnosů a rizik

Je prakticky nemožné udělat jasnou dělicí čáru mezi výnosy a riziky, protože obojí je navzájem propojeno. Je důležité si uvědomit dvě podstatné zákonitosti:

1. Vyžadujeme-li vysoké výnosy, musíme podstoupit vysoké riziko.
2. Podstoupíme-li vysoké riziko, nemáme žádnou záruku, že dosáhneme vysokých výnosů.

Vztah výnosů a rizik dobře dokumentuje tab. 1.1 zpracovaná společností Ibbotson pro americké cenné papíry. Povšimněme si zejména průměrných ročních výnosů v porovnání s rekordními ztrátami.

Tabulka 1.1 Výnosy amerických cenných papírů v letech 1926 – 1994

	Průměrný roční výnos	Počet let s kladnými výnosy	Počet let se zápornými výnosy	Rekordní výnos (rok)	Rekordní ztráta (rok)	Riziko (volatilita výnosů)
Akcie	10,2 %	49	20	54,0 % (1933)	– 43,3 % (1931)	20,3 %
Akcie malých firem	12,2 %	48	21	142,9 % (1933)	– 49,8 % (1931)	34,6 %
Dlouhodobé podnikové obligace	5,4 %	53	16	43,8 % (1982)	– 8,1 % (1969)	8,4 %
Nástroje peněžního trhu (vládní pokladniční poukázky)	3,7 %	68	1	14,7 % (1981)	– 0,0 % (1940)	3,3 %
Inflace	3,1 %	59	10	18,2 % (1946)	– 10,3 % (1932)	4,6 %

Zdroj: Ibbotson and Sinquefeld: Stocks, Bonds, Bills, and Inflation, 1994 Yearbook



Čím vyšší výnos požadujeme, tím větší je riziko, že náš požadavek nebude splněn. Dlouho před udělením Nobelovy ceny za teorii oceňování kapitálových aktiv (CAPM – profesor William Sharpe, 1990) byly tyto principy srozumitelně vyjádřeny pohádkou O zlaté rybce. Přesto je překvapující, jak velké množství investorů odmítá vzít tyto dvě zákonitosti na vědomí.

Často se stává, že amatér si přečte o nadprůměrných výnosech vysoce rizikových investic (poučka číslo jedna), a poté investuje do akcií. Může se stát, že jejich kurs posléze poklesne. Stává se to obvykle jako naschvál v dobách vrcholících spekulativních bublin, kdy o akciích mluví každý. Amatér je rozladěn: vždyť očekával nadprůměrné výnosy a místo toho se dočkal ztráty. Usoudí, že finanční teorie ve skutečnosti nefunguje – a usoudí chybně, protože možnost poklesu cen akcií je právě cenou za relativně vysoké výnosy, které akcie v průměru poskytují. Zapomíná na poučku číslo dvě.

V případě akcií je riziko cenou za nadprůměrné výnosy, avšak existují i třídy investic, kde vysoké riziko neodpovídá průměrným výnosům. Typickým případem rizikových investic s malým výnosem jsou například komodity (včetně zlata) a cizí měny. Zatímco u akciových indexů a u obligací lze spoléhat na dlouhodobý růstový trend, u komodit a měn žádný dlouhodobý růstový trend neexistuje. Existují krátkodobé a střednědobé trendy, ty však mohou směřovat oběma směry a jejich zvraty jsou nepředvídatelné. Na výkyvech cen komodit je samozřejmě také možné vydělat, a to i velké částky za krátkou dobu. To je však na ruletě v kasinu rovněž možné. Hraní na ruletě stejně jako spekulace na komodity nebo na měny však v dlouhodobém horizontu bezpečně vede ke ztrátě. Na ruletě je ztráta způsobena zelenou nulou, díky níž s pravděpodobností 1 : 37 vyhrává veškeré sázky kasino². Komoditní a měnové spekulace jsou pro klienty makléřských firem v průměru ztrátové v důsledku existence poplatků za obchodování.

Ještě poznámka: tabulka 1.1 obsahuje údaje z let 1926–94. Ponechal jsem ji úmyslně neaktualizovanou. Proč? Aby čtenáři viděli, že historie nemusí být vždy dobrou rádkyní. Kdybychom totiž v červnu 2000 projektovali výnosy podle této tabulky, došli bychom ke zcela jiným závěrům v porovnání se skutečností. Stalo se totiž například to, že akciový index S&P 500 poskytl roční „výnos“ o hodnotě –1,2 procenta. Akcie totiž zrovna měly špatné desetiletí... Naopak index amerických státních dluhopisů poskytl od června 2000 do června 2010 solidní výnos ve výši 7,8 procenta ročně.

Dlouhodobé trendy jsou jedna věc. Střednědobé trendy, zejména tržní bubliny a následné finanční krize jsou ovšem jiná věc. V této knize si o nich ještě leccos řekneme.

1.4 Nástroje peněžního trhu

Nástroje peněžního trhu jsou pevně úročené investice s nízkým rizikem. Nejpopulárnější jsou **termínové vklady**. Tato investice je známa téměř každému. Přesto mnoho lidí nevyužívá bankovních vkladů optimálním způsobem. Například otázka, jak dlouhý termín pro uložení peněz zvolit, není zcela triviální. Investiční profesionálové neustále řeší dilema rozhodování mezi dlouhodobými a krátkodobými vklady, protože je obtížné předpovídat, jakým směrem se úrokové sazby budou pohybovat v budoucnosti.

² V případech, kdy na zelenou nulu nevadí některý z hráčů, abychom byli přesní. V každém případě však pravidla rulety zabezpečují kasinům velmi slušnou existenci.

Tato nejistota má svůj název: reinvestiční riziko. Hodnotu termínových vkladů sice tento druh rizika neohrožuje (jde jen o to, kolik bude činit budoucí výnos), avšak na vkladatele číhají ještě dva typy dalších rizik. Je to především kreditní riziko – nebezpečí krachu banky či záložny. Bankovní vklady jsou sice pojištěny (korunové vklady na 90 % hodnoty do výše 400 000 Kč), u vkladů v záložnách neboli kampaňkách však nelze o žádném skutečném pojištění vkladů hovořit.

Roli termínových vkladů již z velké části převzaly **fondy peněžního trhu**. Mají velkou výhodu: likviditu. Na rozdíl od vkladů totiž netrpí problémem, že investované peněžní prostředky jsou po určitou dobu nedostupné. Kromě toho jde o cenné papíry a jako takové jsou po půl roce držení osvobozeny od daně z příjmu (je-li investorem fyzická osoba a jde-li o portfoliové investice). Nevýhodou je, že reinvestiční riziko je poněkud větší než v případě bankovních vkladů. Závisí totiž na krátkodobých tržních úrokových mírách, jejichž výše se neustále mění. (Při investování do **jakýchkoli** fondů se vyhněte otázce „jaký úrok nabízíte“. Prozradili byste tím na sebe, že jste naprostý laik.)

Podobný charakter jako fondy peněžního trhu mají velmi oblíbené spořicí účty. Ty sice oznamují úrokovou sazbu, ovšem pozor: mohou ji kdykoli změnit na základě změn úrokových sazeb vyhlášených Českou národní bankou.

Mezi nástroje peněžního trhu patří i směnky, obligace s krátkou dobou splatnosti a kontrakty s exotickými názvy jako jsou swapy, buy-sell operace apod. V praxi se však tyto složité vypadající nástroje chovají podobně jako termínové vklady. Pro běžného drobného investora nejsou přímo dostupné.

1.5 Dluhopisy

Obligace neboli **dluhopisy** jsou vlastně dlužní úpisy, které jsou obvykle veřejně obchodovatelné. Jejich doba splatnosti se měří v letech. České vládní obligace jsou obvykle pětileté až desetileté. Existuje ale i dluhopis české vlády splatný v roce 2057! Byl emitován na podzim roku 2007 s výnosem 4,85 procenta per annum. Jedině budoucí generace, pokud tou dobou ještě náhodou vezme do ruky omšelý výtisk této knihy, může rozhodnout, zda půjde (šlo) o dobrou či špatnou investici.

Osobně bych si tento dluhopis nekoupil kvůli obavám z inflačního znehodnocení. Platí totiž, že čím je průměrná doba do splatnosti delší, tím je kurs obligace citlivější na výkyvy trhu.

Výnosy dluhopisů mají dvě složky. První z nich tvoří úrokové neboli kuponové výnosy. Ty jsou podobné jako v případě výnosů peněžního trhu závislé na výši úrokových měr v době vydání příslušné obligace. U běžných obligací s pevným kuponem se během doby jejich života tento výnos nemění. (Existují však i obligace, jejichž kupony se mění v závislosti na výši krátkodobých úrokových sazeb nebo inflace.)

Druhou složkou výnosu obligací jsou kapitálové výnosy, které jsou dány kolísáním jejich tržních cen. Na rozdíl od úrokových výnosů mohou být kapitálové výnosy i záporné. Proč? Ceny dluhopisů jsou nepřímo závislé na výši úrokových měr. Klesají-li úrokové míry, rostou tržní ceny obligací. Naopak růst úrokových měr je pro majitele obligací špatnou zprávou. Výnosy obligací proto mohou být vyšší, ale také nižší než příjmy z nástrojů peněžního trhu.

Obligace kvalitních emitentů (stát, velké podniky a banky, města) jsou považovány za málo rizikové cenné papíry. Přesto však nejsou zcela prosty rizika. Například pokles českých úrokových měr měl v roce 1998 za následek růst indexu Patria GBIX (cenový index vládních obligací) o 20 %. Připočteme-li k tomu úrokové výnosy, činil celkový výnos indexu českých vládních obligací 33,5 %. V tomto případě bylo kursové riziko obligací na straně investorů. V jiných případech tomu může být naopak. V roce 2010 vzrostly tržní úrokové výnosy (yield to maturity neboli míra výnosu do doby splatnosti) řeckých desetiletých státních dluhopisů ze zhruba 5 % na 12 %. Tento vzestup výnosu byl doprovázen poklesem tržní hodnoty ze 100 % nominálu na zhruba 70 % nominální hodnoty.

Pro běžného českého investora je investování do obligací možné téměř výlučně prostřednictvím **dluhopisových podílových fondů** – obligace se totiž obchodují v blocích standardní velikosti 10 milionů Kč. Ze soukromých osob si podobné obchody mohou dovolit jen zvláště výstřední boháči.

Toto se však časem změní, protože ministerstvo financí chystá emise speciálních dluhopisů pro drobnou klientelu. V době poslední aktualizace tohoto textu však ještě nebyly známy technické detaily.

1.6 Akcie a akciové fondy

Akcie představují podíl na majetku určité společnosti. Tato společnost může (ale nemusí) vyplácet dividendy. Hodnota akcií je dána tím, jak kapitálový trh odhaduje hodnotu celkové sumy budoucích dividend, které by podnik mohl teoreticky vyplatit. Rostou-li úrokové míry, hodnota budoucích dividend se snižuje, a naopak. Platí zde stejná logika jako v případě obligací.

Akcie se však od obligací v několika směrech zásadně liší. Na rozdíl od výplaty dluhopisových kuponů není budoucí výplata dividend nijak zaručena. Není jisté, v jaké výši a zda vůbec budou dividendy vypláceny a jaký bude jejich daňový režim. Doba životnosti akcií je nekonečná, alespoň teoreticky. Všechny tyto rozdíly mají za následek, že kolem akcií obecně existuje daleko větší míra nejistoty než kolem obligací.

Akcie jsou tedy obecně rizikovou investicí, což platí i pro likvidní akcie velkých a renomovaných podniků. Zatímco u kvalitních obligací jsou výrazně dominantním zdrojem rizika pohyby úrokových měr, rizikových faktorů ovlivňujících ceny akcií je nepoměrně více. Ačkoli obecně akcie reagují na změny úrokových měr stejně jako obligace, v některých případech tomu může být jinak.

Pro běžného investora není technicky obtížné investovat do českých akcií. Se zahraničními akciemi je to dnes již jen o něco málo složitější. Nejschůdnější (a také nejbezpečnější) cestou, jak investovat do zahraničních akcií, jsou však **akciové podílové fondy**. Z nich lze doporučit především takové, které sledují pasivní investiční strategii a které jsou k dispozici za nejvýhodnějších podmínek z hlediska poplatků. Dobrá pověst příslušné investiční společnosti samozřejmě hraje roli, ale spíše z důvodu bezpečí před „vytunelováním“. Ani ta nejlepší společnost nemůže zaručit nadprůměrné výnosy.

1.7 Garantované fondy

Garantované neboli zajištěné fondy jsou relativně novou třídou aktiv, která nabývá na popularitě. Statistiky prodeje i rostoucí počet produktů hovoří jasnou řečí. Přitom zdaleka ne všichni klienti vědí, jaký je vlastně princip garance. Namísto jsou možná i obavy, že to nevědí ani někteří finanční poradci.

Jak se tedy garantované fondy „vyrábějí“? Pokusme se to vysvětlit na jednoduchém případě. Dejme tomu, že chceme zkonstruovat nejjednodušší model garantovaného fondu, což je uzavřený akciový indexový fond s garancí jistiny na dobu určitou. Právní komplikace a daňové otázky nás nebudou zajímat. Také od poplatků abstrahujeme a soustředíme se výhradně na „vnitřnosti“ fondu.

Pochopitelně musíme mít jasno v některých otázkách:

- bazická měna (např. USD),
- doba trvání (např. 3 roky),
- podkladový instrument (např. akciový index S&P 500).

Jak takový fond vyrobit? Existuje více možností. V nejjednodušším případě si teoreticky vystačíme se dvěma složkami:

- bezrizikový (tj. státní) dluhopis s dobou splatnosti 3 roky,
- nákupní (call) opce na index S&P 500 na stejnou dobu.

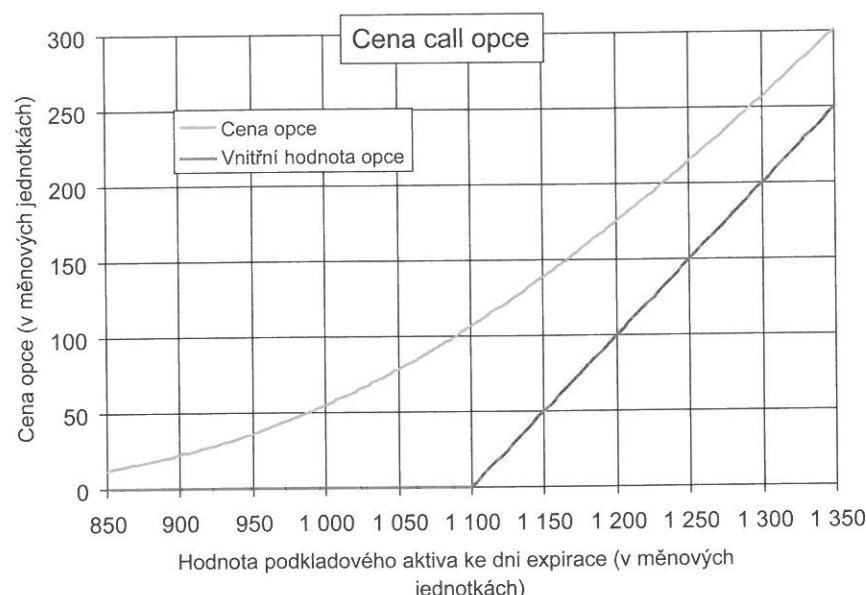
První z obou složek má zřejmý význam: bezpečné státní dluhopisy představují onu zmíněnou garanci jistiny. Do nich bude investována drtivá většina hodnoty fondu. Americký tříletý T-bond nese dnes (v době tvorby tohoto příkladu to bylo 2. srpna 2007) 4,9 % per annum do doby splatnosti. Jednoduchou aritmetikou tedy zjistíme, že do dluhopisu investujeme přibližně 85 % hodnoty fondu, protože takto nám úrokové výnosy zabezpečí 100% garanci jistiny. Samozřejmě se jedná o teoretický příklad, kdy zanedbáváme veškeré poplatky a podobné záležitosti.

Zbývajících asi 15 % hodnoty fondu nevypadá jako příliš velký „balík“, na němž by bylo možné vydělat rozumný zisk vzhledem k hodnotě celého portfolia. Kdybychom pracovali pouze s klasickými instrumenty, také by tomu skutečně tak bylo: směs 85 % státních dluhopisů a 15 % akcií by byla opravdu velmi konzervativně balancovaným fondem, jehož výnosy by se chovaly dosti „nudně“.

Použití jednoduchého finančního derivátu, tj. call opce s vhodnými parametry, dá ovšem celé konstrukci nový rozměr. Zde je namísto vysvětlit základní principy opcí a jejich oceňování. Opce je v zásadě termínový obchod s podmínkou, že její držitel má možnost volby (anglicky „option“), zda obchod uskuteční či nikoli. V praxi to znamená, že když má majitel opce koupit například akciový index S&P 500 v den vypršení (expirace) opce za cenu odpovídající 1 100 bodům, přičemž aktuální hodnota indexu je třeba 1 183 bodů, pak opční právo jistě vykoná, protože rozdíl 83 bodů pro něho představuje zisk. Naopak tomu, pokud v rozhodný den bude index mít hodnotu jen například 1 072 bodů, pak se majitel svého práva zaručeně vzdá a nechá opci vypršet bez vykonání obchodu.

Následující graf ukazuje cenu opce, která může odpovídat opci na index S&P 500 s dobou expirace jednoho roku a s kontraktní cenou ekvivalentní 1 100 bodům. Jde o ukázkový příklad, který demonstruje, jaká je typická závislost ceny opce na aktuální hodnotě podkladového aktiva, na které je opce navázána.

Výpočty jsou založeny na Black-Scholesově modelu hodnocení opčních kontraktů, což je model publikovaný již v roce 1973. Jde mimochodem o finanční aplikaci řešení diferenciální rovnice popisující vedení tepla v pevné látce.



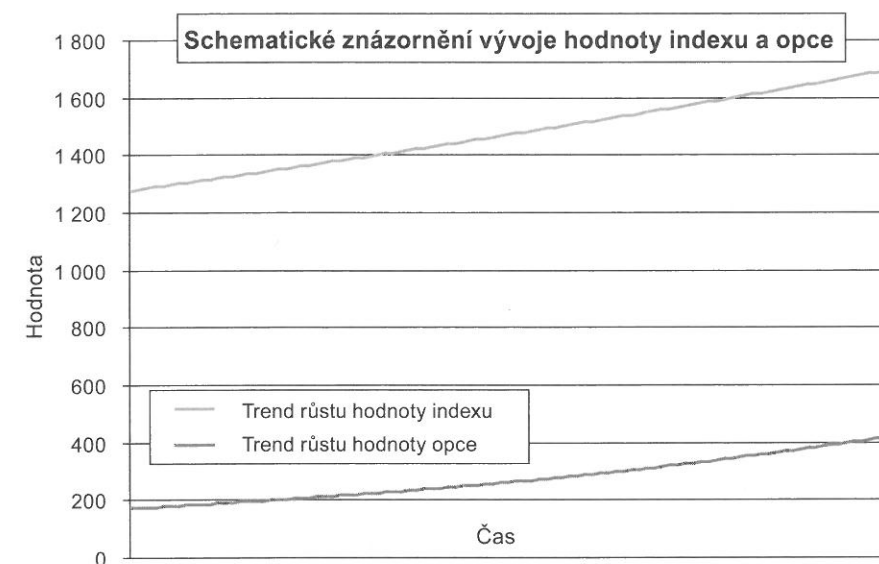
Zdroj: vlastní výpočet

Platí, že hodnota opcí roste s volatilitou. Proto je poměrně velmi obtížné konstruovat garantované fondy na základě vysoce volatilních indexů – opce by byly příliš drahé a nezajistily by atraktivní podíl na výnosech indexu. Drtivá většina garantovaných fondů je proto navázána na relativně málo volatilní severoamerické a západoevropské indexy, případně na japonský trh anebo na portfolio složené z těchto indexů.

Dejme tomu, že volných 15 % hodnoty portfolia investujeme do nákupní (call) opce s dobou splatnosti 3 roky a s expirační cenou, která je rovna aktuální hodnotě indexu, což ke dni 2. srpna 2006 bylo 1 279 bodů. Jak bude vypadat výsledek? Aktuální hodnota opce bude činit přibližně 173 bodů (při započtení aktuální výše dividendového výnosu ve výši 1,9 % a volatility indexu 13 %). Cena opce se samozřejmě bude průběžně měnit s klesající zbytkovou dobou do expirace, s vývojem aktuální hodnoty indexu a ostatních parametrů. Obecně platí, že čím rychleji poroste hodnota podkladového indexu, tím vyšší bude hodnota opce v době její expirace.

Schematicky lze relaci vývoje hodnoty opce vůči vývoji indexu znázornit následujícím grafem, který je pro pochopení podstaty jednodušších garantovaných produktů klíčový.

Hodnota opce roste v průběhu času téměř paralelně s hodnotou indexu. (Časová hodnota opce sice konverguje k nule, ale vnitřní hodnota roste shodně s růstem indexu.) Vtip je v tom, že hodnota opce roste z podstatně nižšího základu než index, proto je celkové procentní zhodnocení mnohem vyšší. Konkrétně, index se v našem modelovém příkladě zhodnotil během celého období o 33 %, kdežto opce o 143 %. To je hlavní kouzlo opcí v garantovaných produktech. V jednodušších případech – jako je tento ilustrativní garantovaný produkt – je tedy matematika za nimi stojící poměrně triviální.



Zdroj: vlastní výpočet

Všimněme si, že poměr zhodnocení opce a indexu je nelineární. Když například během následujících 3 let index S&P 500 poroste ročně o 10 % (což je hodnota blízká dlouhodobému průměru), pak při zachování ostatních parametrů můžeme počítat s 5,2 % průměrným ročním zhodnocením. Kdyby index S&P 500 rostl ročně o 15 %, míra zhodnocení by dosáhla 8,5 % ročně. Naproti tomu kdyby index rostl jen o 5 % ročně, znamenalo by to pouze slabý 0,8 % průměrný roční výnos.

Uvedená čísla mají pouze charakter názorného a krajně zjednodušeného příkladu. V praxi se vyskytují garantované produkty s nejrůznějšími vlastnostmi. V praxi se vyskytují mnohem složitější varianty, za nimiž stojí netriviální finanční matematika. Obvyklá bývá například horní hranice možného výnosu, tedy garance naruby. Ta má charakter „zabudované“ put opce. Existují samozřejmě i podstatně složitější konstrukce založené na tzv. exotických opcích, na které je starý známý Black-Scholesův model krátký. Rozvoj garantovaných produktů souvisí s překotným vývojem finanční teorie 90. let, kdy ve financích začala pracovat řada studovaných matematiků a fyziků, kterým tradiční finanční deriváty připadaly příliš fádny a teoreticky nezajímavé. Proto vyvinuli řadu nových produktů s malebnými názvy jako duhové opce, bariérové opce, asijské opce atd. Ty jsou základem pro vysoce sofistikované garantované produkty, které mají zajímavé vlastnosti.

Mezi jejich negativa ovšem patří neprůhlednost: do složitě strukturovaného produktu nevidíte, pokud nemáte doktorát z matematiky a financí zároveň (a ani pak nemáte vyhráno.) Pozitivem garantovaných produktů však zůstává, že nabízejí něco, co tradiční fondy nemůžou poskytnout. Existují názory, že garantované fondy jsou vlastně zbytečné. Namísto garantovaného akciového fondu prý stačí mix akcií a dluhopisů v dostatečně konzervativním poměru. Jenže garantované fondy a balancovaná portfolia jsou dvě naprosto odlišné záležitosti. Každý z těchto nástrojů má své opodstatnění pro určité typy klientů a nejsou navzájem zástupné. Jsou garantované fondy dobré či špatné? Odpověď: jsou jiné.

1.8 Proč se (obvykle) nevyplácí „časovat“ trh

Toto je možná nejspornější část celého šestého vydání. Když jsem tuto drobnou kapitolku psal v roce 1998, byl jsem skálopevně přesvědčen, že jde o naprosto autoritativní text podpořený masou zkušeností a akademického výzkumu od nejlepších světových mozků v oboru financí. Nicméně se píše rok 2010, jsem starší o dvanáct let a zkušenější o několik finančních krizí, takže někdejší zaručené pravdy již neberu tak zaručeně. Proto uvádím původní text, který posléze širě rozpracuji.

Laici se často domnívají, že ideálním investičním přístupem je nakupovat akcie, než jejich ceny půjdou nahoru, a prodávat akcie, když se očekává pokles jejich cen. Dlouhodobě zkušenosti však ukazují, že tento přístup není optimální. Protože nikdo nemá zázračnou křišťálovou kouli, nikdo není schopen soustavně dosahovat nadprůměrných výnosů takovýmto „časováním“ trhu. V určitých izolovaných případech sice tento přístup může vést k úspěchu, avšak pouze za cenu výrazného zvýšení investičního rizika. Zkušenosti rozhodně popírají možnost soustavného dosahování nadprůměrných výnosů za pomoci časování trhu.

Studie firmy Ibbotson Associates ukázala, že jeden dolar investovaný do amerických akcií v roce 1925 by se za 70 let zhodnotil více než tisícinásobně: na 1 114 dolarů. Ovšem investor, který by zmeškal 35 nejlepších měsíců z celkových 840, by zhodnotil svoji investici pouze desetinásobně. Jinými slovy, 99 % výnosů se odehrálo během pouhých 4 % času. Protože nikdo nedokáže předpovědět, kdy tato „zlatá“ 4 % nastanou, je lepší držet akciové portfolio dlouhodobě. Pokusy spekulovat s časováním prodejů a nákupů obvykle končí podprůměrným výkonem. Kromě toho investoři, kteří obchodují příliš často, platí vyšší makléřské poplatky.

Nicméně žádné investiční pravidlo neplatí beze zbytku po 100 % času. Existují situace, kdy je lepší trh opustit, než sledovat jeho agonický pokles. Toto vydání se těmito případy věnuje podrobněji.

1.8.1 Kde aktivita škodí

Úspěšného investičního manažera si spíše představíme jako mladého dynamického muže s mobilním telefonem než jako rozvážnou dámu středních let. Existují však závažná fakta, která tento stereotyp silně narušují. Ekonomové Terrance Odean a Brad Barber, kteří působí na University of California, provedli výzkum úspěšnosti investorů podle pohlaví, věku a rodinného stavu. V rámci výzkumu prozkoumali výnosy 35 000 klientů jedné velké americké makléřské firmy. Řečeno bez dlouhých okolků: ženy jsou lepší investoři

než muži. Muži zaostávají za ženami v průměru o 1,4 % ročně, přičemž mladí svobodní muži dosahují dokonce o 2,3 % nižších průměrných výnosů než ženy.

Na tomto místě by bylo možné očekávat vtipnou úvahu o ženském rozumu a jeho přednostech. Leč pravda je jiná. Ženy dělají při investování naprosto stejné rozumové chyby jako muži. (Jde opět o závěry Odeanovy a Barberovy studie, které mohou potvrdit z vlastní zkušenosti při kontaktu s klienty.) Obě pohlaví mají tendenci propadat nebezpečným mýtům, například „teď je ten správný okamžik – kurs této akcie je tak nízký, že už prostě nemůže dále klesat“. Ve skutečnosti se příliš mnoho investorů drsným způsobem přesvědčilo, že klesnout může kurs jakékoli akcie, a to zcela bez ohledu na její minulost.

Skutečný důvod, proč ženy předčí muže co do investiční výkonnosti, je až trapně prozaický. Ženy obchodují na burze méně často, díky tomu platí nižší makléřské poplatky a jejich výnosy jsou proto vyšší. Proč muži obchodují více než ženy? Barber a Odean mají následující vysvětlení: „Investoři, kteří mají nadměrnou sebedůvěru, obchodují častěji. Testujeme tuto hypotézu tak, že rozdělíme investory na základě proměnné, která je přirozeným měřítkem nadměrné sebedůvěry: pohlaví. Psychologické výzkumy ukázaly, že muži mají větší sklony k nadměrné sebedůvěře než ženy. Z modelu nadměrné sebedůvěry investora vyplývá, že muži budou obchodovat častěji a budou mít horší výkonnost než ženy.“

Kromě sebedůvěry je tu ještě jeden rozdíl: čas. Zejména vdané ženy obvykle nemají dost času, aby denně sledovaly burzovní zprávy a aby neustále dávaly svým makléřům prodejní a nákupní příkazy. Svobodní muži naproti tomu mají času dost, aby se o svá portfolia aktivně starali a prostřednictvím mobilních telefonů konverzovali s makléři. Muži obchodují celkově o 45 % častěji než ženy, přičemž svobodní muži jsou dokonce o 67 % aktivnějšími obchodníky než svobodné ženy. Jenomže „aktivní starost“ o finance vede ve skutečnosti pouze k růstu objemu zaplacených makléřských poplatků. Ani muži, ani ženy neumějí vybírat ten správný okamžik k nákupu nebo k prodeji cenných papírů.

Investiční management patří mezi několik málo odvětví lidské činnosti, kde je příliš mnoho aktivity a nadměrná sebedůvěra spíše na škodu. Pokusy vystihnout optimální dobu k nákupu nebo k prodeji jsou tedy krajně sporné. Problém je o to horší, že investoři jsou často ovlivněni subjektivním vnímáním vývoje trhu a jejich rozhodnutí jsou často motivována spíše psychologicky než ekonomicky.

Například mexická měnová krize v prosinci 1994 a následné chování finančních trhů byly klasickým příkladem nežádoucího vlivu psychologie na investiční rozhodování. V důsledku špatných zpráv o mexické ekonomice poklesl dne 2. března 1995 index mexické burzy na historické minimum. Investoři se předháněli v pesimismu a mexický akciový trh byl považován za trh bez budoucnosti. Kdo však tehdy nepropadl panice, mohl přesně o tři roky později realizovat 243% zisk. (Tento výnos odpovídá průměrnému 51% výnosu během let 1995 – 1998.)

Americký akciový trh poskytl během let 1986 – 1995 průměrný roční výnos ve výši 14,85 %. Podívejme se, jak by se změnil výnos, kdybychom zmeškali určitý počet nejlepších dní, během nichž došlo k nejrychlejšímu růstu.

Tabulka 1.2 Průměrné výnosy a výnosy v nejlepších dnech

Období	Průměrné roční výnosy
Celé období: 2 526 obchodních dní (1986 – 1995)	14,8 %
Celé období kromě deseti nejlepších dní	10,2 %
Celé období kromě dvaceti nejlepších dní	7,3 %
Celé období kromě třiceti nejlepších dní	4,8 %
Celé období kromě čtyřiceti nejlepších dní	2,5 %

Zdroj: Ned Davis Research

Vidíme, že když zmeškáme třeba jen malý počet dní s největším růstem, celkový výnos se radikálně sníží – až na úroveň, která je obvyklá u nástrojů peněžního trhu. Pokusy o časování akciového trhu však obvykle nevedou ke snížení investičního rizika, zejména pokud jsou prováděny laicky. Časováním tedy můžeme mnoho ztratit, ale jen velmi málo získat.

Velmi názorné jsou zkušenosti z praxe indexových fondů, které nijak nečasují trh, a fondů aktivně spravovaných, které se vždy pokoušejí o nějakou formu vystižení pohybu trhu v čase. V období poklesů trhu by hodnota indexových fondů měla klesat rychleji, protože aktivně spravované fondy obvykle vždy drží jistý objem majetku v hotových penězích. Ve skutečnosti však indexové fondy překonávají průměr aktivně spravovaných fondů, a to ze dvou důvodů. Prvním důvodem je úspora transakčních nákladů. Druhým důvodem je skutečnost, že aktivní manažeři zpravidla nejsou schopni identifikovat správný okamžik k nákupu akcií. Nejlepší dny pro nákup akcií totiž často následují po obdobích nejhorší deprese. Neexistuje však žádná možnost, jak včas identifikovat, kdy končí deprese a začíná růst.

1.9 Proč se nevyplácí vybírat akcie

Přesto se stále vrací myšlenka, že profesionální manažeři by přece jen měli mít nadprůměrnou výkonnost. Vždyť mají k dispozici moderní informační vybavení, jsou v neustálém kontaktu s trhem a mohou kdykoli během sekund reagovat na aktuální ekonomický vývoj. Měli by proto být schopni vyhnout se nejhorším obdobím, a naopak být přítomni na trhu během těch několika nejlepších dní v roce, kdy se kapitálovým trhům daří nejlépe.

A jestliže není možné „časovat“ trh, pak by investiční profesionálové měli být alespoň schopni vybírat akcie podniků, které mají lepší perspektivu než ostatní, a které by tudíž měly poskytnout nadprůměrné výnosy. Vždyť kdo jiný než špičkoví odborníci, kteří detailně studují účetní výkazy podniků, by měli znát jejich skutečnou hodnotu? Je možné smířit se s tím, že nelze vybrat přesný okamžik pro nákupy nebo prodej cenných papírů. Dlouhodobě by však akcie dobrých podniků bezpochyby měly přinést větší výnosy než akcie podniků špatných. To dá rozum, ne?

Bohužel nikoli. Skutečnost se liší od těchto laických představ. „*Lidské bytosti neumějí vybírat akcie. Tečka.*“ konstatuje lakonicky investiční poradce William Bernstein. Toto tvrzení není extrémním názorem jednoho poněkud výstředního finančníka, nýbrž hlavním proudem moderní teorie financí. Bernstein uvádí výsledky průzkumu výkonnosti amerických podílových fondů, který provedla firma Micropal – renomovaná agentura

specializovaná na hodnocení výkonnosti fondů. Tedy opět velmi praktická finanční instituce.

Tab. 1.3 ukazuje v druhém sloupci výkonnost třiceti nejvýkonnějších fondů v určitém období, průměrnou výkonnost všech fondů a výkonnost akciového indexu S&P 500. Třetí sloupec tabulky ukazuje výkonnost téže skupiny akcií v pozdějším období.

Tabulka 1.3 Výnosy nejlepších fondů a průměrné výnosy

	Výnos 1970–1974	Výnos 1975–1998
Nejlepších třicet fondů období 1970–1974	0,78 %	16,05 %
Průměrný roční výnos všech fondů	–6,12 %	16,38 %
Průměrný roční výnos indexu S&P 500	–2,35 %	17,04 %
	Výnos 1980–1984	Výnos 1985–1998
Nejlepších třicet fondů období 1980–1984	22,51 %	16,01 %
Průměrný roční výnos všech fondů	14,83 %	15,59 %
Průměrný roční výnos indexu S&P 500	14,76 %	18,76 %
	Výnos 1990–1994	Výnos 1995–1998
Nejlepších třicet fondů období 1990–1994	18,94 %	21,28 %
Průměrný roční výnos všech fondů	9,39 %	24,60 %
Průměrný roční výnos indexu S&P 500	8,69 %	32,18 %

Zdroj: William Bernstein / Micropal

V každém období se pochopitelně najdou fondy, které svojí výkonností výrazně překonaly průměr. Pokud bychom však použili historickou výkonnost jako kritérium výběru pro naše investice, neudělali bychom žádné velké štěstí. Tab. 1.3 dosti zřetelně ukazuje, že výkonnost fondů, které měly během určitého období špičkové výnosy, v dalším období upadá do průměru. „Špičkoví“ manažeři ve skutečnosti nemají žádné zvláštní schopnosti a jejich dočasné úspěchy bývají téměř vždy dílem náhody.

Jedním z mnoha slavných manažerů, jejichž výkonnost se po čase vrátila do pásma průměru, je Robert Sanborn. Jeho fond Oakmark Fund překonal v roce 1992 akciový index S&P 500 o 41 %, v roce 1993 o 20 %. V letech 1994 – 1997 se Sanbornem řízený fond dostal do pásma průměru a v roce 1998 zaostal za indexem o téměř 24 %, samozřejmě k velké nelibosti klientů. Svědčí o tom úryvek jednoho z dopisů, které Oakmark Fund na toto téma obdržel. „*Kdo je u všech k...v manažer vašeho fondu a proč si ten člověk nemůže konečně vytáhnout hlavu ze své vlastní p...e? Kdejaká z...á opice by dokázala dát dohromady lepší portfolio než vy.*“

Značně podrážděný tón dopisu svědčí o tom, že zklamaný klient měl o výkonnosti fondu jiné představy, než jaké mohla jeho investiční strategie splnit. Robert Sanborn vysvětluje, že výkonnost fondu je dána jeho strategií. Touto strategií bylo v daném případě kupovat akcie podniků, které jsou „levné“ z hlediska analýzy účetních výkazů. Tento přístup, založený na investování do teoreticky „podhodnocených“ akcií, má název hodnotová strategie. (Jejím protipólem je strategie růstová – investování do akcií společností s malým ziskem a nulovými dividendami, avšak s nadprůměrným růstovým potenciálem.)

V roce 1998 byla polovina celkového 28% růstu indexu S&P 500 dána růstem kursů pouhých patnácti akciových titulů. Z nich pouze jediný – Ford Motors – odpovídal

kritériím „podhodnocenosti“, která používají „hodnotoví“ investoři. Z tohoto důvodu bylo pro jakýkoli „hodnotově“ řízený fond krajně obtížné překonat v roce 1998 tržní průměr. Případ Roberta Sanborna ukazuje, že ani profesionál mnoho nezmuže, obrátí-li se okolnosti proti němu.

Ale co existence „hvězdných“ portfolio manažerů? Nedokazují snad skvělé výnosy portfolio některých fenomenálních osobností, že trh je skutečně možné výrazně a trvale překonávat? Nedokazují. Kdybychom nechali tisíc investičních manažerů házet mincí každý den během jednoho roku, jistě by se mezi nimi našly „hvězdy“, kterým padla hlava mnohem častěji než průměrnému účastníkovi našeho experimentu. Kdybychom vybrali 30 nejlepších, mohli bychom očekávat, že během dalšího roku dosáhnou nadprůměrné „výkonnosti“? Samozřejmě nikoli. Házení mincí je ryze náhodný proces a my bychom byli svědky přesně stejného návratu „hvězd“ k průměru – úplně stejně, jako jsme v praxi svědky návratu výkonnosti špičkových investičních manažerů do pásma průměru.

Praktická nemožnost vybírání nadprůměrných akcií není výsadou trhu Spojených států. Günter Ogger, autor bestselleru *Finanční žraloci* (v originále *Das Kartell der Kassierer*, česky vydalo nakladatelství Brána v roce 1995), píše: „Doporučení peněžních ústavů k nákupu nebo k prodeji akcií bývají (...) skoro vždy střelbou vedle. V období od července 1990 do června 1991 provedli pracovníci Ústavu podnikového hospodářství při univerzitě v Kielu z pověření časopisu *Manager Magazin* dlouhodobý průzkum kvality 3 600 doporučení triadvaceti německých peněžních ústavů k nákupu akcií. Výsledek – většina akciových tipů dopadla podprůměrně. Doporučení ani jednoho z testovaných peněžních ústavů si nestálo lépe než německý akciový index DAX. Pouze osm z celkem triadvaceti bank dosáhlo vůbec nějakého kladného výsledku. Zatímco DAX (...) stoupl ve zkoumaném období o 6,1 %, nejlepší z testovaných ústavů (...) dosáhl jen skromných 2,59 %.“

Günter Ogger uvádí ve své knize ještě několik podobných příkladů. Své poznatky o investičních doporučeních německých bank shrnuje do pádného tvrzení: „Nelze je brát vážněji, než kdyby vám je dala toaletárka na hlavním nádraží.“ Velmi tvrdé prohlášení. Nikoli však bezdůvodně tvrdé.

1.10 Proč nelze ani vybírat akcie, ani časovat trh

Laici se občas domnívají, že finančníci ohledně prognózování záměrně „mlží“, protože se nechtějí dělit o své předpovědi s veřejností. Důvod, proč předpovídání akciových nebo měnových kursů (ať už jde o výběr akcií či o „časování“ trhu) je za normálních okolností prakticky nemožné, je však daleko prozaičtější. Na akciovém trhu (nebo na trhu obligací, zahraničních měn či komodit) působí obrovské množství inteligentních lidí, kteří věnují podstatnou část pracovní doby tomu, aby přechytračili jeden druhého. Všichni mají k dispozici stejné informace a většina z nich četla stejné učebnice financí. Není důvod, proč by jeden analytik měl být soustavně lepší než všichni ostatní dohromady. Nelze úspěšně soutěžit s neviditelnou rukou trhu.

Existuje řada praktických studií, které tento teoretický závěr podporují. Výsledky výzkumu českých akciových analytiků ukazují, že jejich předpovědi jsou užitečné jen za určitých okolností. Celkem byli analytici schopni správně předpovědět směr pohybů akciových kursů jen asi v 53 % případů. Výsledky analytiků na vyspělých zahraničních trzích nejsou lepší.

Jsou analytici hloupí? Nikoli. Problém spočívá ve skutečnosti, že jejich schopnosti jsou velmi vyrovnané. Jako ve fotbalu: čím lepší a vyrovnanější mužstva spolu hrají, tím méně bohužel padá gólů. Na mistrovství světa ve Francii v roce 1998 padlo v jednom zápase průměrně 2,67 gólu. Na mistrovství světa v roce 1954 bylo vstřeleno během zápasu v průměru 5,26 gólu. Fotbalisté z roku 1998 byli lépe trénováni a fyzicky zdatnější než hráči v 50. letech, přesto však dávali méně gólů. Jejich schopnosti byly natolik vyrovnané, že mnohem častěji rozhodovaly o výsledku zápasu penalty. Vyrovnané schopnosti akciových analytiků přispívají k tomu, že o úspěšnosti investování zčásti rozhoduje náhoda, zčásti velikost poplatků a daní, které fond platí.

V akademickém světě je tato teorie již řadu let pokládána za základní a ověřený poznatek. Finanční teoretici jsou proto vůči analytikům často až neuvěřitelně jízliví. „*Přirovnal bych akciové analytiku k astrologům, ale nechci urážet astrology*,“ řekl pro časopis *Fortune* profesor Eugene Fama, o němž se hovoří v souvislosti s kandidaturou na jednu z příštích Nobelových cen. „*Jediní, kdo dnes nevěří, že trh funguje, jsou severní Korejci, Kubánci a akcioví analytici*,“ řekl jiný významný teoretik, Rex Sinquefeld. Další slavný teoretik, laureát Nobelovy ceny za ekonomii, Paul Samuelson, je následujícího názoru: „*Jestliže inteligentní lidé neustále zkoumají trh ve snaze najít dobré příležitosti, snaží se prodat akcie, o nichž se domnívají, že jsou nadhodnocené, a současně nakupují akcie, které jsou podle jejich mínění podhodnocené, výsledkem činnosti inteligentních investorů bude, že veškeré budoucí vyhlídky akcií se promítnou do již existujících akciových kursů. To znamená, že pasivní investor, který se nijak nesnaží zkoumat podhodnocené nebo nadhodnocené akcie, bude mít možnost kupovat a prodávat akcie za stejně dobré ceny jako všichni ostatní. Pro pasivního investora bude náhoda stejně dobrou metodou výběru investic jako jakýkoli jiný přístup*.“

Známý ekonom Gregory Mankiw jednou provedl anketu mezi svými kolegy. Zjistil, že zhruba polovina profesionálních ekonomů má převážnou část svého jmění v akciích a je schopna velmi pádně a fundovaně zdůvodnit, proč se domnívají, že akcie jsou dobrou investicí, kterou je vhodné mít v portfoliu. Druhá polovina ekonomů nemá v akciích prakticky nic a umí brilantně zdůvodnit, proč jsou akcie předražené a proč je vhodné se jim zdaleka vyhnout. Co odborník, to názor.

Nepředvídatelnost akciového trhu tedy není způsobena lajdáckou prací analytiků, nýbrž paradoxně naopak. Trhy jsou nepředvídatelné právě proto, že analytikové velmi kvalitně hodnotí dostupné informace. Stav, kdy všechny relevantní informace jsou „zpracovány“ trhem a „zabudovány“ do cen, se nazývá **efektivní trh**. Brealey a Myers, autoři známé a respektované učebnice *Principles of Corporation Finance*, píší: „*Doporučujeme investičním manažerům předpokládat, že kapitálové trhy jsou efektivní, pokud nemají nějaký silný a konkrétní důvod, aby věřili v opak. To znamená věřit tržním cenám a věřit, že investoři rozpoznají skutečnou ekonomickou hodnotu*.“

Eugene Fama napsal: „*Jestliže akciový trh je efektivní, fundamentální analýza je zhola neúčinná činnost jak pro průměrného analytika, tak pro průměrného investora*.“ Po všimněme si rozdílu mezi suše akademickým stylem profesora Famy na jedné straně a mezi „toaletárkou na hlavním nádraží“ publicisty Güntera Oggera na straně druhé. Oba autoři vycházejí z jiného prostředí, z jiných zkušeností, avšak jejich závěr je pozoruhodně shodný: neexistuje žádný geniální klíč k výběru akcií s nadprůměrným výnosem.

Nepředvídatelnost není jen výsadou akciových trhů, nýbrž i trhů obligací, cizích měn, komodit a jiných spekulativních aktiv. Není tedy důvod věnovat výběru akcií příliš mnoho prostředků a času. Je mnohem užitečnější věnovat tyto vzácné zdroje hodnocení rizika, které jsme jakožto investoři ochotni podstoupit, a návrhu portfolia, které by našemu rizikovému profilu odpovídalo. Na předpokladu existence efektivního trhu, který je krátkodobě nepředvídatelný, je založen matematický model chování kapitálových, měnových a komoditních trhů, který má název **náhodná procházka**³.

1.11 ... a proč to přece jen někdy jde?

Představte si trh, kde činnost tisíců analytiků a ekonomů způsobí vysoký stupeň efektivity. Trh nedá nikomu nic zadarmo, tedy bez rizika. Všechny akcie jsou oceněny burzou tak, že nikdo nemůže objevit nadhodnocené nebo podhodnocené tituly. Ceny dluhopisů přesně odrážejí kreditní kvalitu a pravděpodobnost úvěrového selhání. Měnové kursy perfektně odpovídají makroekonomické situaci příslušných ekonomik. Deriváty jsou ohodnoceny správnými modely a všichni analytici, spekulanti, investoři a ekonomové jsou schopni pochopit a vyčíslit výnosy a rizika. Všichni používají všechny dostupné čerstvé informace, jednají nezávisle a s vysokým stupněm finančního vzdělání a profesionality.

Pěkně pohádková představa, což?

Skutečnost se poněkud liší. Na akciových trzích se vyskytují bubliny a paniky. Nadhodnocených a podhodnocených titulů jsou kvanta. Trhy dlouhá léta totálně ignorovaly rizika řeckých dluhopisů, ovšem poté trh okamžitě propadl panice a rizikové prémie raketově vyskočily o dva desítkové řády během krátké doby. Měnový kurs USD/EUR byl od založení eura předmětem divokých výkyvů stěží vysvětlitelných fundamentálními ekonomickými veličinami.

Pokud jde o deriváty, zafungovaly v letech 2007 – 2008 jako finanční zbraň hromadného ničení, která se vymkla kontrole. Náhle trhy s úžasem zjistily, že sekuritizovaným dluhopisům a pojistkám proti úvěrovému selhání (CDO – Credit Default Obligations, CDS Credit Default Swaps) nerozumí nikdo, zejména ne investiční banky a jiné finanční instituce, které se obchodování s nimi věnovaly ve velkém. Nejenže byl nepřekonatelný problém tyto nástroje správně ocenit v účetnictví, ale ani se nevědělo, které banky, pojišťovny a jiné firmy jsou zasaženy problémy s deriváty. Trh nejenže nedokázal tyto instrumenty ocenit, ale dokonce ani nevěděl, kde jsou!

Začátkem roku 2007 světové finanční trhy neviděly žádné problémy a směle předpovídaly nerušený růst světové ekonomiky. O dva roky později trhy reálně očekávaly totální rozval světového finančního systému. Index Dow Jones Industrial 30 ztratil v roce 2007 začátkem března 53 procent své maximální hodnoty z roku 2009. Světový index MSCI World ztratil v období říjen 2007 až březen 2009 dokonce 59 procent!

Lze takovéto výkyvy vysvětlit pouze tím, že se během dvou let změnila světová hospodářská situace? Situace se samozřejmě změnila, ale byl propad akciových trhů adekvátní? Samozřejmě nebyl. Nominální velikost americké ekonomiky vzrostla od roku 2007

³ Další diskusi o podstatě tohoto modelu lze najít například v knize *Peníze, výnosy a rizika* (P. Kohout, Ekopress, Praha 1998).

(kdy HDP obnášel 14 078 miliard dolarů) na 14 256 miliard USD v roce 2009. Zisky podniků samozřejmě během recese v roce 2008 výrazně poklesly, ale celková hodnota jejich akcií je determinována součtem jejich budoucích výnosů – což logicky znamená, že pokles cen akcií o více než polovinu nemohl mít rozumné ekonomické zdůvodnění. Zisky v běžném roce totiž tvoří nepatrný zlomek celkové hodnoty podniku.

Znamená to, že i když byla světová finanční krize let 2007 – 2009 dramatickou sérií nečekaných událostí, z makroekonomického hlediska byly výkyvy světové ekonomiky stále řádově menší, než výkyvy globálních akciových trhů. Propad akciových trhů o více než polovinu by mohl být vysvětlen obavami ze selhání celého kapitalistického řádu – pak ale nelze v rámci hypotézy efektivních trhů vysvětlit, proč trhy tuto možnost neanticipovaly již v roce 2007.

Jediný logický závěr: trhy nejsou efektivní. Jsou zmítány vášněmi, trpí krátkozrakostí, některé závažné informace nejprve nejsou schopny náležitě vyhodnotit a pak mají tendenci reagovat přehnaně.

1.12 Jak neprotočit peníze

Poznámka z roku 2010: Tato kapitola se původně jmenovala „Proč makléřské firmy a banky přesto poskytují investiční doporučení?“ Pointou bylo zjištění, že ačkoli jsou trhy efektivní, finanční firmy stále nutí klienty točit peníze na trhu, protože z nich mají poplatkové výnosy.

V posledním vydání této knihy jsem již vzdal neobhajitelné tvrzení o efektivitě trhu, ale platnost původní kapitoly zůstává. Případů, kdy nesolidní makléřská firma takřka stáhne z klienta kalhoty, přibývá i na českém trhu. Varování z roku 2000 je i dnes aktuální.

Závěr, že banky a makléřské firmy neumějí předpovídat budoucnost, neznamená, že jsou zbytečné. Jejich úkolem je udržovat v chodu finanční trh a zabezpečovat likviditu. Což je z makroekonomického hlediska příznivé, avšak vysoká likvidita trhu může být někdy na úkor „mikroekonomického“ zájmu klientů. Proč? V činnosti makléře tkví konflikt zájmů. Makléř je přímo finančně zainteresován na obratu, zatímco na ziscích klientů nemá bezprostřední zájem. Makléřské firmy vydělávají bez ohledu na to, zda klient vydělává nebo prodělává. Pro makléře je důležité, aby se peníze „otáčely“ a generovaly poplatky.

Americká organizace na ochranu investorů NASAA (North American Securities Administrators Association) publikovala v roce 1999 studii o výnosech drobných klientů amerických makléřských firem. Ve své zprávě o laických klientech, kteří často využívají služeb makléřských firem (včetně internetových obchodníků, kteří se na nezkušené klienty přímo specializují), NASAA uvádí, že „70 % klientů nejenže prodělává peníze, ale s největší pravděpodobností ztratí veškeré investované prostředky“. Pouze 11,5 % klientů má šanci na dosažení zisku, zbytek buď zůstává „na svém“, anebo ztratí relativně málo. Jediný, kdo z této situace těží, jsou samotné makléřské firmy, které svým marketingem cílevědomě podporují časté obchodování. Jeden z autorů studie NASAA, investiční poradce Ronald Johnson, uvádí: „Na základě těchto poznatků lze souhrnně prohlásit, že naprostá většina drobných klientů (88,5 %) by udělala nejlépe, kdyby se zdržela krátkodobého spekulativního obchodování.“

Studii NASAA se dostalo koncem července 1999 nebyvalé publicity v souvislosti s tragickou událostí v Atlantě. Neúspěšný amatérský spekulant Mark Barton vešel do kanceláře dvou makléřských firem a postřílel devět zaměstnanců, když předtím zavraždil svoji ženu a dvě děti. V průběhu necelých dvou předchozích měsíců ztratil Barton 105 000 dolarů při neúspěšných obchodech. Během policejního stíhání spáchal sebevraždu. V dopise na rozloučenou uvedl, že motivem jeho činu bylo „*zabít lidi, jejichž lakota způsobila moji zkázu*“.

Je třeba zdůraznit, že solidní makléřské firmy si konflikt zájmů uvědomují a podřizují se zákonům a etickým normám, které chrání zájmy klientů. Koneckonců, nespokojený klient dříve či později odejde (byť zpravidla za méně dramatických okolností než Mark Barton), a neetické jednání se proto v dlouhodobějším měřítku nevyplácí. Mezi obvyklé metody ochrany zájmů klientů patří zejména důsledné oddělení činnosti makléřů a investičních manažerů. Makléřská firma, která zároveň provádí správu portfolia externích klientů, aniž by tuto činnost delegovala na svoji dceřinou společnost, je přinejmenším podezřelá. **Správce portfolia nesmí být v žádném případě finančně zainteresovaný na objemu obchodů, které provádí v rámci správy klientských portfolií.**

Přesto nebezpečí číhá i na klienty slušných makléřských firem. Spočívá v přílišné důvěře v investiční doporučení a analytické zprávy, které tyto firmy rozesílají svým klientům. I v případech, kdy se jedná o profesionálním způsobem zpracované materiály, je třeba se mít na pozoru. Praktické zkušenosti s chabými prognostickými schopnostmi investičních analytiků a makléřů varují. **Jakákoli ochrana klienta ze strany Komise pro cenné papíry ovšem ztrácí smysl, pokud on sám neví, jak se má chránit proti ztrátě: minimalizací počtu obchodních transakcí a rozumnou skepsí vůči nákupním doporučením makléřských firem.** A samozřejmě také aplikováním ostatních zásad zdravého investování, které jsou uvedeny v této knize.

1.13 Kiggenovo dilema aneb jak si nevybírat investiční poradce

Existují profese, které jsou mimořádně zatížené rizikem konfliktu zájmů. Patří mezi ně i akcioví analytici a investiční poradci.

Mzdy a prémie analytiků, kteří pracují u makléřských firem a investičních bank, velmi silně závisí na objemu obchodů jejich zaměstnavatelů. Makléřské firmy fungují jako zprostředkovatelé emisí cenných papírů velkých společností. Je samozřejmé, že analytik bude mít tendenci vychválit akcie firmy X, jelikož jeho prémie závisí na tom, zda dotyčný emitent si pro organizování příští emise akcií vybere stejnou firmu. Ačkoli všichni finanční profesionálové znají standardy obchodní etiky, vidina prémie dokáže nasadit růžové brýle i velmi solidnímu analytikovi.

Jedním ze smutných hrdinů nedávné doby se stal Jamie Kiggen z americké společnosti DLJ. Ještě nedávno produkoval velmi nadšená nákupní doporučení zejména na „internetové“ akcie. Jeho odhadovaný budoucí kurs (tzv. cíl) pro akcie společnosti Priceline byl 220 dolarů (skutečná nynější cena: 2 dolary), cíl pro akcie Webvan 42 dolarů (skutečnost: 1 dolar), a tak dále.

Našlo se mnoho drobných i větších investorů, kteří podlehli nadšení. Kiggen dostal jistě slušné prémie, ale ztráty investorů poté, co kursy akcií výrazně klesly, byly enormní.

Jak rozzlobeně napsal jeden z nich, „můj cíl pro Kiggena je 50 let za mřížemi“. Marný hněv: konflikt zájmů přítomný v analytické profesi není trestně postižitelný ani v USA, ani nikde jinde na světě. Za své investice si každý zodpovídá sám.

V České republice konflikt zájmů existuje u finančních poradců. Vyskytuje se u podomních prodejců stejně jako u seriózních soukromých bankéřů, kteří své zámožné klienty obsluhují v luxusně zařízených kancelářích. Téměř všichni poradci jsou finančně zainteresováni na výši poplatků. Čím dražší fond, pojistku nebo stavební spoření se podaří prodat, tím vyšší je poradcův zisk. Ne vždy ovšem platí, že co je nejdražší, je zároveň nejlepší. Poradce je tak vystaven dilematu, zda má klientovi doporučit například rizikový podílový fond s vysokým poplatkem anebo méně rizikový (stejně výnosný) fond s nižším poplatkem.

Různí finanční poradci řeší toto dilema s různou mírou solidnosti a rozhodně nelze házet všechny do jednoho pytle. I mezi prostými agenty-chodci jsou takoví, kteří k problému přistupují zodpovědně a profesionálně. Naproti tomu byl popsán případ pražské pobočky jedné solidní zahraniční banky, která mezi svými zaměstnanci v oddělení finančního poradenství uspořádala soutěž v prodeji fondů s nejvyššími poplatky. Poradci soutěžili o zahraniční dovolenou tím způsobem, že klientům doporučovali drahé produkty. Potřeby a preference klientů byly vedlejší. Takovýto přístup samozřejmě nemá nic společného s profesionální etikou. Opět platí, že Komise pro cenné papíry zde nic nezmůže, a že každý nese zodpovědnost za své peníze.

Existují nejméně dvě řešení tohoto problému. Jednou z možností je dávat přednost nezávislým (ale placeným) finančním poradcům. Další možností je spolehnout se na vlastní síly a seznámit se alespoň se základy investičního managementu. Trocha vzdělání ostatně nikdy neškodí. Zvláště, když jde o peníze.

1.14 Prognostici, zbabělci, podvodníci

V době těžké hospodářské krize ve 30. letech se šířily legendy o geniálních analytících s jasnovidnými schopnostmi, kteří několik týdnů před proslaveným krachem na newyorské burze jej byli schopni úspěšně předpovědět. Hlavním hrdinou těchto legend byl finanční poradce Roger Babson. Získal si obrovskou slávu – tím spíše, že na krizi doplatilo opravdu mnoho renomovaných finančníků.

Například slovatný profesor Irving Fisher, autor dosud živé a v praxi používané finanční teorie, splácel až do své smrti dluhy z nepodařených spekulací. Proti němu působil Babson jako hloupý Honza, který na všechny vyžrál.

Teprve o několik desetiletí později vyšla najevo skutečnost. Babsonova předpověď vůbec nebyla geniální: dotyčný byl po pravdě řečeno třasořítka, který předpovídal krach několikrát ročně již dlouhá léta. V říjnu 1929 jej pouze potkalo pochybné štěstí, že se jeho neustále opakovaná chmurná předpověď splnila. A protože v USA poptávka po hrdinech nikdy neustává, stal se jím tehdy z nedostatku lepších kandidátů i zbabělec Babson.

Lidé, kteří o sobě tvrdí, že jsou schopni předpovídat vývoj trhu, jsou vždy přinejmenším podezřelí, i když si získají legendární pověst. Základním kritériem úspěšného prognostika je bohatství: jedině bohatý finanční prognostik je dobrý, jinak jeho prognózy za nic nestojí.

Ovšem pozor: není lhostejné, z jakých zdrojů toto bohatství pochází. Prakticky všechny makléřské firmy a investiční banky vydávají nákupní (řidčeji též prodejní) doporučení, která se tváří jako prognózy. Je však statisticky zjištěno, že tyto prognózy jsou v praxi dobré především pro podporu obratu, a tím ke zvyšování objemu makléřských poplatků. Investorům ve skutečnosti nebývají obvykle mnoho platné.

Platí, že čím větší sebevědomí má ten či onen prognostik, tím větší je riziko, že se za prognózou skrývá cosi nekalého. Ve Spojených státech donedávna působil muž jménem Martin Armstrong, který provozoval investiční a poradenskou firmu Princeton Economic Institute. Jeho heslem bylo pyšné „*Forecasting the World*“ – „*Předpovídáme svět*“. Martin Armstrong byl bohatý, takže se zdálo, že je skutečně schopný a že své předpovědi skutečně používá v praxi.

Bohužel, začátkem září 1999 přinesly světové agentury zprávu, že Martin Armstrong byl zatčen pro podezření ze zpronevěry. Při vyšetřování vyšlo najevo, že na neúspěšných rizikových obchodech připravil své klienty o bezmála miliardu dolarů. Domovní prohlídka ukázala, že Armstrong doma skladoval 102 zlatých prutů v celkové hodnotě 16 milionů dolarů a velké množství historických mincí a jiných starožitností. Doposud se Armstrongovým klientům podařilo vrátit jen asi 46 milionů dolarů; Armstrong byl z vazby propuštěn na kauci ve výši 5 milionů dolarů.

Existují možnosti, jak poznat, že trh je nadhodnocený nebo podhodnocený. Někdo to i umí prakticky využít. Ale nikdo seriózní netvrdí – „*předpovídáme svět*“.

1.15 Indexování – pasivní investiční strategie

„*Koupit a držet stovky akcií, ze kterých bývají sestaveny tržní indexy, je pravděpodobně nejrozumnější investiční strategie pro individuální i institucionální investory.*“ Tento názor prosazoval profesor Burton Malkiel již od roku 1973, kdy bylo publikováno první vydání jeho slavné knihy *Náhodná procházka po Wall Street*.

Čas mu dal za pravdu. Tržní indexy pravidelně překonávají zhruba dvě třetiny až 90 % aktivně řízených podílových fondů a manažeři portfolií, kteří zazáří v jednom roce, pravděpodobně pohasnou v dalším.

V letech 1988 – 1998 – jak uvádí profesor Malkiel – index S&P 500 překonal průměrný fond o 3,5 % ročně a pokořil devět z deseti aktivních manažerů. Kdybychom v roce 1968 investovali 10 000 dolarů do akciového indexu, činila by hodnota našeho portfolia v roce 1998 311 000 dolarů (po odečtení poplatků). Průměrný akciový fond by se během téhož období zhodnotil pouze na 171 950 dolarů.

Proč indexování překonává nejlepší mozky na Wall Street? Je to paradoxně proto – říká profesor Malkiel – že ti nejlepší a nejbystřejší finančníci přispívají k vysoké efektivitě akciového trhu⁴. Jakmile se objeví nová informace o akciích nebo o celém trhu, okamžitě se promítne do kursů. Jakákoli akcie je oceněna stejně rozumně jako druhá.

⁴ Toto tvrzení samozřejmě platí nejen pro akciový trh, ale také pro cizí měny, obligace, úrokové míry a komodity.

Aktivní manažeři, kteří se často přesouvají z jednoho cenného papíru do druhého, platí vysoké transakční náklady, které jsou hlavním důvodem nižší průměrné výkonnosti aktivně řízených fondů.

Profesor Malkiel shrnuje tyto zkušenosti do dvou vět: „*Profesionální portfolio manažeři nejsou schopni soustavně překonávat trh. Základ portfolia racionálního investora by proto měl být tvořen pasivně řízenými, nejlépe indexovými fondy s nízkými náklady a poplatky.*“

Poznámka z roku 2010. V době prvního vydání této knihy se udávalo například toto:

Například Vanguard Index Trust 500, nejúspěšnější americký indexový fond, který žádné analýzy hospodářských odborníků nevyužívá, dlouhodobě překonává 70 – 90 % svých aktivně řízených konkurentů.

To již po deseti letech neplatí. V polovině roku 2010 již fond Vanguard Index Trust 500 byl podprůměrný. Zaostával za 56 procenty fondů ve své kategorii. Ukazuje se, že indexování a pasivní investování vůbec je strategie, která je nadprůměrná jen během „dobrého počasí“. Jakmile se však potýkáme s érou stagnujícího nebo medvědího trhu, indexování se stává špatnou volbou ve srovnání s rozumnou aktivní strategií.

Pochopitelně ovšem existují i nerozumné aktivní strategie. A jak podotýká agentura Morningstar, „indexový fond Vanguard 500 již není zabijákem v rámci své kategorie, ale ještě není mrtvý.“ Pokud v roce 2000 převládlo dogma indexování, nebylo by v roce 2010 rozumné přiklonit se k dogmatu přesně opačnému. Indexové neboli pasivní investování stále zůstává jednou z variant, které nejsou nerozumné.

1.16 Kdy se vyplatí „časovat“ trh

Platnost každého pravidla závisí na určitých předpokladech. Platnost pravidla o nemožnosti či nevýhodnosti časování trhu je založena na předpokladu efektivnosti trhu. Pakliže nemáme silné důvody věřit v opak, vyplatí se předpokládat, že trh je efektivní, jak tvrdí Brealey a Myers.

V praxi se ovšem vyskytují situace, kdy trh zaručeně efektivní není. Tehdy rozumné časování trhu může být tím nejlepším, co můžeme udělat. Ale jak tyto situace poznáme? Jde v zásadě o následující možnosti:

- bublina na trhu,
- psychologický šok na trhu – „obrácená bublina“,
- prokazatelně nevyspělý trh.

Je zřejmé, že bublina je signálem k prodeji, zatímco „obrácená bublina“ k nákupu. Jenže jak tyto situace identifikovat?

Bublinu na akciovém trhu poznáme podle několika kritických příznaků:

1. Hodnota akcií (nebo čehokoli jiného, třeba nemovitostí, protože bubliny neublají vždy jen na akciovém trhu) roste ekonomicky nezdůvodnitelným tempem, typicky o desítky až stovky procent ročně.

2. Tradiční míry hodnocení, například P/E zřetelně vypovídají o nadhodnocenosti trhu.
3. Množí se teorie, které se „vědecky“ snaží vysvětlit nemožné: že akcie mohou růst donekonečna.
4. Do akcií investují všichni, včetně čističů bot, taxikářů a pomocného kuchyňského personálu.

Nejspolehlivější je první indikátor. Když akcie (nebo cokoli jiného) rostou příliš rychle a příliš dlouhou dobu, je zcela zákonité, že se tento růst musí v jednom bodě zlomit – a nikoli, exponenciální růst v tomto případě nepřechází v mírný růst či stagnaci. Vždy se láme do podoby exponenciálního poklesu. Tak, jak to známe z vývoje indexu NASDAQ z doby po prasknutí technologické bubliny.

Více k výjimkám z pravidla v kap. 14. Aktivní investiční management.

1.17 Ted Aronson k otázce, jak si vybrat aktivně řízený fond

Časopis *Money* uveřejnil 15. ledna 1999 rozhovor s Tedem Aronsonem, šéfem firmy Aronson + Partners. Tato firma sice nepatří mezi největší správce portfolia (v době rozhovoru šlo zhruba o 2 miliardy dolarů). V rámci odvětví má však vynikající pověst nejen pro dosahované výsledky, ale také pro nekonvenční názory, které jdou daleko za rámec pouček standardně přednášených v rámci vysokoškolských kursů financí.

Věnujme tedy pozornost některým neotřelým myšlenkám Teda Aronsona. (Podotýkáme, že Ted Aronson je aktivní manažer, který se snaží překonat tržní index.)

Money: Řekl jste, že investice do aktivně řízeného fondu jsou (na rozdíl od investic do pasivně spravovaného fondu) aktem víry. Jak to myslíte?

Ted Aronson: Za normálních podmínek je zapotřebí dvaceti až osmi set let, aby bylo možné statisticky dokázat, zda manažer portfolia je skutečně schopný, anebo zda má pouze štěstí.

Money: Moment – říkal jste osm set let?

T. A.: Ovšem. Abychom si mohli být na 95 % jisti, že daný manažer nemá pouze štěstí, můžeme potřebovat bezmála tisíciletí – což je mnohem více, než má většina lidí na mysli, když hovoří o „dlouhodobém horizontu“. I kdyby nám stačila pouze 75% jistota, že manažer je nadprůměrně schopný, potřebovali bychom k tomu znát historii jeho výkonnosti v délce šestnácti až sto patnácti let. A teď si představte, že se konečně dostanete k bodu, kdy řeknete: „Výborně, Tede, Kevine, Martho,“ (Aronson a jeho partneři – pozn. aut.) „jste skvělí, máte opravdové schopnosti.“ A pak se všechno změní. Já odejdu do důchodu, Kevin onemocní duševní chorobou, Martha propadne alkoholu, naši firmu koupí United Asset Management, který přibere do správy dalších deset miliard dolarů, ačkoli efektivně můžeme spravovat pouze dvě miliardy.

Money: Doufám, že pouze žertujete.

T. A.: Žertuji, pokud jde o naši firmu, ale drobní investoři potřebují vědět, jak to v investičním managementu doopravdy chodí. Je to obchod se zajícem v pytli⁵.

Money: Podle vás to vypadá, že výběr dobrého manažera portfolia je zcela beznadějná záležitost.

T. A.: Ne tak docela. Na začátku hledejte fondy, které mají velmi nízké poplatky. Potom se zajímejte o to, zda je maximální velikost fondu nějak ohraničena, aby jej manažer byl schopen zvládnout beze změny svého stylu. Rovněž pokud daná investiční společnost má nějakou výhodu oproti ostatním, ptejte se, proč si myslí, že tato výhoda bude trvalá. Pokud její „stroj na peníze“ sídlí v hlavě jediného člověka, riskujete, že ta osoba zemře anebo odejde ke konkurenci.

Skepticismus Teda Aronsona ohledně možnosti výběru vynikajícího manažera portfolia („obchod se zajícem v pytli“) je pro mnohé možná šokující. Překvapí zejména v kontrastu s publicitou investičních společností, které s oblibou inzerují výkonnost svých fondů v posledním roce nebo jen v několika posledních měsících. Ve skutečnosti však nejde o nijak novou, tím méně šokující myšlenku.

Každý, kdo zná základy statistiky a je obeznán s typickými (i méně typickými) hodnotami výnosů a rizik podílových fondů, si může snadno spočítat, kolik času je třeba ke statisticky průkaznému odlišení vynikajících fondů od průměru (viz podkap. 5.5 Volatilita a hodnocení výkonnosti portfolií). Zejména u akciových a smíšených fondů by bylo zapotřebí až několika staletí, abychom oddělili zrna od plev. U fondů obligací a peněžních fondů stačí mnohem kratší doba, avšak ani zde nemáme záruku, že se nadprůměrné výnosy budou opakovat⁶.

Proto je velmi rozumné, že Ted Aronson klade zásadní důraz na výši poplatků. Poplatky jsou pro výkonnost fondu mnohem podstatnější než obtížně měřitelná a málo spolehlivá kvalita managementu. V českém prostředí bychom ovšem daleko nedošli s druhou Aronsonovou podmínkou, jíž je hranice maximální velikosti fondu, aby si jeho manažer byl schopen udržet „přehled“. Ani jeden z domácích nebo zahraničních fondů nabízených v ČR tuto podmínku nesplňuje a ani ve Spojených státech nebývají fondy s horní hranicí objemu obvyklé.

Český investor by se měl spíše starat o dobrou pověst investiční společnosti, jejímž fondům hodlá svěřit své peníze. Lze konstatovat, že prakticky všechny zahraniční fondy nabízené v ČR mají vesměs solidní správce s dobrou pověstí.

V tuzemsku se situace teprve postupně zlepšuje díky fungování trhu a sdělovacích prostředků. Jsou důvody k optimistickému názoru, že během 21. století budou české podílové fondy mít stejně dobrou pověst jako obdobné instituce v Lucembursku, Velké Británii, Německu nebo Irsku.

⁵ Ted Aronson skutečně nežertuje a uvedené časové intervaly (tj. až osm set let) si nevymýšlí. V pasáži věnované volatilitě si ukážeme, na jakých výpočtech jsou Aronsonovy argumenty založeny a jak s jejich pomocí „nenaletět“ případné klamavé reklamě některých fondů.

⁶ Výjimku mohou tvořit špatné fondy, které lze někdy identifikovat velmi snadno. Například hodnota fondu peněžního trhu by neměla nikdy poklesnout. Stane-li se tak, svědčí to o závažné chybě managementu příslušného fondu.

Velmi důležité je také vědět, jaká je investiční strategie fondu a zda „stroj na peníze“ skutečně závisí na konkrétní osobě jednoho určitého manažera. Může se stát, že změna osoby, řídící portfolio fondu, povede k celkové změně jeho strategie, což nám může připravit různá nemilá překvapení.

Protože skutečně „hvězdných“ manažerů je velmi málo, uděláme lépe, když se zaměříme na fondy s jednoznačně definovaným statutem. Tento přístup nám velice ulehčí rozhodování. Investujeme-li určité prostředky do přesně definovaného fondu, např. českých obligací, víme, že máme své peníze v českých obligacích, a nikoli třeba v akciích chilských měděných dolů.

Fond se statutem, který umožňuje maximální flexibilitu, je jen zdánlivě výhodný. Musíme mít na paměti, že většina manažerů ve skutečnosti nedokáže tuto flexibilitu využít. Investoři a spekulanti, kteří vždy „nakupují levně a prodávají drazé“, patří do říše legend. Proto se soustředíme na fondy s přesně definovanou strategií, zejména pokud jde o druh investičních nástrojů (akcie, obligace, peněžní trh).

Nutné je rovněž znát zaměření fondu z hlediska regionálního (USA, západní Evropa, Japonsko, jihovýchodní Asie, Latinská Amerika atd.), případně odvětvového (pokud je fond zaměřen na některý konkrétní sektor, například na informační technologie nebo ropný průmysl).

1.18 Peter Lynch k výběru podílových fondů

Jméno Petera Lynche je ve Spojených státech legendou. Tento vysoce uznávaný manažer vedl během let 1977 – 1990 podílový fond Fidelity Magellan. Tisíc dolarů investovaných do tohoto fondu v roce 1977 mělo v den Lynchova odchodu hodnotu 28 000 dolarů. Lynch byl velmi aktivním manažerem, který vždy zdůrazňoval význam analýzy podniků, do nichž investoval, a strávil hodně času diskusemi s podnikovými manažery. Očekávali bychom, že bude na indexové fondy a pasivní způsob investování hledět s pohrdáním. Podívejme se, co napsal ve své knize *Beating the Street* (*Jak pokořit Wall Street*), která vyšla v roce 1994:

„Kdybyste na začátku roku 1983 investovali sto tisíc dolarů do indexového fondu Vanguard 500 a zapomněli na to, mohli jste oslavit Nový rok 1991 s 308 450 dolary v kapse. Ale kdybyste investovali své peníze do průměrného akciového fondu, měli byste pouze 236 367 dolarů. (...) Během 30 let [od roku 1960 do roku 1990] aktivně řízené fondy běžely bok po boku s indexy, přičemž aktivně řízené fondy měly jen nepatrný náskok. Veškerý čas a úsilí, který lidé vynaloží na výběr správného fondu, 'šťastné ruky' velkého manažera, ve většině případů nepřinesou žádnou výhodu. Pokud jste neměli dostatečné štěstí, abyste vybrali jeden z mála fondů, které soustavně překonávaly průměr (více o tom později), váš výzkum měl nulový výsledek. O metodě investování házením šipek do terče lze říci toto: kupte celý terč.“

Od slavného aktivního manažera bychom nečekali takto vstřícný přístup vůči indexovému investování, které je vlastně popřením metod fundamentální analýzy, Lynchovi tak blízké. Nicméně Peter Lynch je natolik poctivý, že uvádí i fakta, která nepodporují jeho oblíbené metody. Přesto zůstává přesvědčeným příznivcem vybírání jednotlivých akcií, a to i na amatérské úrovni. (Je pravda, že on si to se svým životopisem může dovolit. Ale kdo v České republice se může Lynchovi svou profesionální minulostí vyrovnat nebo alespoň přiblížit?) Za zmínku stojí pasáž z Lynchovy knihy věnovaná výběru „velkých

manažerů“ na základě minulých výsledků. Zvláště aktuální je dnes v ČR, kde žebříčky výkonnosti podílových fondů teprve začínají přicházet do módy.

„Jak si vyberete (...) fond, který překoná konkurenci? Většina lidí se dívá na minulou výkonnost. Dívají se na historii za poslední rok, tři roky, pět let atd. Hodnotit minulou výkonnost fondů se stalo dalším národním sportem. Lidé mu věnují tisíce hodin. Píší se články a celé knihy na toto téma. Přesto, s nepatrnými výjimkami, jde o maření času.“

Někteří lidé se podívají na fond, který zvítězil loni (...), a koupí jej. To je zvláště pošelilý přístup. Fondy, které zvítězily v rámci jednoho roku, bývají obvykle řízeny někým, kdo vsadil na jedno odvětví nebo na jednu společnost a měl právě štěstí. Proč by se jinak umístil na prvním místě před zbytkem konkurence? Během dalšího roku, kdy tento manažer už nebude mít takové štěstí, se jeho fond octne na dně Lipperova seznamu.

Bohužel, vybírání vítězů podle minulé výkonnosti nefunguje ani při použití tříleté a pětileté výkonnosti. Studie provedená časopisem Investment Vision (nyní Worth) ukazuje následující: kdybyste během každého roku v období 1981 – 1990 investovali do fondu, který byl nejlepší během posledních tří let, zaostali byste na konci za indexem S&P 500 o 2,05 % ročně. Kdybyste investovali podobným způsobem do nejlepších fondů během posledních pěti a deseti let, překonali byste index o 0,88 %, respektive o 1,02 % ročně. Tím byste však nevydělal ani na náklady nutné k přestupům mezi fondy. (...) Poučení: neztrácejte mnoho času studiem grafů nebo tabulek minulé výkonnosti.“

Tab. 1.4 ukazuje, že ani desetiletá historie špičkových výnosů nemá žádnou vypovídací hodnotu. S výjimkou hrstky šťastlivců nejsou investiční manažeři schopni překonávat průměr. Nelze předpovídat, kteří šťastlivci to budou. Mezi ně patřil i sám Peter Lynch, avšak tato informace dnes již nemá žádnou hodnotu. Od svého odchodu do „důchodu“ se Lynch věnuje pouze charitativní činnosti.

Je nutno zdůraznit, že zjištění ohledně malé „trvanlivosti“ nadprůměrných výnosů fondů platí obecně: jejich platnost není omezena na americké fondy během 80. let. Nepředvídatelnost výnosů se netýká jen fondů, ale také jednotlivých cenných papírů (zejména akcií) a prakticky všech kapitálových trhů všech dob.

„Nikdo nemůže předpovídat úrokové míry, budoucí vývoj ekonomiky anebo akciového trhu.“

Toto Lynchovo „zlaté pravidlo“ mějme jakožto investoři vždy na paměti – a to i přesto, že předpovídat vývoj ekonomiky a úrokových měr je do jisté míry možné.

Tabulka 1.4 Pořadí výkonnosti nejlepších pěti amerických fondů ze 70. let v 80. letech

Název fondu	Pořadí 1970 – 1980	Pořadí 1980 – 1990
Twentieth Century Growth	1	176
Templeton Growth	2	126
Quasar Associates	3	186
44 Wall Street	4	309
Pioneer II.	5	136
Počet fondů	177	309

Zdroj: Burton Malkiel

Makroekonomické prognózy publikované velkými bankami, vládními úřady a ČNB obvykle alespoň v hrubých rysech vystihují budoucí trendy. Jsou užitečné jak pro sestavování podnikatelských plánů (každý podnikatel potřebuje aspoň hrubý odhad budoucí inflace a úrokových měr), tak pro účely makroekonomické stabilizační politiky (nezaměňujeme ji ovšem s průmyslovou politikou „vybírání budoucích vítězů“). Pro investora, který se pohybuje na trhu akcií, obligací či měn, jsou však veřejně publikované makroekonomické předpovědi příliš hrubým nástrojem. Proč? Právě proto, že jsou veřejné, žádný investor z nich nemůže mít výhodu oproti ostatním. Prognóza inflace či úrokových měr, kterou si přečtete v novinách, je již zahrnuta do kursů cenných papírů, které najdete na dalších stránkách.

A Fidelity Magellan? Šlo přesně o případ, o kterém by Ted Aronson řekl, že „stroj na peníze“ sídlil v hlavě jediného člověka. Po Lynchově odchodu upadly výnosy fondu Fidelity Magellan do průměru. Během 90. let dosahovaly hodnoty 17,44 % ročně, zatímco roční výnosy indexu S&P 500 byly o 0,08 % vyšší. Během let 1994 – 1999 zaostával Fidelity Magellan za indexem dokonce o 3,28 % ročně. Přesto nelze tvrdit, že by šlo o vysloveně špatné výnosy. Často je průměrný výkon lepší než nadprůměrné výnosy za cenu nepřiměřeně vysokého rizika.

1.19 Proč se vyplácí diverzifikovat

Čtenář mohl možná z předchozích stránek nabýt dojmu, že investiční manažeři, analytici a poradci jsou zcela postradatelný živočišný druh. Vždyť neumějí ani časovat trh, ani vybírat nadprůměrné akcie, většinou ani překonat „mechanicky“ řízený indexový fond. Proč vlastně jsou na světě?

Hlavní důvod existence investičních poradců a podobných profesí je pro laika poněkud překvapivý: jejich hlavním úkolem je nedělat zásadní chyby. Mezi takovéto zásadní chyby patří (kromě jiného) tendence laiků sázet vše na jednu kartu. Každý investiční poradce zná řadu odstrašujících příběhů o klientech, kteří zanedbali jedno ze základních investičních pravidel: vždy rozprostřít portfolio mezi více typů investic a více cenných papírů. Nedostatek diverzifikace – přílišné soustředění na jeden titul nebo na jednu třídu investic – může vést k velkým problémům, i když investujeme do velmi kvalitních cenných papírů. Velmi přesvědčivě o tom vypráví příběh, se kterým se jeden zklamáný drobný investor světil časopisu *Business Week*:

„Investoval jsem do akcií IBM především proto, abych mohl financovat vysokoškolské vzdělání své dcery. Domníval jsem se, že jedná správně, když investuji do solidní společnosti namísto do spekulativních akcií. Nyní svého rozhodnutí lituji a také můj makléř mi poradil, abych se IBM zbavil.“

Pohár mé trpělivosti přetekl, když jsem četl, že předseda správní rady Akers prosazuje politiku postupných změn. Hle, bývalý bojový pilot vojenského námořnictva, o němž jsem se domníval, že vezme na problémy IBM sekeru. Namísto toho do nich buší kladivkem. Hle, generální ředitel, který jde do Evropy a Japonska s nabubřelými projevy, ale který nakonec připouští, že „Velká modrá“ na tom není úplně dobře.“

Trvalo několik těžkých minut, než jsem se s konečnou platností rozhodl zavolat svého makléře, aby vyčistil mé portfolio od veškerých akcií IBM. Akcie byly prodány za nejnižší cenu během posledních dvanácti let a já jsem dostal za každý investovaný dolar přibližně

šedesát centů. Ale myslím, že nedělat nic by bylo ještě horší. Přál bych si, abych o IBM v životě neslyšel.“ Humberto A. Calderón, Tampa, USA (*Business Week*, 20. ledna 1992).

Pan Calderón udělal sérii chyb, kterým by se každý investor měl vyhnout. Soustředil příliš velký objem majetku do jedné investice, rozhodoval se na základě emocí, a nikoli rozumu, neodhadl míru rizika akcií IBM a neodhadl ani míru své vlastní psychické odolnosti.

Rozhodl se pan Calderón správně, když se definitivně rozhodl zbavit akcií IBM? Těžko říci. Na tuto otázku nelze jednoznačně odpovědět, přestože samozřejmě známe pozdější vývoj kursu akcií IBM. Kdyby pan Calderón držel své akcie až do poloviny roku 1993, byl by svědkem, jak hodnota jeho majetku dále padá – až na hodnotu třiceti centů z jednoho investovaného dolaru. Kdyby však „zatnul zuby“ a vydržel, dočkal by se impozantního růstu. Po sedmi letech a šesti měsících (tj. v červnu 1999) hodnota akcií IBM vzrostla oproti počátku ledna 1992 zhruba o 490 %, což představuje průměrný 26,6% roční růst. To rozhodně není špatný výsledek. Zda pan Calderón naložil se svými penězi lépe nebo hůře, nevíme. V každém případě jeho přístup k investování nelze doporučit – pokud se chcete vyhnout truchlivým okamžikům, jaké prožíval, když volal svého makléře, aby „vyčistil“ jeho portfolio od IBM.

Rozumný finančník musí vědět, že nemůže předpovídat výnosy jednotlivých cenných papírů. A jestliže nejsme jednoznačně schopni určit, zda máme investovat do akcií ČEZ, IBM anebo třeba internetového obchodu Amazon.com, raději rozložíme své investice do všech typů investic, které přicházejí v úvahu. Samozřejmě, že nemůžeme investovat do všech akcií na světě – na makléřských poplatcích bychom pravděpodobně zaplatili více, než kolik činí celková částka našich prostředků určených na investování.

Vysvětlili jsme si, **proč** diverzifikovat. Ale **jak** to udělat co nejlépe? Na úrovni jednotlivých cenných papírů je nejlepší investovat do podílových fondů spíše než do jednotlivých akcií nebo obligací (samozřejmě nejlépe do fondů s pasivní správou a nízkými poplatky). To platí zejména pro malá portfolia, jejichž velikost nepřesahuje několik milionů korun.

Optimální diverzifikaci na úrovni tříd cenných papírů se věnuje kapitola 9.

1.20 Průměrování nákladů – diverzifikace v čase

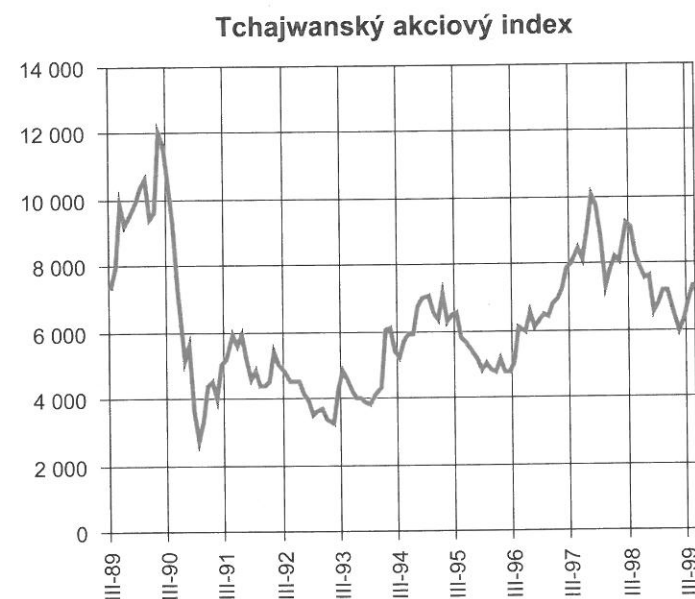
Přestože všechna dostupná fakta hovoří jednoznačně proti „časování“ trhu, není otázka „kdy investovat“ zcela bezpředmětná. Nejde o určení „správného“ okamžiku. Správný okamžik pro investování je ten, kdy máme dostatek kapitálu. Ale co když shodou nešťastných okolností máme dostatek kapitálu zrovna týden nebo měsíc před krachem na akciové burze? Není příjemné vidět hodnotu našich investic padat o desítky procent, a to ani v případě, kdy se jedná pouze o část diverzifikovaného portfolia.

Pokud investujeme všechny prostředky v jednom časovém okamžiku, riskujeme, že nás potká nemilá příhoda. Svě zkušenosti v tomto směru má řada akciových investorů na Tchaj-wanu.

Během let 1982 – 1989 se tchajwanský akciový index zhodnotil o 2 500 % v reálném vyjádření. Zkusme si představit, že bychom se rozhodli investovat 40 % hodnoty našich celoživotních úspor do akcií – a že bychom přitom byli v kůži tchajwanského investora v roce 1989. V roce 1990 bychom utrpěli drastický 80% propad hodnoty našich akcií.

Princip diverzifikace však funguje nejen napříč různými typy investic, ale také v čase. Díky diverzifikaci v čase bychom i na tchajwanském akciovém trhu během 90. let (viz graf) měli možnost skončit s kladným výsledkem, navzdory tomu, že trh jako celek během tohoto období utrpěl ztrátu v celkové výši 7,5 % (od dubna 1989 do dubna 1999, bez přihlédnutí k vlivu inflace). Kladného výnosu bylo možno dosáhnout bez nutnosti „časovat“ trh i bez nutnosti vybírat akcie – stačilo pouze mechanicky dodržovat disciplínu diverzifikace v čase. (Častěji používaný termín než časová diverzifikace je **průměrování nákladů** či *dollar-cost averaging*.)

Představme si, že začneme investovat v dubnu 1989 a že máme k dispozici jeden milion nových tchajwanských dolarů (NT\$)⁷. Nevrhme se však do trhu po hlavě šipkou, nýbrž budeme disciplinovaně investovat vždy desetinu prostředků, které máme připraveny.



Zdroj: Reuters

V dubnu 1989 tedy investujeme 100 000 NT\$, o šest měsíců později stejnou sumu, a tak dále. Kdybychom tvrdohlavě dodržovali tento investiční kalendář, byli bychom mohli během 90. let dosáhnout celkově téměř 69% výnosu, tj. zhruba 5,6 % výnosu per annum. Nejde sice o výnosy, které by braly dech, avšak v kontextu klesajícího trhu jde o skvělý výsledek.

Diverzifikace v čase neboli průměrování nákladů je závažným argumentem ve prospěch investování na bázi „pravidelného spoření“ bez ohledu na vývoj na trhu, bez přihlédnutí k vzestupům a poklesům akcií. Jde o velmi účinnou metodu omezení rizika, která nevyžaduje žádné odborné znalosti ani speciální informace. Má pouze dvě nevýhody: za

⁷ V roce 1999 měl nový tchajwanský dolar (NT\$) zhruba stejnou hodnotu, jako koruna.

prvé, „rozdrobení“ investic v čase může zvýšit transakční náklady. Některé fondy nebo makléřské firmy mají regresivní stupnici poplatků a pravidelné investování relativně malých částek může být poplatkově náročné. Druhou nevýhodou je nutnost železné disciplíny. Je obtížné kupovat akcie během problematických období, kdy se zdá, že se trh řítí do pekel. Obtížné může být kupovat akcie též v dobách, kdy trh zdánlivě vrcholí. V roce 1996 připadal mnoha investorům americký akciový trh „nadhodnocený“. Ti, kteří se z něho stáhli, přišli o unikátní příležitost skvělého zhodnocení svých investic.

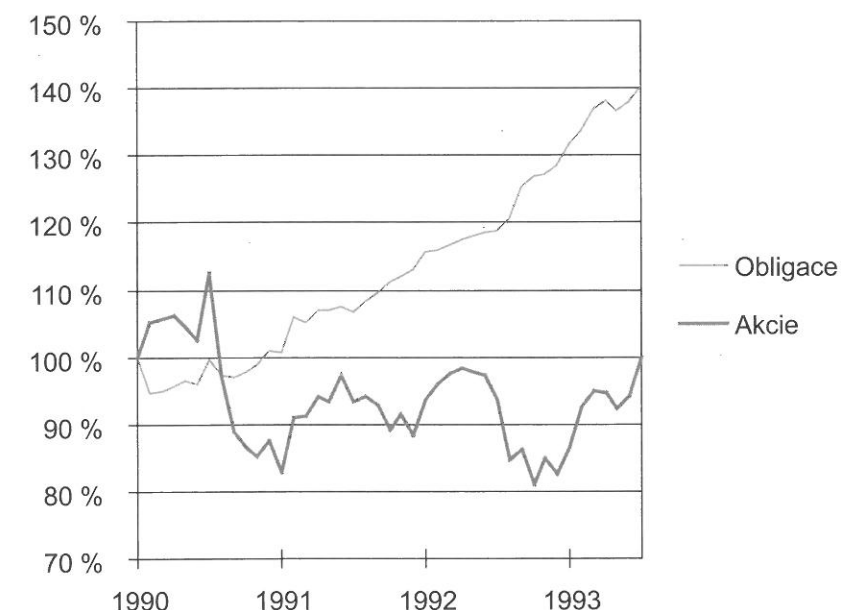
1.21 Určení investičního horizontu

Vztah klienta vůči riziku není dán pouze jeho psychologickými předpoklady, ale také délkou uvažovaného investičního horizontu. Makléřské firmy bývají občas navštěvovány drobnými podnikateli, kteří tvrdí asi toto: „Mám několik milionů, které budu za tři měsíce potřebovat na zaplacení daní. Mezitím bych je ale chtěl zhodnotit, nejlépe přes nějaké vysoce ziskové akcie.“

Slušný makléř nebo poradce takovému klientovi vysvětlí, že akcie jsou pro podobné účely naprosto nevhodné. Správné řešení v takovéto situaci je fond peněžního trhu anebo termínový vklad u slušné banky – bez ohledu na to, jaký je psychologický profil tohoto klienta. Investovat peníze, které budou nutně potřebné za tři měsíce, do čehokoli riskantnějšího by byl čirý hazard.

Na druhé straně i velmi konzervativní klient si může dovolit investovat podstatnou část svého portfolia do akcií – za předpokladu, že má možnost čekat dostatečně dlouhou dobu. Lze to ukázat na následujícím příkladu.

Výkonnost německých akcií a obligací v letech 1990–1993



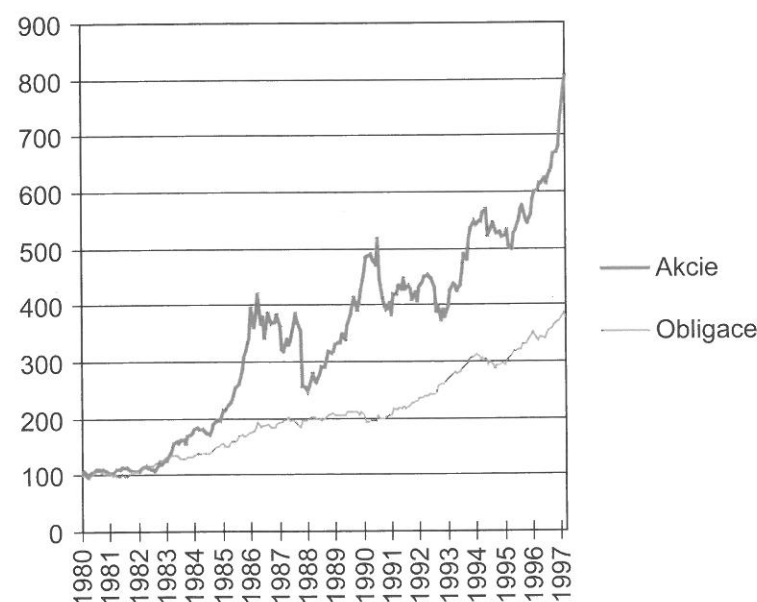
Zdroj: ING Investment Management

Graf ukazuje vývoj hodnoty indexu německých akcií a obligací během období 1990 – 1993. Na první pohled je zřejmé, že investor do obligací během tohoto období zhodnotil svoji investici téměř o 40 %, zatímco akciový investor zůstal po téměř čtyřech letech „na svém“. Proč tedy vůbec věnovat pozornost akciím, když jsou evidentně méně výnosné než obligace? Odpověď zní – akcie **nejsou** ve skutečnosti méně výnosné než obligace, pokud se na věc podíváme z jiné perspektivy.

Při pohledu na další graf (na této straně) nás možná napadne jiná otázka: proč se vůbec obtěžovat s investováním do obligací, když akcie poskytují tak skvělé výnosy? Na obě otázky (proč vůbec akcie a proč vůbec obligace) nelze odpovědět jednou větou. Má-li portfolio obsahovat akciové investice (mezi které patří i akciové fondy), musí být jisté, že investiční horizont klienta není příliš krátký. Vysoký podíl akciových investic je vhodný pro klienty, kteří mají nekonečný investiční horizont: penzijní fondy ve vyspělých zemích, nadace a jiní institucionální investoři. Také jednotlivci, kteří mají před sebou s velkou pravděpodobností ještě několik desítek let života, si mohou dovést investovat nezanedbatelnou část svého portfolia do akcií. Totéž přirozeně platí pro investory, kteří myslí na své děti nebo na svá vnoučata.

Naproti tomu investoři, kteří neuvažují v delších časových horizontech, udělají lépe, pokud se akciím vyhnou. Vývoj akciového trhu nelze předpovídat. Hrozí proto reálné nebezpečí, že investor, jehož horizont se pohybuje od několika měsíců do 3 nebo 4 let, vloží své peníze do akcií právě na začátku několikaletého poklesu nebo stagnace akciového trhu. Takový investor bude pochopitelně zklamán a bude z neúspěchu obviňovat investičního poradce.

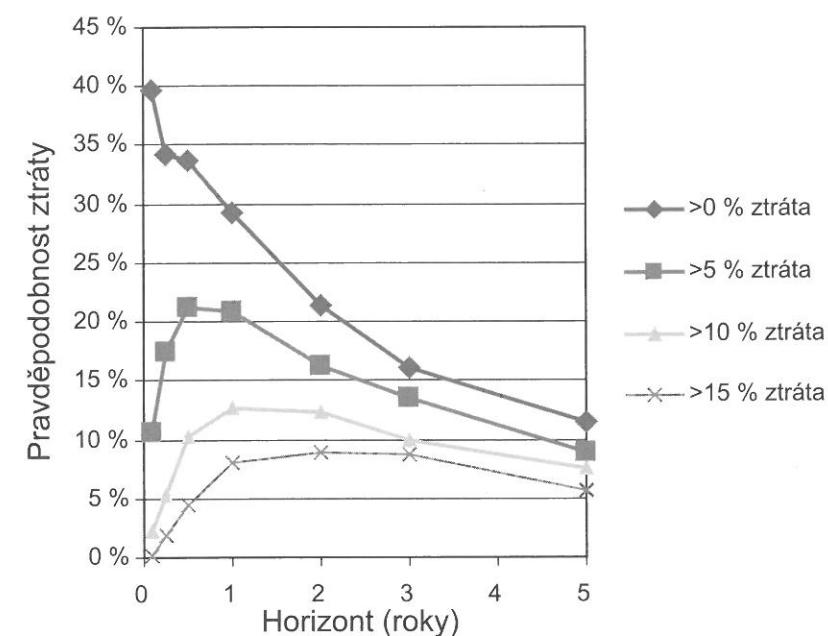
Výkonnost německých akcií a obligací v letech 1980–1997



Zdroj: ING Investment Management

Graf na této straně znázorňuje pravděpodobnost, že akciové portfolio skončí po uplynutí daného investičního horizontu ve ztrátě. Čísla byla odvozena na základě počítačové simulace s využitím dlouhodobých zkušeností ze zahraničních akciových trhů. Vidíme, že pravděpodobnost ztráty s rostoucím investičním horizontem výrazně klesá. Zároveň vidíme, že pravděpodobnost velké ztráty (tj. většího než desetiprocentního poklesu hodnoty portfolia) je největší zhruba v intervalu 1–3 let.

Investor, který si může dovést čekat řadu let, na akciovém trhu riskuje podstatně méně než investor s ročním nebo ještě kratším horizontem. Zároveň platí, že **investor, který chce minimalizovat riziko velmi vysoké ztráty, by se měl vyhýbat akciovým investicím, jestliže se jeho horizont pohybuje v rozmezí 1–3 let.**



Zdroj: autor

2. Základy investiční psychologie

„Nemáme možnost potlačit vlastní přirozenou iracionalitu. Vše, co můžeme, je zvládnout umění, jak být iracionální rozumným způsobem.“

Aldous Huxley, anglický spisovatel

Psychologie hraje v investování důležitou roli, ale jinou, než si většina lidí myslí. Poměrně často se vyskytuje představa, že psychologie hýbe kapitálovým trhem a že porozumění této hybné síle představuje recept na úspěšné zvládnutí burzovních spekulací. Ve skutečnosti však mezi úspěšnými investičními profesionály nejsou prakticky žádné skuteční studovaní psychologové. Kdyby psychologie byla klíčem k bohatství, bylo by jejich zastoupení mezi investory mnohem silnější.

Psychologie je však jedním z faktorů, které určují cíle investorů. Psychické dispozice určují, že by investor měl zacházet se svými penězi takovým způsobem, aby se cítil spokojeně (ne jako Humberto Calderón). Pocit spokojenosti totiž není přímo úměrný výnosům, nýbrž závisí také na riziku portfolia a na řadě jiných faktorů. Náš známý Peter Lynch to vyjádřil v dalším ze svých „zlatých pravidel“: *„Každý má dostatečnou mozkovou kapacitu, aby mohl vydělávat peníze investováním do akcií. Ne každý však má na to žaludek. Pokud máte sklon prodávat vše v panice, měli byste se akciím a akciovým fondům úplně vyhýbat.“*

Americká finanční poradkyně Marilyn MacGruder Barnewallová nashromáždila během třinácti let své praxe cenné poznatky o psychologii klientů. Její typologie je velmi jednoduchá a přesto překvapivě užitečná, a to i v podmínkách České republiky. Marilyn rozlišuje pouze dva typy klientů.

2.1 Psychologicky pasivní investoři

Mezi ně patří klienti, kteří získali své jmění pasivně – dědictvím, dlouholetým spořením celé rodiny anebo rizikovými operacemi s kapitálem, který patřil někomu jinému. U pasivních investorů převažuje potřeba vyšší bezpečnosti nad potřebou zhodnocení kapitálu.

Mezi pasivní investory často patří podnikoví řídící pracovníci, právníci z velkých právnických firem, účetní z velkých auditorských firem, personál zdravotnických firem (ne lékaři), dědici velkého bohatství, živnostníci, kteří svůj podnik zdědili, politikové, bankéři a žurnalisté. Čím menší majetek jednotlivec vlastní, tím pravděpodobněji bude patřit mezi pasivní investory. Velká část středních a nižších socioekonomických tříd patří též do této skupiny.

Zvláštní skupinu pasivních investorů představují ti, kteří přišli k velkému majetku dědictvím. Tito klienti (alespoň podle amerických zdrojů) často trpí pocitem viny, nerozhodností, nízkou sebedůvěrou a zvýšenou podezíravostí. Pocit viny často plyne z uvědomění, že bohatství bylo získáno bezpracně, bez jakýchkoli zásluh. Nízká sebedůvěra zpravidla pramení z pocitu méněcennosti vůči úspěšnějšímu předkovi. Důsledkem je obava z chyb a neochota riskovat. Zvýšená nedůvěra je typická pro řadu dědiců. Je dána známým je-

vem, že člověk, který náhle přijde k bohatství, má najednou řadu nových přátel, jejichž motivace bývá velmi zřejmá.

Je nutno podotknout, že ne všichni bohatí dědicové vykazují výše uvedené vlastnosti. Poradce však musí počítat s jejich možným výskytem. Vhodný je proto velmi konzervativní přístup (alespoň ze začátku), spojený s trpělivým vzděláváním klienta v otázkách investic. Budování důvěry je otázkou delší doby.

2.2 Psychologicky aktivní investoři

Mezi aktivní investory patří především ti, kteří si své bohatství vydělali sami. Jsou aktivně zapojeni do procesu tvorby majetku, a aby dosáhli svých cílů, riskovali vlastní kapitál. U aktivních investorů převládá zájem o vyšší výnos nad potřebou bezpečí. Jsou ochotni riskovat, ale neradi se vzdávají kontroly nad svými investicemi. Pokud je portfolio aktivního investora investováno agresivně, ale investor nemá pocit kontroly, jeho tolerance vůči riziku rychle klesá. Aktivní investoři jsou schopni tolerovat zvýšené riziko, protože mají vyšší sebedůvěru. Věřící, že svojí činností mohou snížit úroveň rizika, i když ne vždy mají odborné finanční znalosti.

K aktivním investorům často patří živnostníci, kteří si svůj podnik sami založili, soukromí lékaři a zubaři, samostatně podnikající účetní a právníci, podnikatelé, nezávislí poradci a lidé s vyšším vzděláním. Lidé s vyšším než bakalářským vzděláním ročně představují v USA 75 % nových milionářů, kteří zbohatli vlastním úsilím.

2.3 Využití rozdělení investorů na aktivní a pasivní

Z perspektivy investičního poradce si lze povšimnout některých užitečných bodů. Pasivní investoři rádi delegují rozhodování na poradce. Protože nejsou tolerantní vůči riziku, preferují konzervativní a široce diverzifikovaná portfolia. Často vidí rizika větší, než jaká ve skutečnosti jsou, proto potřebují dodatečné vzdělávání a poradenství v oblasti investic. Mají tendenci se chovat konformně a neradi vyčnívají z davu. Nelze od nich očekávat neobvyklá rozhodnutí.

Aktivní investoři představují komplikovanější typ klientů, protože rádi dělají rozhodnutí a často si myslí, že o financích vědí více než jejich poradci. Poradce musí s takovýmto klientem neustále soupeřit o své pravomoci a dokazovat úroveň svých znalostí a svoji výkonnost. Zkušený poradce se snaží nasměrovat přirozenou aktivitu těchto investorů do formulování strategického rozhodování o celkové investiční politice. Aktivní investor, který má příležitost se takto podílet na rozhodování o svých investicích, má pocit větší spokojenosti s dosaženými výnosy a v případě ztráty je ochotnější se s ní smířit. Aktivní investor rád ví, kde jsou jeho peníze. Ve skutečnosti je toto vědomí z velké části pouhou iluzí.

Aktivní investoři obvykle milují informace. To je sice chvályhodné, avšak zde jsou skryta mnohá úskalí. Takzvané „zaručené“ nebo „důvěrné“ informace jsou obvykle bezcenné. Snad každý z nás se setkal se „zaručenými informacemi“ od známého nebo příbuzného, který pracuje v té či oné akciové společnosti. Tyto informace bývají natolik zkreslené subjektivními pocity, že je lépe jim nevěnovat vůbec žádnou pozornost. Zodpovědný

investor nevěří fámám a nepodloženým pověstem. Skutečně důvěrné informace vlastně neexistují. Jakmile se nějaká taková zpráva dostane k vám, není už důvěrná.

2.4 Mentální účetnictví a finanční omyly chytrých lidí

Z hlediska většiny ekonomických teorií je člověk chápán jako „homo oeconomicus“ – racionální tvor, který uvážlivě maximalizuje svůj užitek s uvážením všech dostupných informací. Na této teorii stojí hypotéza efektivních trhů a celá moderní teorie portfolia: základ hlavního proudu financí.

Jenže teorie chladně uvažujícího stvoření nevysvětluje zdaleka všechny myšlenkové pochody, které probíhají v hlavě normálního a v reálném světě žijícího investora. Běžný člověk, bez ohledu na inteligenci a vzdělání, má tendenci pohlížet na finance jiným než čistě racionálním způsobem. Často proto dělá zbytečné chyby.

Příkladem může být tzv. mentální účetnictví. Autorem tohoto termínu (v originále „mental accounting“) je americký psycholog Richard Thaler. Oč jde? V „klasickém“ účetnictví má každá měnová jednotka stejnou váhu, ať už jde o příjmy či výdaje. Nezáleží na tom, odkud příjmy pocházejí a na jaké účely výdaje jdou.

V mentálním účetnictví však každý člověk přiřazuje různým příjmům a výdajům různou váhu. Některé příjmy jsou chápány jako těžce vydělané, jiné mají charakter „nalezených peněz“. S těžce vydělanými penězi lidé zacházejí opatrněji, zatímco nečekané a bezpracné příjmy jsou schopni utratit s lehkým srdcem. Nejen to: nečekané příjmy mohou zvýšit sklon k utrácení i v míře vyšší než 100 %. Autoři Gary Belsky a Thomas Gilovich uvádějí v knize *Why Smart People Make Big Money Mistakes* (Proč chytrí lidé dělají velké finanční chyby) příklad pracovníka evropské pobočky menší americké firmy, který na dovolené v USA namátkou navštívil centrálu svého zaměstnavatele. Ten byl natolik potěšen zájmem svého loajálního zaměstnance, že mu vyplatil jednorázovou prémii v hotovosti ve výši 400 dolarů.

Co se stalo s těmito 400 dolary? Dotyčný je ještě během dovolené v USA utratil, ale nejen to: na konci dovolené si spočítal, že čtyřsetdolarová premie jej „vyprovokovala“ k nákupům v celkové hodnotě kolem 1 600 dolarů. Mentální účetnictví fungovalo tak, že nečekaně získaných 400 dolarů mělo natolik vysokou „psychologickou hodnotu“, že obdarovaný utrácel čtyřikrát radostněji než obvykle.

Podobný jev pozoroval izraelský ekonom Michael Landsberger. Zkoumal finanční chování izraelských domácností, které patřily mezi příjemce dávek z německého restitučního fondu pro odškodnění obětí holocaustu. Ačkoli šlo o peníze doslova podložené krví, z ekonomického hlediska je lze považovat za „nalezené“. Landsberger zjistil, že rodiny, které dostávaly z restitučního fondu velké částky, zvýšily svoji spotřebu o 23 % hodnoty získaných peněz. U rodin, které byly příjemci relativně malých částek, ovšem došlo ke zvýšení spotřeby až o 200 % vyplacených prostředků! Malé částky získané bez práce tedy stimulují spotřebu relativně více než velké částky získané stejným způsobem.

Něco podobného platí pro výdaje na velké položky. Kupuje-li člověk něco velmi nákladného (například dům, automobil, drahý fotoaparát), je naladěn do psychologického modu „velké utrácení“. Při té příležitosti je ochoten vydat mnohem větší částky peněz na doplňkové vybavení, než kolik by vydal za normálních okolností. Když kupujete dům,

výdaje za nábytek a zařízení domácnosti často vypadají jako pakatel. Když nakoupíte nábytek v obchodním domě IKEA za několik desítek tisíc, vydat několik stokorun za zázvorové perníčky nebo dort v obchodě za hlavní pokladnou už vám přijde jako pakatel. Koneckonců, za tu námahu si přece zasloužíte sladkou odměnu, ne?

V oblasti investic se mentální účetnictví samozřejmě projevuje velmi výrazně. Drobní klienti, kteří často obchodují s akciemi, velmi často a rádi myslí na své úspěchy. Naproti tomu ztráty jsou psychikou vytěšňovány do pozadí. Skutečný zisk pak často bývá podstatně nižší než zisk imaginárně vykázaný v „mentálním účetnictví“. Spekulant má proto tendenci držet se investiční strategie, která ve skutečnosti není optimální.

Opačně se chovají lidé, kteří své těžce vydělané peníze dlouhodobě investují, například do penzijních fondů nebo na jiné dlouhodobé účely. Kdo má peněz málo, nebo těžce vydělané, vidí skrze optiku mentálního účetnictví potenciální rizika mnohem větší, než jaká ve skutečnosti jsou. Proto se tito investoři zpravidla drží fondů peněžního trhu, termínových vkladů nebo jiných velmi konzervativních nástrojů, přestože agresivnější investiční strategie spojená s dlouhodobým pravidelným měsíčním investováním by v jejich případě byla mnohem racionálnější.

Dokonce i v případě „nalezených“ peněz hraje roli, odkud pocházejí. Belsky a Gilovich uvádějí příklad třicetileté ženy, která po babičce zdědila 17 tisíc dolarů. Z úcty a piety k babiččině památce se dotyčná žena rozhodla nechat celou částku na bezpečném bankovním účtu. Psychologický důvod: babička měla těžký život, prožila Velkou krizi ve 30. letech, někdy dokonce hladověla. Její těžce nastřádané celoživotní úspory pak přece nelze bezstarostně vystavit riziku kolísání akciového trhu.

Člověk se tedy nechová vždy jako „homo oeconomicus“. Za jistých okolností je jistě dobře, že lidé zůstávají pouhými lidmi, ale někdy se tak jen zbytečně připravují o peníze.

2.5 Long Term Capital Management – lekce o tom, jak pýcha předchází pád

Investiční psychologie umožňuje včas identifikovat potenciálně nebezpečné projekty, jakým byl fond s názvem Long Term Capital Management (LTCM). Šlo o tzv. „hedge“ fond založený na základě výjimky z amerického zákona o investičních společnostech. Partnerství ve fondu LTCM vyžadovalo nejméně 10 milionů dolarů investovaných na minimální dobu 3 let. LTCM byl exkluzivním klubem, v jehož čele stál John Meriwether, někdejší elitní obchodník u Salomon Brothers. Investiční strategie fondu používala modely profesorů Myrona Scholese a Roberta Mertona, kteří v roce 1997 získali pamětní cenu Alfreda Nobela za ekonomické vědy.

Výnosy a hvězdná reputace přinesla LTCM řadu špičkových členů, například společnosti Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Union Bank of Switzerland, Credit Suisse, Deutsche Bank, Banque Paribas a dokonce i Italskou národní banku. Investiční strategie LTCM byla založena na rozdílech mezi výnosy různých typů pevně úročených cenných papírů. Mezi výnosy bezpečných cenných papírů (např. amerických státních dluhopisů) a výnosy rizikových obligací (např. dánských hypotečních zástavních listů nebo ruských státních cenných papírů) je vždy rozdíl, tzv. *spread*.

LTCM spekuloval na rozdíly *spreadů* mezi zmíněnými cennými papíry a na jejich postupné zužování v průběhu času. A protože samotné *spready* jsou příliš úzké pro dosahování vysokých zisků, LTCM používal tzv. pákového efektu – investování nikoli vlastního, nýbrž zapůjčeného kapitálu. LTCM použil 2,2 miliardy dolarů (plnou výši svého vlastního kapitálu) k nákupu cenných papírů v hodnotě až 125 miliard dolarů. Tyto cenné papíry sloužily jako zástava pro nákup derivátových kontraktů v nominální hodnotě až 1 250 miliard dolarů. Nejde o překlep: celkovou hodnotu transakcí lze vysvětlit pákovým efektem, kdy je investován kapitál, který si fond půjčil oproti zástavě ve formě dříve nakoupených cenných papírů. Prostřednictvím tohoto mechanismu lze dosáhnout teoreticky neomezených výnosů – ale také neomezených ztrát.

Všechno fungovalo velmi dobře až do doby, kdy v srpnu 1998 naplno propukla ruská finanční krize. *Spread* se rozšířil – rizikové (nejen ruské) cenné papíry oslabily, zatímco bezpečné americké obligace posílily. „Finanční páka“ se obrátila proti spekulantům. LTCM dostal plný zásah. Vyšlo najevo, že ani geniální teoretikové jako Merton a Scholes nedokázali ve svých modelech zahrnout důsledky politického rizika – ruské finanční krize. Ředitel fondu John Meriwether napsal v dopise partnerům: „*Věděli jsme, že dříve nebo později čeká naši společnost zkouška. Nedokázal jsem si však představit, jak přísná tato zkouška bude.*“

Díky pákovému efektu hrozilo, že celkové nekryté závazky LTCM vůči třetím osobám dosáhnou výše vyjádřitelné ve stovkách miliard dolarů. Ty by pochopitelně mohly spustit lavinu bankrotů, již by pravděpodobně padly za obětí některé z nejrenomovanějších světových bank. Cesta k finanční a ekonomické apokalypse podobné scénáři z Velké krize 30. let by byla otevřena.

Za této situace se do věci vložila newyorská pobočka Federálního rezervního systému, která zorganizovala jednání mezi LTCM a hlavními zúčastněnými stranami. Podařilo se dosáhnout dohody, v jejímž rámci velké banky poskytly překlenovací úvěr ve výši 3,5 miliardy dolarů, což byla částka dostatečně vysoká na to, aby mohla odvrátit řetězový krach. Portfolio LTCM sice ztratilo asi 90 % své původní hodnoty, avšak úspěšná záchranná akce zabránila tomu, aby jeho hodnota dosáhla záporných čísel. Potenciální krach světového finančního systému byl odvrácen. Následoval ovšem pochopitelný pokles kursů akcií bank, které do LTCM investovaly. Například Union Bank of Switzerland (UBS) oznámila ztrátu ve výši téměř 685 mil. dolarů, což se samozřejmě odrazilo na hodnotě jejích akcií. To však stále ještě není nic proti tomu, co by bylo následovalo, kdyby LTCM totálně zkrachoval.

Relativní úspěch záchranné akce však stejně příliš nepotěšil některé partnery LTCM z řad zámožných fyzických osob, které se zadlužily, aby mohly investovat. Nepřímým následkem krachu LTCM bylo také stlačení cen bankovních akcií na celém světě – například akcie zmíněné UBS ztratily zhruba polovinu hodnoty. Také akcionáři České spořitelny a Komerční banky hmatatelně pocítili následky této tlakové vlny.

Základní příčinou neúspěchu LTCM z technického hlediska bylo nadměrně rizikové investování zapůjčeného kapitálu. Z psychologického hlediska je kořenem neúspěchu přílišné sebevědomí špičkových finančníků, jejichž platy se pohybují v desítkách milionů

dolarů ročně a kteří přespříliš důvěřují vlastním schopnostem⁸. A manažeři LTCM věřili svým schopnostem naprosto neomezeně. Během jedné prezentace vyjádřil potenciální klient pochybnosti, zda strategie LTCM může trvale fungovat. Tím se ovšem těžce dotkl ješitnosti Roberta Mertona. „*Dokud budou na kapitálovém trhu působit takoví, jako jste vy,*“ odpověděl Merton silným hlasem a měl na mysli „*takoví hlupáci, jako jste vy*“, „*naše strategie bude vždy úspěšná.*“ Touto větou dospěl pochybovačný klient k jistotě, že se má LTCM vyhnout – a dobře udělal.

„*Většina akademických teorií tvrdí, že nemůžete soustavně vydělávat 40 % ročně bez rizika ztráty velkého množství peněz,*“ řekl na adresu LTCM William Sharpe, bývalý kolega Myrona Scholese. „*V jistém smyslu je to, co se stalo, pěkně v souladu s tím, co učíme.*“

Vítězem turbulencí na kapitálových trzích v roce 1998 byl klasický a dobře známý model oceňování kapitálových trhů CAPM. (Jeho hlavní autor William Sharpe byl oceněn Nobelovou cenou v roce 1990.) Jádrem tohoto modelu je tvrzení, že optimálním portfoliem cenných papírů pro průměrného investora je portfolio tržní, které svým složením odpovídá některému burzovnímu indexu. Zkušenosti přinejmenším z amerického akciového trhu toto pravidlo podporují. Například indexový fond Vanguard Index 500, který vychází z modelu CAPM, překonal v 90. letech 92 % ostatních amerických akciových fondů.

Nicméně pozor: platí, že v turbulentním prostředí jsou výnosy indexových fondů relativně horší. Hladká a optimistická 90. léta nahrávala indexovým fondům. Ale během období červen 2000 až červen 2010 překonával zmíněný indexový fond Vanguard Index 500 již jen 43 % konkurence. Agentura Morningstar komentuje tento výsledek slovy: „*Již není zabijákem ve své kategorii, ale ještě není mrtvý.*“

2.6 Praktické závěry

- **Udělejme si jasno, zda patříme mezi aktivní či pasivní investory.** Jsme-li finanční profesionálové, měli bychom si takto roztrždit své klienty. Vyhneme se tak mnoha možným nedorozuměním a problémům.
- **Snažme se nepodléhat klamu, že máme dostatek informací pro výběr nadprůměrně výnosných akcií nebo fondů.** Všechny informace, které máme, jsou již zastaralé. Velmi výjimečně jsme schopni je lépe analyzovat, ale ne každý je toho schopen. A ne vždy. Drobný investor, zvláště začátečník, udělá nejlépe, když bude maximálně skromný.
- Zejména nemá smysl si namlouvat, že jsme schopni **předpovídat výnosy jednotlivých akcií**. Do jisté, velmi omezené míry lze včas identifikovat problémy nebo příležitosti trhu, ale jen extrémně vzácně, takřka nikdy, se povede vytipovat vhodné jednotlivé akcie.

⁸ Vyplývá z toho poučení pro české banky i jiné finanční společnosti: neplatit svým zaměstnancům – byť špičkovým – více než jednotky milionů dolarů ročně. (Poznámka z r. 2008: limit lze bez obav zvýšit na jednotky milionů euro ročně.)

- **Zdržme se jakýchkoli citových vazeb na své investice.** Emoce jakéhokoli druhu nemají se správným investičním rozhodováním nic společného.
- **Vyhýbejme se finančním společnostem, které mají agresivní reklamu.** Rovněž arogantní a příliš sebevědomé vystupování jakéhokoli finančníka je jasným signálem, abychom mu nesvěřili ani korunu.
- **Nadměrná sebedůvěra je zaručeným receptem na problémy.** Potvrdilo se to jak v případě LTCM, tak i v tisících menších krachů, které měly kořeny v lidské psychologii.

3. Praktická ekonomie pro investory

„Navzdory svým ambicím stát se vědou zůstává ekonomie stále spíše uměním. Budoucnost je ze své definice nepředvídatelná. Každý, kdo jednoduše extrapoluje minulé trendy, byť s využitím elegantního matematického aparátu, je vzdělaný pošetilec. Ekonomie nepotřebuje nic naléhavěji než trochu skromnosti.“

Robert Kuttner, ekonom

„Kdyby ekonomové dokázali, aby byli pokládáni za skromné a kompetentní lidi na úrovni dentistů, to by bylo báječné!“

John Maynard Keynes, ekonom

Sdělovací prostředky neustále člověka bombardují nejrůznějšími ekonomickými termíny. Některé jsou poměrně známé a jasné, například inflace nebo kurs koruny. Jiné termíny jsou rovněž známé, ale jejich význam není úplně zřejmý.

Podívejme se nyní na některé ekonomické veličiny a zhodnotíme jejich vliv na chování různých typů investic. Jednotlivé faktory jsou uspořádány zhruba v takovém pořadí, jaká je jejich důležitost pro investora, s poznámkou, že toto pořadí se může lišit podle konkrétních podmínek ekonomiky a podle situace jednotlivých investorů.

3.1 Úrokové míry

Úroková míra znamená cenu kapitálu. Jako většina ostatních cen je určována trhem: bankami, které přijímají vklady a poskytují úvěry, a subjekty působícími na kapitálovém trhu. Trh kapitálu má ovšem tu zvláštnost, že je do značné míry ovlivňován chováním centrální banky. Centrální banka vyhláší některé základní sazby, za něž půjčuje peníze komerčním bankám (diskontní sazba, lombardní sazba) anebo za ně přijímá vklady od bank (repo sazba).

Tímto způsobem může centrální banka výrazně ovlivňovat dění na finančních trzích a zprostředkovaně i vývoj ekonomiky. Centrální banka ovšem není nadlidská instituce a její vliv není neomezený. Při svém rozhodování musí brát v úvahu vývoj finančních trhů. V této kapitole si ukážeme, s jakými faktory centrální banka za normálních podmínek počítá. Ale nejprve se soustředíme na význam, jaký mají úrokové míry pro výnosy různých typů investic.

3.1.1 Výnosové křivky

Výnosová křivka je grafickou reprezentací časové struktury sazeb vybraných cenných papírů (dluhopisů). Jedná se o závislost výnosu do doby splatnosti (svislá osa) na době do splatnosti dluhopisu (vodorovná osa). Výnosová křivka se konstruuje vždy pro konkrétní dluhopisy, které se liší pouze dobou do splatnosti, ale jinak mají stejné vlastnosti – zejména typ emitenta a kreditní kvalitu. Nejčastěji se publikují výnosové křivky na bázi státních dluhopisů.

Existují tři základní teoretické přístupy vysvětlující tvar výnosové křivky:

1. **Čistá teorie očekávání (pure expectations theory).** Současná (spotová) výnosová křivka odráží očekávání trhu ohledně budoucího vývoje sazeb po celé délce výnosové křivky. Tím a ničím jiným je určen její tvar.
2. **Teorie preferovaných tržních segmentů (market segmentation theory).** Různí investoři preferují různé doby splatnosti, přičemž většina z nich preferuje kratší doby. Vyšší poptávka po krátkých dluhopisech má za následek vyšší ceny a nižší výnosy. Proto je výnosová křivka typicky pozitivně skloněná.
3. **Teorie preference likvidity (liquidity preference theory).** Delší dluhopisy jsou pro investora spojeny s vyšším rizikem. Proto jejich držitelé musejí být „odměněni“ vyššími výnosy.

Širokou oblibu v každodenní praxi makléřských firem a investičních bank si získala zejména čistá teorie očekávání (dále PEH), a to navzdory faktu, že není schopna vysvětlit, proč za normálních okolností neprevládá vodorovný, nýbrž pozitivně skloněný tvar. Tato teorie však umožňuje pomocí jednoduchého vzorce vypočítat očekávání trhu. Makléři a investoři tento postup používají jako pomůcku pro rozhodování, přestože vědí, že poskytuje vychýlené odhady (forwardové výnosové křivky vycházejí posunuté vzhůru oproti skutečnému očekávání trhu, což lze doložit na historii časových řad výnosových křivek). Díky výpočetní jednoduchosti je však velmi rozšířená.

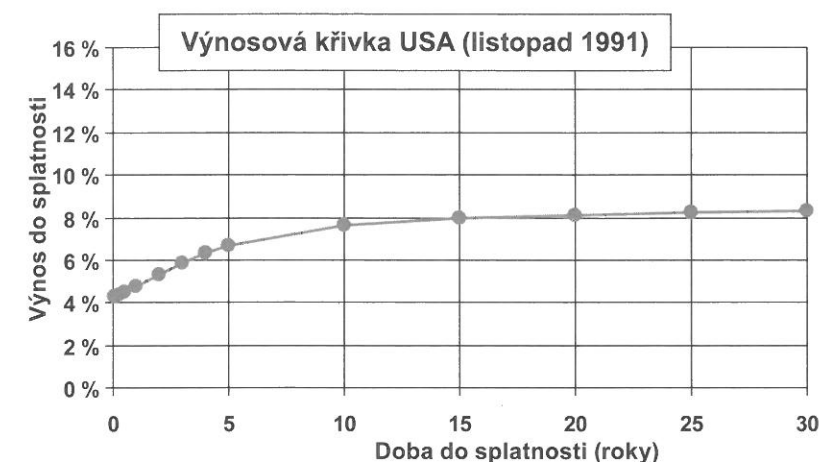
Zmíněné tři teorie se navzájem nevylučují. Připustíme-li částečnou platnost všech tří vysvětlení současně, můžeme formulovat tzv. rozšířenou či modifikovanou teorii očekávání, která by umožnila pracovat se standardním (tj. pozitivně skloněným) tvarem výnosové křivky tak, aniž by docházelo k systematickému vychýlení směrem nahoru.

3.1.2 Základní typologie výnosových křivek

Rozeznáváme čtyři základní tvary výnosové křivky: rostoucí (pozitivně skloněná), klesající (inverzní), konkávní („zhoupnutá“) a plochá. Zřídka se vyskytuje anomální konvexní tvar (U-křivka).

Pozitivně skloněná – standardní

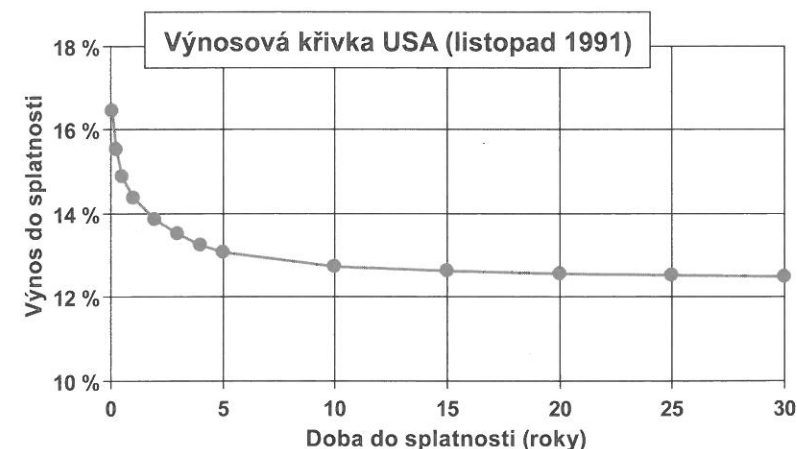
Vyskytuje se, pokud trh neočekává významné změny. Pokud trh očekává růst sazeb (výnosů, eventuálně inflace), její strmost roste. Klasickým příkladem může být stav výnosové křivky desetiletých amerických státních dluhopisů (T-Bonds) koncem roku 1991.



Zdroj: Craig Holden, Kelley School of Business, Indiana University

Inverzní

Signalizuje, že trh očekává pokles úrokových sazeb (inflace). Její výskyt je relativně vzácný, zpravidla se vyskytuje poté, co centrální banka z nějakých důvodů (boj proti inflaci, měnová krize) krátkodobě zvýší úrokové sazby na neobvykle vysoké hodnoty. Takovýto stav existoval v USA v první fázi „reaganomiky“, kdy hlavním cílem byl boj proti inflaci.

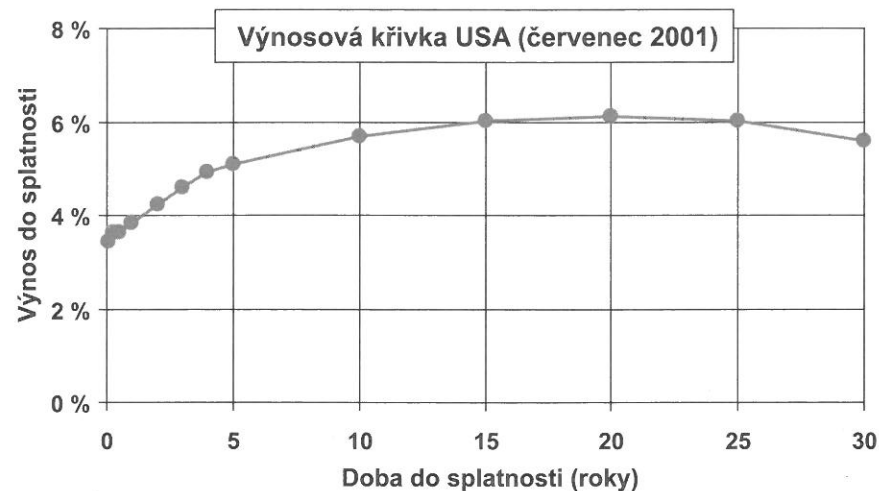


Zdroj: Craig Holden, Kelley School of Business, Indiana University

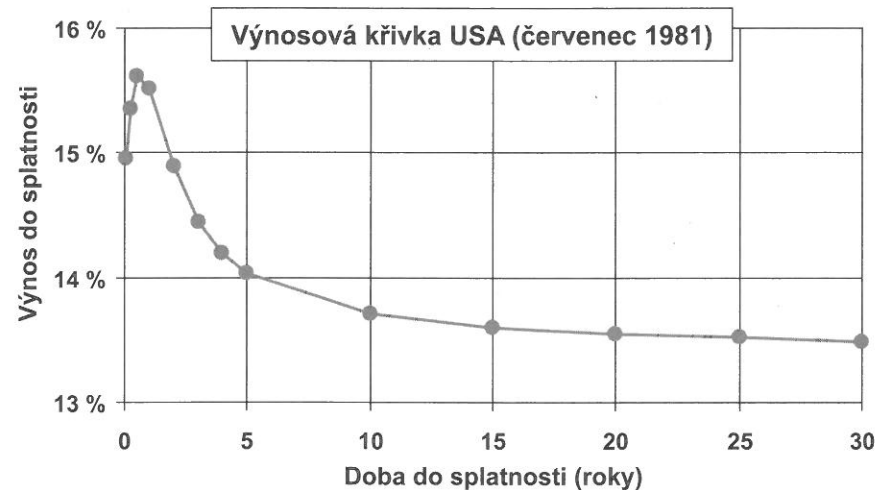
„Zhoupnutá“ (humped)

Podle charakteru „zhoupnutí“ se vyskytuje v podobných situacích jako normální nebo inverzní výnosová křivka.

a) V červenci 2001 připomínal tvar „zhoupnuté“ křivky normální výnosovou křivku.



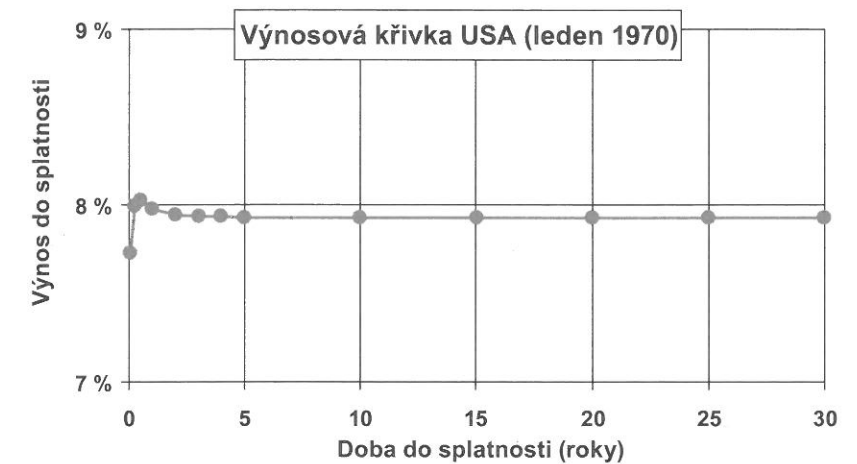
b) V červenci 1981 šlo spíše o modifikaci inverzní křivky.



Zdroj: Craig Holden, Kelley School of Business, Indiana University

Plochá

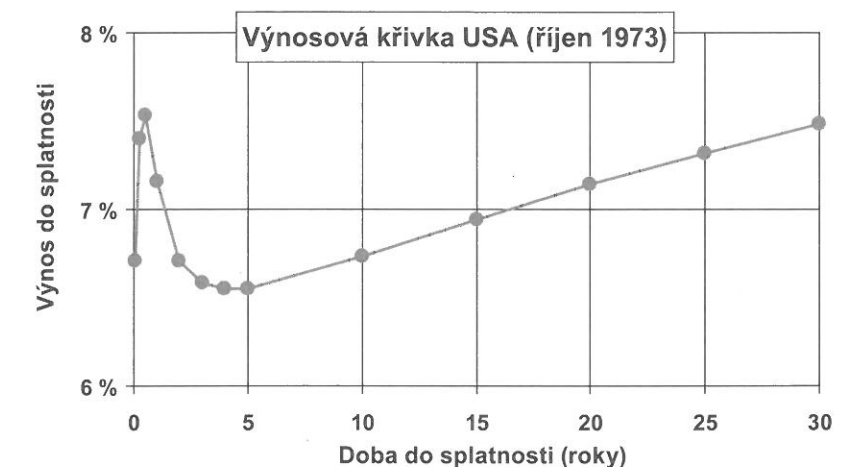
Přechodný tvar mezi pozitivně a inverzně skloněnou křivkou zpravidla vypovídá o očekávaných poklesech sazeb.



Zdroj: Craig Holden, Kelley School of Business, Indiana University

Anomální tvar: U-křivka

Velmi zřídka se vyskytuje výnosová křivka ve tvaru U. Tento tvar je anomální z hlediska teorie (podle některých modelů by neměl vůbec existovat, protože umožňuje realizovat bezrizikovou arbitráž) a vyskytuje se jen tehdy, pokud trh očekává neobvyklý vývoj (například pokles úrokových sazeb při současném růstu inflace). Následující graf ukazuje anomální chování výnosové křivky v období ropné krize v říjnu 1973.

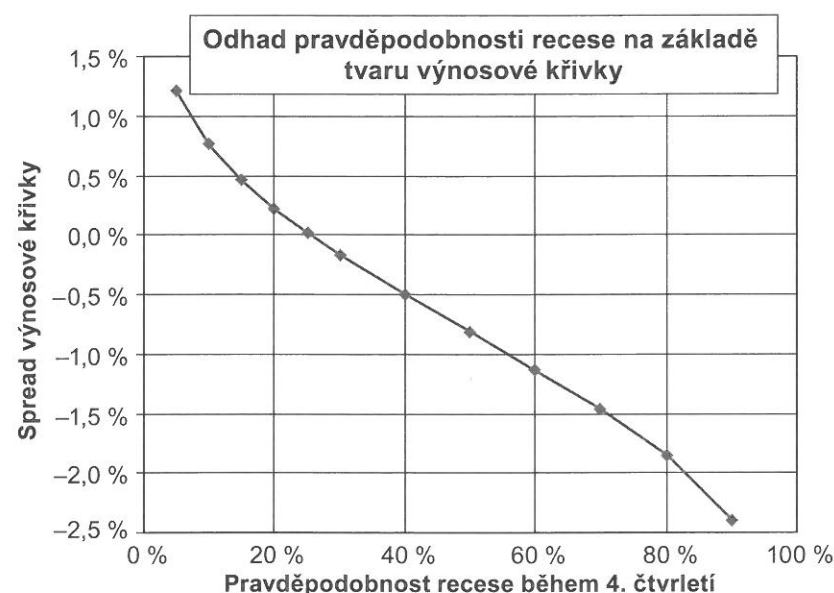


Zdroj: Craig Holden, Kelley School of Business, Indiana University

3.1.3 Makroekonomické aplikace

Výnosová křivka obsahuje očekávání trhu ohledně budoucího vývoje úrokových sazeb, implicitně tedy i inflace a dalších makroekonomických veličin, které s úrokovými sazbami souvisejí. Proto je výnosová křivka hodnotným prognostickým nástrojem. Její použití je jednoduché a její informační hodnota významně překonává jiné finanční a makroekonomické indikátory při předpovídání recesí dvě až šest čtvrtletí dopředu.

Strmost sklonu výnosové křivky může být vynikajícím indikátorem budoucích recesí. Měnová politika má v běžném období významný vliv na sklon výnosové křivky a tudíž i na reálnou ekonomickou aktivitu během několika nejbližších čtvrtletí. Vzestup na krátkém konci (zploštění nebo dokonce inverze křivky) má za následek zpomalení reálného růstu v krátkém období. Graf ukazuje pravděpodobnost výskytu recese v USA (levý sloupec) v závislosti na rozdílu výnosu (spreadu) desetiletých vládních dluhopisů a tříměsíčních pokladničních poukázek.



Zdroj: Federal Reserve Bank of St. Louis

Jsou-li krátkodobé úrokové sazby vyšší než dlouhodobé, je pravděpodobná recese nebo alespoň zpomalení ekonomiky. Tento vztah je však jen jedním z více důvodů, proč je výnosová křivka užitečná jakožto prognostický nástroj. Očekávání budoucí inflace a reálných úrokových měr obsažených ve výnosové křivce rovněž hrají důležitou roli.

Forwardové míry výnosu mohou být dekomponovány do dvou složek:

- a) očekávaná reálná míra výnosu,
- b) očekávaná inflace.

První ze složek je spojena s očekáváním ohledně budoucí měnové politiky. Z hlediska očekávaného reálného ekonomického růstu mají informační hodnotu obě složky.

3.1.4 Vliv úrokových měr na nástroje peněžního trhu

Jejich výnosy jsou vlastně přímo definované výší úrokových měr. Čím vyšší úrokové míry, tím vyšší výnosy nástrojů peněžního trhu. Ovšem pozor: hovoříme-li o reálných výnosech (očistěných od vlivu inflace), situace může být složitější. Obecně však platí, že úrokové míry v zásadě sledují vývoj inflace, i když tomu tak nemusí být vždy a za všech okolností.

Od 11. září 2001 se stalo normou, že pokud má centrální banka na výběr mezi plněním inflačního cíle a prevencí případné finanční krize, jdou starosti o inflaci stranou. Rovněž v době aktualizace 5. vydání (začátek prosince 2007) probíhá finanční krize – bankovní krize způsobená špatnými hypotečními úvěry v USA. Ani v tomto případě se centrální banky nerozpakují udržovat nízké sazby, takže výnosy nástrojů peněžního trhu jsou pod úrovní inflace.

A podobně tomu zřejmě bude i během dalších krizí, které teprve přinese budoucnost.

3.1.5 Vliv úrokových měr na dluhopisy

Výnosy dluhopisů mají dvě složky. První z nich tvoří **úrokové výnosy**. Tyto, tzv. kuponové výnosy jsou podobné jako v případě výnosů peněžního trhu závislé na výši úrokových měr v době vydání příslušné obligace. U běžných obligací s pevným kuponem se během doby jejich života tento výnos nemění. (Existují však i obligace, jejichž kupony se mění v závislosti na výši krátkodobých úrokových sazeb nebo inflace.)

Druhou složkou výnosu dluhopisů jsou **kapitálové výnosy**, které jsou dány kolísáním jejich tržních cen. Na rozdíl od úrokových (kuponových) výnosů mohou být kapitálové výnosy i záporné. Ceny dluhopisů jsou nepřímo závislé na výši úrokových měr. Klesají-li úrokové míry, rostou tržní ceny obligací. Naopak růst úrokových měr je špatnou zprávou pro majitele obligací. Pro kvalitní obligace (vydané důvěryhodnými státy nebo prvotřídními podniky) je pohyb úrokových měr dominantním faktorem, který ovlivňuje jejich cenové pohyby.

Příklad: Koncem listopadu 2007 emitovalo české ministerstvo financí dluhopisy splatné za padesát let. Kupon činí 4,85 % ročně, což znamená, že investor, který je koupil v nominální hodnotě, bude po dobu padesáti let dostávat výnos z investované stokoruny ve výši 4 Kč a 85 haléřů.

V případě obnovení inflačních tlaků hrozí riziko růstu sazeb. Jestliže například v roce 2010 vzrostou úrokové sazby natolik, že výnos do doby splatnosti uvedeného padesátiletého státního dluhopisu vzroste na 6 % per annum, tržní cena dluhopisu poklesne o bezmála 18 %. Při růstu výnosu do doby splatnosti na 8 % poklesne cena „bezrizikového“ státního dluhopisu o více než 38 %. Je tedy zřejmé, že růst úrokových sazeb má na dlouhodobé dluhopisy velmi neblahý dopad.

3.1.6 Vliv úrokových měr na akcie

Hodnota akcií je dána tím, jak kapitálový trh odhaduje celkovou sumu budoucích dividend. Rostou-li úrokové míry, hodnota budoucích dividend se snižuje, a naopak. Platí zde stejná logika jako v případě obligací.

Akcie se však od obligací zásadně liší v několika směrech. Na rozdíl od výplaty dluhopisových kuponů není budoucí výplata dividend nijak zaručena. Není jisté, v jaké výši a zda vůbec budou dividendy vypláceny a jaký bude jejich daňový režim. Doba životnosti akcií je (na rozdíl od naprosté většiny obligací) nekonečná, alespoň teoreticky. Všechny tyto rozdíly mají za následek, že kolem akcií obecně existuje daleko větší míra nejistoty než kolem obligací.

Akcie jsou tedy obecně rizikovou investicí, což platí i pro likvidní akcie velkých a renomovaných podniků. Zatímco u kvalitních obligací jsou výrazně dominantním zdrojem rizika pohyby úrokových měr, rizikových faktorů ovlivňujících ceny akcií je nepoměrně více a jejich analýza je mnohem náročnější. Ačkoli obecně akcie reagují na změny úrokových měr stejně jako obligace, v některých případech tomu může být jinak.

Například na přelomu let 1998 – 1999, kdy docházelo k výraznému poklesu českých úrokových měr, ceny českých vládních dluhopisů rostly přesně jako podle finanční učebnice. Ceny akcií však ve většině případů dále klesaly. Proč se akcie chovaly v tomto případě jinak? Protože kursy akcií byly postiženy probíhající hospodářskou recesí a trh očekával neblahý vliv ekonomických potíží na budoucí zisky podniků. Naproti tomu kupony ze státních obligací musejí být vypláceny vždy. Proto ceny akcií bývají citlivější na výkyvy ekonomiky než ceny obligací.

3.2 Ekonomická logika inflace, úrokových měr a hospodářského růstu

Jak spolu souvisejí úrokové míry a ostatní ekonomické veličiny? Protože úrokové míry jsou v moderních ekonomikách stanovovány centrálními bankami, je užitečné vědět, jaké veličiny a jaké zákonitosti berou tyto instituce obvykle v úvahu při svém rozhodování. Standardní předpoklady lze shrnout do následujících bodů:

- **Výkyvy inflace škodí.** Proto se centrální banky snaží udržovat inflaci v jistém stabilním rozmezí.
- **Inflaci lze potlačit zvýšením úrokových měr.** Existuje široký souhlas podpořený ekonomickou teorií i mnoha zkušenostmi.
- **Hospodářský růst nad úroveň dlouhodobého průměru bývá v krátkodobém horizontu doprovázen inflačními tlaky a hospodářský pokles může mít krátkodobě za následek pokles inflace.**

Ekonomové ovšem nejsou zajedno v tom, zda se v případě krátkodobého vztahu mezi inflací a růstem hospodářství jedná o příčinnou souvislost či nikoli. Není dokonce úplně jisté, zda tato souvislost nebyla podmíněna konkrétními okolnostmi 20. století (zejména první poloviny). V dějinách se rovněž vyskytovala období, kdy došlo současně k hospodářskému poklesu a růstu inflace.

Jako příklad uveďme léta 1974 a 1975, kdy v důsledku ropného šoku poklesly ekonomiky prakticky všech průmyslových zemí. Většina vlád a centrálních bank se tehdy rozhodla „léčit“ hospodářský pokles nadměrným růstem peněžní zásoby, tj. inflací. Ukázalo se však, že šlo o vážnou chybu hospodářské politiky. Tato chyba nejenže prodloužila recesi a způsobila růst nezaměstnanosti, ale měla i velmi nepříznivé následky pro majitele akcií,

obligací i nástrojů peněžního trhu⁹. Reálná hodnota amerických akcií poklesla v důsledku této politické chyby během let 1974 a 1975 o více než 50 %.

Zkušenosti tedy jasně ukázaly, že záměrně zvýšená inflace nemá stimulační účinky pro ekonomiku. Je proto málo pravděpodobné, že by vlády a centrální banky USA nebo EU v budoucnu prováděly tuto neúčinnou a škodlivou politiku. Zůstane-li zachována nezávislost České národní banky na krátkodobých politických požadavcích, je málo pravděpodobné, že by v České republice došlo k opakování těchto chyb – až do vstupu do eurozóny, kdy česká ekonomika ztratí měnovou politiku.

Hypotézu o **dlouhodobé** souvislosti hospodářského růstu a inflace velmi přesvědčivě vyvracejí dlouhá období hospodářského růstu doprovázeného cenovou stabilitou nebo dokonce i deflací. Šlo například o 18. a 19. století, kdy neexistovalo centrální bankovníctví, a tudíž ani monetární politika. Jak uvádí Milton Friedman ve své knize *Money Mischief* (česky *Za vším hledej peníze*, GRADA Publishing, 1997), růst tehdejší ekonomiky měl za následek deflaci: „*Deflace nezabránila rychlému ekonomickému růstu ve Spojených státech. Naopak. Rychlý růst byl silou, která po Občanské válce způsobila deflaci. (...) Ceny se snižovaly tak rychle pouze proto, že produkt rostl mnohem více než množství peněz.*“

- **Zvýšení úrokových sazeb mívá krátkodobě negativní vliv na hospodářský růst. Nízké sazby mohou naopak ekonomiku krátkodobě povzbudit.** Ohledně důležitosti měnové politiky v krátkodobém horizontu se vedou odborné spory. Naopak široce je přijímán názor, že **v dlouhém období je měnová politika neúčinná a nemá na trend hospodářského růstu žádný vliv.**

Uvedené předpoklady tvoří základ pro rozhodování moderních centrálních bank o výši úrokových měr. Americký ekonom John B. Taylor analyzoval měnovou politiku Federálního rezervního systému a dospěl k závěru, že „Fed“ stanovuje krátkodobé sazby v závislosti na dvou údajích: na inflaci a na hospodářském růstu. Přesněji řečeno, na odchylce skutečné inflace od inflace cílové a na odchylce velikosti momentálního hospodářského růstu od dlouhodobého růstového trendu.

Vyjádřeno jednoduchým vzorcem:

$$r = i + g \cdot y + h \cdot (i - i^*) + r_f,$$

kde r je krátkodobá úroková míra;
 i je aktuální hodnota inflace;
 y je odchylka aktuálního růstu HDP od dlouhodobého trendu;
 i^* je cílová hodnota inflace;
 r_f je odhad rovnovážné reálné úrokové míry;
 g, h jsou konstanty (g doporučeno v rozmezí 0,5 – 1,0; doporučená hodnota h je 0,5).

⁹ Vyvolala také těžké chmury v celém západním světě. Na stránkách seriózního tisku (například *The Economist*) probíhaly vážně míněné diskuse o tom, zda má kapitalismus budoucnost a zda by nebylo lepší jej nahradit plánovanou ekonomikou s direktivně určenými cenami.

Ze vzorce jednoznačně vyplývá, že výše krátkodobých úrokových měr je přímo úměrná aktuální hodnotě inflace a odchylce růstu ekonomiky od dlouhodobého trendu. Americký Federální rezervní systém stanovuje úrokové sazby zhruba od poloviny 80. let velmi přesně v souladu s Taylorovým pravidlem. Výsledky této politiky jsou pro americkou ekonomiku i pro americký kapitálový trh velmi příznivé¹⁰.

Logikou obsaženou v Taylorově pravidle se řídily (do roku 2007) moderní centrální banky na celém světě. Pokud by se nic zvláštního nedělo, bylo by možné očekávat, že se v průběhu třetího tisíciletí toto pravidlo stane jednou z pevně dodržovaných zásad měnové politiky. Jenže v praxi let 2001 – 2007 se prokázala platnost ještě jednoho pravidla:

- **Pokud nastane finanční či jiná krize a centrální banka řeší dilema, zda dát přednost boji proti inflaci nebo boji proti krizi, inflace bude vždy až druhou prioritou.**

Nastane-li teroristický útok nebo bankovní krize, starosti o inflaci jdou stranou. Přednost má akutní problém: pacientovi se zlomeninou také nebude lékař především léčit žaludeční vředy. Centrální banka je ovšem lékař s jediným receptem: expanzivní měnovou politikou. Přejde-li krize, je tuto politiku možno opustit, ale jednorázový inflační impuls nebude nikdy vystřídán deflačním impulsem obdobné velikosti.

Proto bude objemu peněz v ekonomice trvale přibývat a inflační tlaky nebudou úplnou minulostí, jak se zdálo ještě kolem roku 2000. Zvláště důkladně se potvrdilo pravidlo o přednosti boji proti bankovním krizím během roku 2008, 2009 a během roku 2010 platí rovněž.

Platí tedy, že dlouhodobá měnová expanze nemůže zajistit prosperitu. Krátkodobá intenzivní expanze peněz však může zachránit ekonomiku před krizí nebo podstatně zmírnit recesi.

3.2.1 Úrokové sazby v krizových obdobích

V dřívějších časech bylo obvyklé, že finanční krize bývaly doprovázeny vysokými úrokovými sazbami. Je to přirozené: většina finančních krizí nastala proto, že z různých důvodů se na trhu objevil náhlý nedostatek kapitálu. Měnové krize bývaly doprovázeny vysokými sazbami proto, že se centrální banka snažila podpořit kurs domácí měny vůči zlatu či jiným měnám.

Od 11. září 2001 však platí jiné pravidlo. Federální rezervní systém tehdy podpořil finanční trhy obrovskou injekcí hotovosti, aby předešel možné bankovní či finanční krizi. Naopak kursy měn jsou nyní zpravidla volně plovoucí: centrální banky jim proto přiřkládají stále menší význam.

Příkladem expanzivní měnové politiky v krizi bylo i období 2007 – 2010. (A jeho konec není během poslední aktualizace této knihy v dohledu.) Centrální banky USA, Eurozóny, Velké Británie, Kanady a Švýcarska se v březnu 2008 opět rozhodly podpořit globální finanční systém mimořádným přísunem nových peněz o hodnotě přes 230 miliard do-

¹⁰ Federální rezervní systém nikdy oficiálně neprohlásil, že se řídí Taylorovým pravidlem. Lze jím však vysvětlit více než 83 % hodnoty změn krátkodobých amerických úrokových sazeb v období let 1987–1997.

larů. Přísun peněz na trhy měl zmírnit dopady úvěrové krize, která ohrožuje stabilitu finančního systému vyspělých zemí. Od prosince 2007 do začátku března 2008 si banky takto půjčily přes 160 miliard dolarů.

Zpráva o řízené intervenci velkých centrálních bank byla chápána jako pozitivní. Na finančních trzích panovala od začátku srpna 2007 těžká krize důvěry. Banky měly obavy půjčovat si navzájem na mezibankovním trhu. Ve světovém tisku se objevily termíny jako „credit crunch“ nebo „credit squeeze“, což znamená omezení tvorby úvěrů kvůli obavám bank z možného zhoršení úvěrové kvality dlužníků.

V České republice jsme jeden pořádný „credit crunch“ zažili po květnu 1997, kdy Česká národní banka náhle prudce zvýšila úrokové sazby. Snažila se touto cestou hájit kurs koruny, který byl tehdy vázán na koš německé marky, dolaru a několika dalších měn. Dopady na českou ekonomiku byly tehdy velmi nepříjemné a měly i závažnou politickou dohru. Kdyby nastal globální „credit crunch“ – „úvěrové zadrnutí“ – důsledky by byly drtivé.

Toto samozřejmě centrální bankéři vyspělých zemí vědí. Velmi dobře znají i historii roku 1929, kdy globální úvěrová krize zahájila tragické období Velké deprese. Ve školách se chybně učí, že krize z první poloviny 30. let byla způsobena pověstným Černým pátkem na newyorské burze, ale pád akcií byl jen reakcí na bankovní krizi. Ta byla způsobena právě nedostatkem likvidních prostředků.

Hospodářská politika koncem 20. let byla zcela odlišná od té nynější. Prvořadým cílem bylo udržení pevného kursu měny vůči zlatu. Zlatý standard byl mylně chápán jako nutná a zároveň postačující podmínka pro cenovou a hlavně hospodářskou stabilitu. Když se tedy na podzim 1929 objevily spekulativní tlaky na devaluaci dolaru vůči zlatu, Federální rezervní systém reagoval zvýšením úrokových sazeb: podobně jako ČNB v roce 1997.

Když pak bankovní krize naplno propukla, centrální banka ani vláda nepodnikly jediný krok ke stabilizaci situace. Tehdejší politický konsensus byl takový, že recese přicházejí a zase odcházejí, a vlády s tím nemohou a nemají nic dělat. Tehdejší americký ministr financí prosazoval názor, že recese znamená vlastně odstranění následků přebujelého ekonomického boomu 20. let a je tudíž zdravá. Doslova prohlásil, že je třeba „zlikvidovat zaměstnanost, zlikvidovat akcie, zlikvidovat farmáře, zlikvidovat nemovitosti.“ Tvrdil, že recese „očistí systém od hniloby. Vysoké životní náklady i život nad poměry pominou. Lidé budou pracovat tvrději a budou mít lepší morálku. Hodnoty se vrátí na správnou úroveň a podnikaví lidé se vzchopí na úkor méně schopných.“

Andrew Mellon si nedokázal představit katastrofální důsledky této politiky. Za několik let, v roce 1933, činila výkonnost americké ekonomiky necelé dvě třetiny úrovně z roku 1929. Nezaměstnanost byla gigantická a sociální problémy nesmírné. Steinbeckův román *Hrozny hněvu*, který vypráví o cestě rodiny zkrachovalého farmáře za nadějí v podobě práce česáčů ovoce v Kalifornii, tehdejší poměry dobře ilustruje.

Jen někteří ekonomové, mezi nimi Ralph Hawtrey, Irving Fisher a John Maynard Keynes, včas varovali před katastrofou a věděli, jak předejít nejhoršímu. Receptem, který i tehdy mohl fungovat, by bylo uvolnění měnových kursů, opuštění zlatého standardu, a především zaplavit peněžní trh hotovostí. Takto lze překonat krátká období paniky,

kteřá jsou pro vznik bankovních krizí kritická. Až panika přejde, lze následně stáhnout přebytečnou hotovost, a tím předejít zvýšení inflace.

Injekce peněz do ekonomiky jsou samozřejmě jen symptomatickou léčbou, která neřeší kořen problémů. Neřeší nedostatečné systémy pro řízení rizika v bankách; ostatně v tržní ekonomice není možné, aby centrální orgány detailně přikazovaly jednotlivým firmám, co mají dělat. Nicméně když hrozí krize, centrum musí hodit záchranný kruh, ačkoli to z hlediska některých tržně puristických teorií není správné.

Ano, z hlediska ekonomické teorie bylo by snazší a čistší, aby se centrální banka věnovala čistě jen inflačnímu cílení. Ovšem lidé nežijí v teorii, nýbrž v realitě. A v realitě je lhostejné, jaká teorie je zachráněna před nezaměstnaností a bídou, hlavně když tato teorie funguje v praxi.

3.3 Inflace – historie a podstata

„Myšlenka zdravých peněz (...) byla zavedena jako nástroj ochrany občanských svobod proti jejich despotickému omezování ze strany vlád. Myšlenkově náleží do stejné třídy jako ústava nebo listina práv a svobod.“

Ludwig von Mises, ekonom

Odkud pochází slovo „inflace“? Jeho doslovný význam je „nafouknutí“. Až do první poloviny 20. století se tohoto pojmu používalo pro růst objemu oběživa. Tehdy se ještě rozlišovaly pojmy „peníze“ a „oběživo“. První z těchto pojmů označoval „skutečné“, tedy zlaté peníze, zatímco pod „oběživem“ se rozuměly papírové peníze, o kterých se předpokládalo (ne vždy správně), že jsou kryty „skutečnými“ penězi, tj. odpovídajícím obsahem zlata. Protože existuje přímá úměra mezi objemem oběživa a výší cenové hladiny, stalo se slovo „inflace“ synonymem pro růst cen zboží a služeb.

Riziko inflace existuje odedávna. Málokterý despota nebo diktátor odolal pokušení emitovat nekryté peníze pro financování vlastních potřeb. Například král Štěpán Uroš II. Milutin razil začátkem 14. století v Prizrenu a Novém Brdu na území dnešního Kosova stříbrné dináry, které byly téměř přesnou imitací benátských mincí, obsahovaly však jen sedm osmin stříbra. Benátská republika reagovala odvetou v podobě obchodních sankcí. Král Milutin dokonce vstoupil do literatury: Dante Alighieri se o něm v *Božské komedii* zmiňuje jako o „králi z Rasky“, který se dopouštěl padělání měny. Abychom nepropadali předsudkům, že šlo o jev typický pro Balkán: ve stejné souvislosti uvádí Dante také Norsko a Portugalsko.

V období Velké francouzské revoluce si někteří mysleli, že tentokrát to bude jiné – že demokraticky zvolení politikové nepřipustí opakování inflace. Francie měla za sebou již jednu velmi špatnou zkušenost s tiskem papírových peněz koncem druhého desetiletí 18. století. Revoluční zákonodárci nicméně věřili, že v podmínkách demokracie nejsou papírové peníze nebezpečné, protože volený parlament bude kontrolovat množství emitovaných bankovek. V dubnu 1790 schválilo francouzské Národní shromáždění zákon o emisi papírových peněz nekrytých zlatem. Ještě téhož roku byly vydány papírové peníze (asignáty) v nominálním objemu 400 milionů livrů.

Francouzská zkušenost z konce 18. století poskytla velmi pádný a dosud platný argument proti jakémukoli vlivu volených politiků na měnovou politiku. Národní shromáždění nebylo schopno dodržovat měnovou disciplínu. Během sedmi let povolilo vydat do oběhu neuvěřitelných 40 000 miliard livrů. Hyperinflace způsobená obrovským množstvím peněz v oběhu měla za následek administrativní kontrolu cen, která zapříčinila nedostatek zboží a politickou nestabilitu. V konečném důsledku vedla hyperinflace k nastolení Napoleonovy diktatury.

Ve 20. letech 20. století připravila vysoká inflace v Německu (v období Výmarské republiky, jejíž vláda vzešla ze svobodných voleb) živnou půdu pro vzestup Hitlera a vznik nacionálně socialistického režimu. Ve stejném období pomohla inflace Leninovi zničit ruskou střední třídu. Nikoli naposledy pomohla inflace diktátorům k získání moci. V roce 1990 získal Slobodan Milošević vliv nad Srbskou národní bankou, které tajně nařídil, aby jemu a jeho přátelům poskytla úvěry v celkové hodnotě minimálně 1,4 miliardy dolarů.

Důsledkem byla druhá největší hyperinflace v historii a Miloševićova absolutní hospodářská dominance nad Jugoslávií. Způsob, jakým Milošević a jeho gang hodlali vyvlastnit své spoluobčany, bezprostředně vedl k osamostatnění Slovinska a Chorvatska. Na Miloševićovu hyperinflační politiku tak nakonec doplatili „jen“ obyvatelé zbytkové Jugoslávie.

Vysoká inflace je vždy způsobena růstem objemu peněz v oběhu bez ohledu na to, zda jsou papírové či zlaté. Například Španělsko se během 16. století přísně drželo zlata – netisklo žádné papírové peníze ani nerazilo mince s nízkým obsahem drahých kovů. Přesto trpělo obrovskou inflací následkem dovozu zlata z Jižní a Střední Ameriky. Růst objemu zlaté měny ve Španělsku vedl k masivním dovozům zboží, což téměř zničilo domácí španělská řemesla a těžce postihlo zemědělství. Pouze málokdo si v tehdejší době uvědomoval, jaké nebezpečí v sobě zlato skrývá. Jedním z osvětenějších jedinců byl španělský vzdělanec Martin de Azpilcueta, který v roce 1556 napsal: *„Zkušenost ukazuje, že ve Francii, kde je méně peněz než ve Španělsku, jsou chleba, látky i pracovní síla mnohem levnější, a že v samotném Španělsku byly v době, kdy tam bylo méně peněz, zboží a lidská práce nabízeny za menší cenu než po objevení Indie, od kdy byly kryty zlatem a stříbrem.“*

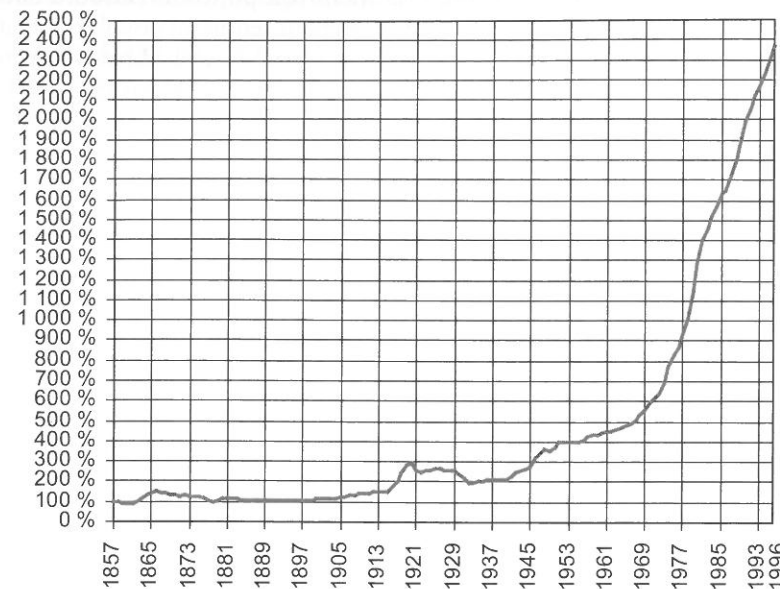
Španělské hospodářství se nikdy plně nevzpamatovalo z rány, kterou mu zasadil příliv zlata a stříbra v 16. století. V roce 1996, přesně 440 let od Azpilcuetova postřehu, činil hrubý domácí produkt na osobu ve Španělsku pouhé dvě třetiny HDP na osobu v Nizozemí. Několik století stará španělská zkušenost tedy hovoří o tom, že solidní hospodářský růst nelze nastartovat zvýšením objemu oběživa.

3.3.1 Inflace jako politický nástroj

Během druhé poloviny 19. století byly měny všech vyspělých zemí rovněž vázány na drahé kovy. Každá vydaná měnová jednotka – dolar, libra či frank – byla definována zlatým nebo stříbrným obsahem. Protože zásoby zlata a stříbra tehdy nebyly ovlivňovány objevy velkých nalezišť, vyznačovalo se období zhruba 1860–1900 pozoruhodnou cenovou stabilitou.

Ve 20. století inflace výrazně rostla, protože centrální banky tiskly peníze pod tlakem vlád – ať už s cílem splatit státní dluh nekrytými penězi (během války) nebo s dobrým úmyslem podpořit hospodářský růst. V obou případech je inflace ekvivalentem státního

Hladina spotřebitelských cen, USA 1857 – 1996



Zdroj: Global Financial Data

přerozdělování. Prostřednictvím inflace stát plošně daní majitele bankovních účtů a veškeré věřitele (včetně majitelů „bezpečných“ státních obligací) a nepřímo dotuje dlužníky.

Řečeno slovy Johna Maynarda Keynesa: „Běžně se má za to, že když vláda platí dluhy inflací, může se vyhnout zvýšení daňové zátěže obyvatelstva. Byli jsme svědky, že tomu tak není. Co stát získá tiskem bankovek, je odebráno veřejnosti právě tak jako spotřební daň z piva nebo daň z příjmu. Co vláda utratí, za to zaplatí veřejnost.“

V případech, kdy se vlády snažily prostřednictvím inflace povzbudit ekonomiku, se jednalo o špatnou politiku. Studie neprokázaly absolutně žádný pozitivní vliv inflace na dlouhodobý hospodářský růst. William Easterly se svými spolupracovníky¹¹ zkoumal rozdíly mezi rychle a pomalu rostoucími ekonomikami. Zjistil, že rychle rostoucí ekonomiky (tempem v průměru 4 % ročně) měly průměrně 8,4% inflaci, zatímco pomalu rostoucí ekonomiky (průměrný pokles – 0,2 % ročně) trpěly v průměru 16,5% inflací. Dlouhodobé důsledky inflace na ekonomiku jsou tedy záporné, což nemůže být nijak překvapivé pro nikoho, kdo uvažuje logicky. Inflace, podobně jako zvýšení daní zkrátka nemůže stimulovat hospodářský růst.

Povšimněme si, že Easterlyho rychle rostoucí ekonomiky měly „pouze“ 8,4% inflaci, což bylo podle standardů 70. a 80. let považováno za rozumně nízké hodnoty. Když však vyšlo najevo, že inflace je k ničemu, politici a centrální bankéři dospěli ke společnému

¹¹ William Easterly, Robert King, Ross Levine a Sergio Rebelo: *Policy, technology adoption and growth*. NBER, Working Paper 4681, 1994.

závěru, že je nejlepší inflaci dlouhodobě téměř eliminovat. Nikoli úplně, ale na rozumnou hodnotu kolem 2 – 3 % ročně.

Přišla reaganovsko-thatcherovská revoluce, která zkontrolovala inflaci a navrátila důvěru v měnu. Na tento odkaz navázali i duchovní otcové eura, kteří „poučení z krizového vývoje“ promítli do maastrichtských kritérií. Inflace jakožto nástroj hospodářské politiky definitivně vyšla z módy. V průběhu 90. let nastala celosvětová dezinflace. Inflaci se skutečně podařilo snížit do takové míry, že koncem 90. let se vyskytovaly dokonce obavy z deflace.

Ekonomická situace tehdy vypadala velmi růžově: nízké ceny ropy v kombinaci s růstem mezinárodního obchodu vytvářely optimální prostředí pro neinflační růst. O tehdejším trendu vypovídají slova ekonoma Edwarda Yardeniho. Podle něho bylo 20. století érou válek: dvou světových, studené války, která trvala několik desítek let, a řady lokálních konfliktů. „Protože války brzdí světový obchod, jsou překážkou konkurenci, a tudíž inflačním faktorem. Konec systému mocenských bloků povede k větší globální konkurenci, která povede ke snižování nákladů a cen,“ tvrdil tehdy Yardeni a měl naprostou pravdu.

3.4 Ekonomické trendy začátku třetího tisíciletí – „nová ekonomie“

„Středním a vyšším třídám nabízel život pohodlí, komfort a výtěžky, které ležely za hranicemi představitosti monarchů dřívějších věků – a to při nízkých nákladech a bez starostí. Obyvatel Londýna si mohl telefonicky objednat během ranního čaje různé produkty z celého světa... současně mohl stejnými prostředky spekulovat se svým bohatstvím v podobě přírodních zdrojů a nových podniků v kterékoli části světa a podílet se – bez námahy nebo dokonce potíží – na jejich budoucích plodech a výnosech... Mohl si obstarat levnou a pohodlnou dopravu do jakékoli země nebo podnebního pásma bez pasu a bez jiných formalit... Ale co bylo ze všeho nejdůležitější, považoval tento stav věci za normální, jistý a stálý, s výjimkou možnosti dalšího zlepšování, a jakoukoli odchylku od tohoto stavu pokládal za nenormální, skandální a nežádoucí.“

Vize šťastné budoucnosti třetího tisíciletí? Nikoli. Takto vzpomínal John Maynard Keynes (pozdější baron Keynes of Tilton) na zašlé časy někdejší globální ekonomiky 19. století v dobách mnohem pozdějších – v dobách, které byly poznamenány dvěma světovými válkami, velkou hospodářskou krizí, později též vznikem komunistických režimů, železnou oponou a rozpadem někdejšího kompaktního světa na desítky státek vyžadujících vstupní víza. Světový trh zboží, práce a kapitálu se rozpadl.

Avšak konec globalizace a pád světového zlatého standardu (de facto jednotné světové měny) po první světové válce neznamenal pád světa do barbarství a nouze (přesně řečeno, ne celého světa). Kromě jiných faktorů měla zásluhu na pokračujícím růstu světového hospodářství v období rozděleného světa technika a rozvoj aplikované vědy.

„Žijeme v období nárůstu prosperity a růstu produktivity firem i jednotlivců. Je to především důsledkem zavedení masové produkce a nových vynálezů, které svět dosud nezažil. Rychlost, se kterou jsou tyto inovace zaváděny do praxe, je výsledkem obrovských výzkumných laboratorů našich technologických společností. Průmyslové aplikace

moderních technologií výrazně zvýšily produktivitu. Je to nový a enormně silný faktor v průmyslovém světě, který doposud neexistoval.“

Tato slova otiskl deník The New York Times dne 5. září 1929 a jejich autorem nebyl nikdo jiný než profesor Irving Fisher – slavný finanční teoretik, který tak neslavně zklamal jako prognostik akciového trhu¹². Keynesova i Fisherova slova by však klidně mohla být otištěna i koncem 20. století. Velmi přesně totiž odpovídají duchu konce 20. století a fenoménu, pro který se ujal označení „**nová ekonomie**“. Mezi hlavní zásady tohoto myšlenkového proudu patřily následující teze. (Důraz je kladen na minulý gramatický čas.)

• **Éra inflace je u konce – alespoň na čas.**

V roce 1717 zavedl sir Isaac Newton (který tehdy rozhodoval o britské měnové politice jakožto tzv. *Master of the Mint* – dnes bychom řekli guvernér centrální banky) systém plného zlatého krytí britské libry. Newtonův systém udržoval dlouhodobou cenovou stabilitu, protože vylučoval možnost nadměrné emise peněz. Šlo o velmi účinný prostředek. V průběhu období 1717 – 1913 činila britská inflace v průměru pouze 0,27 % ročně. Během druhé poloviny 19. století se zlato stalo de facto jednotnou světovou měnou.

Dnes je zlatý standard definitivně věcí minulosti. Hlavní slovo patří nezávislým centrálním bankám. Protože během 20. století se nijak neprokázala ekonomická prospěšnost růstu cen, nabízí se myšlenka, že centrální banky budou udržovat inflaci stabilní a nízkou. Začátek 21. století byl v tomto směru velmi nadějný, ale v době finanční krize 2007 až 2010 – se objevily pochybnosti.

Tyto pochybnosti ještě narůstají v době přípravy šestého vydání, kdy ze stran světových centrálních bank probíhá doslova chrlení peněz do ekonomiky.

• **Globalizace sníží výrobní náklady a změní svět.**

20. století bylo stoletím válek: dvou světových, studené války, která trvala několik desítek let, a řady lokálních konfliktů. Jak tvrdí Edward Yardeni, hlavní ekonom společnosti Yardeni Research, války brzdí světový obchod, jsou překážkou konkurenci, a tudíž inflačním faktorem. Konec systému mocenských bloků povede k větší globální konkurenci, která povede ke snižování nákladů a cen. S globalizací souvisí i volný pohyb kapitálu.

• **Nové technologie výrazně zvyšují produktivitu.**

Tento názor „nových ekonomů“ bývá předmětem často až vášnivých diskusí. Je nesporné, že v samotných nových odvětvích (zejména v informačních technologiích) byl růst produktivity velmi silný. Během let 1995 – 1999 rostla produktivita amerického počítačového průmyslu tempem 41,70 % ročně. Naproti tomu růst produktivity zbytku amerického průmyslu zboží dlouhodobé spotřeby (1,82 % ročně) byl pomalejší než v letech, která předcházela éře masivního nasazení počítačů (2,96 % ročně v období 1952 – 1972).

¹² Profesor Fisher patří mezi nejvýznamnější ekonomy 20. století. Do dějin vstoupil svojí teorií peněz a úroku, byl též jedním ze zakladatelů ekonometrie. Během 30. let ztratil mnohamilionové jmění na akciových spekulacích, které byly založeny na předpokladu, že velká hospodářská krize brzy skončí. Do konce života potom splácel dluhy, které pocházely z těchto nepodařených investic.

Ovšem pozor: vysoká produktivita určitého odvětví neznamena nutně růst zisků. Naopak může znamenat zostření konkurence, pokles ziskových marží a pokles cen akcií. Přesně to se od konce 90. let stalo například telekomunikačním společenstvem.

3.5 Makroekonomická politika ve věku hojnosti

Pod termínem „věk hojnosti“ zde máme na mysli hojnost peněz. Máme důvody věřit, že růst objemu peněz bude v české i světové ekonomice i nadále přibývat. Tomu je nutné podřídit investiční politiku.

Proč si máme myslet, že peněz bude dost? Odpovězme oklikou: podívejme se, jak vypadaly finanční krize dříve a jak vypadají nyní. Měnové a bankovní krize v druhém tisíciletí mívaly obvykle zhruba tento průběh:

- Nejprve rostl objem úvěrů poměrně dlouhou dobu rychlým tempem.
- V určitém momentu došlo vlivem šoku (spekulativní útok na měnu, problémy veřejných financí apod.) k náhlému zastavení dalšího úvěrování.
- Nedostatek hotovosti na finančních trzích vedl k dramatickému nárůstu úrokových sazeb.
- Vysoké sazby vedly k recesi, bankovním krachům, nezaměstnanosti atd.

Tento tradiční mechanismus ještě platil pro asijskou krizi v roce 1997 a pro ruskou krizi v roce 1998. Když však Spojené státy byly postiženy prasknutím internetové bubliny v roce 2000 a teroristickým útokem 11. září 2001, Federální rezervní systém ve snaze vyhnout se krizi začal dramaticky snižovat úrokové sazby. Tím se podařilo recesi zkrátit a udržet vysokou míru zaměstnanosti. Od té doby je standardní mechanismus krize následující:

- Nejprve roste objem úvěrů poměrně dlouhou dobu rychlým tempem.
- V určitém momentu dojde vlivem šoku (terorismus, špatné úvěry v bankách apod.) k náhlému zastavení dalšího úvěrování.
- Nedostatek hotovosti na finančních trzích by za jiných okolností vedl k dramatickému nárůstu úrokových sazeb.
- Centrální banka preventivně sníží sazby na minimum a napumpuje trh likviditou, čímž recesi odvrátí.
- Problém je tedy krátkodobě vyřešen, ovšem za cenu velmi expanzivní měnové politiky.
- Ta má za následek dlouhodobě rostoucí objem peněz v ekonomice. Tento rys může mít globální charakter, pokud se peníze přelijí např. z USA nebo EU do zbytku světa.

3.5.1 Ekonomie „zlatého věku“

Během období 2001 – 2004 praktikovaly velmi expanzivní měnovou politiku všechny tři nejvýznamnější světové centrální banky: Federální rezervní systém, Evropská centrální banka a Bank of Japan. Nastala situace, kterou Ben Bernanke nazval „*global liquidity glut*“ nebo „*globální převis likvidity*“. Nízké úrokové sazby převládající během

let 2001 – 2007 měly za následek opravdu mimořádně mohutný nárůst objemu úvěrů prakticky po celém světě. Svět se stal laboratoří pro výzkum vlivu velkých dávek peněz na globalizovanou ekonomiku.

Volný obchod byl začátkem třetího tisíciletí mocným protiinflačním faktorem. Globální konkurence se promítla do nižšího růstu indexů spotřebitelských cen, než jaký by odpovídal růstu objemu peněz v ekonomice. Růst objemu mezinárodního obchodu snižoval ceny automobilů, elektroniky, potravin, textilu, obuvi, nábytku a podobných věcí. Naopak globální růst objemu peněz měl za následek růst cen nemovitostí, energií a některých služeb.

Až do roku 2007 platilo, že pokles cen způsobený globální konkurencí převažoval nad vlivem růstu objemu peněz. Proto ani příliš nevadilo, že se během let 1999 – 2007 ceny ropy prakticky zdesateronásobily. Levné zboží z Číny, Indonésie, Filipín, Thajska, východní Evropy a podobných lokalit dokázalo držet inflaci na uzdě. Velký vliv měl i růst produktivity díky moderním technologiím. Růst produktivity podstatně zlevnil paměťové čipy, mikroprocesory a telekomunikační služby. Moderní řízení výroby snížilo náklady i v tradičních odvětvích.

Všechny tyto tři zásadní faktory – globalizace plus dostatek peněz plus technický pokrok – ve svém součtu vytvářely idylické prostředí hladkého hospodářského růstu s nízkou inflací a nízkou nezaměstnaností. Časopis Fortune otiskl v létě 2007 článek s názvem *The Greatest Economic Boom Ever – Největší ekonomický boom v historii. „Toto je zdaleka nejsilnější stav globálního hospodářství, jaký jsem viděl během své kariéry,“* uvedl v článku americký ministr financí Hank Paulsen.

A měl tehdy pravdu. Celosvětový hrubý domácí produkt vzrostl od roku 2000 v nominálním vyjádření o více než 70 % v dolarovém vyjádření. Světový obchod vzrostl od roku 2000 dvojnásobně. Nezaměstnanost klesla tak, že se hovořilo o nedostatku pracovních sil (to platilo alespoň v roce 2007 – čtenáři pohleďte do ekonomického tisku a porovnejte se současností)!

3.5.2 Konec „nové ekonomie“?

Ekonomická zpráva amerického Kongresu z roku 1995 ukázala trend, jakým se ubírala měnová politika USA a ostatních vyspělých zemí během následujícího desetiletí: *„S příchodem 21. století si Spojené státy musí uvědomit a respektovat roli peněz. Technologický pokrok razí nové cesty mezi výrobcí a spotřebiteli, a to jak doma, tak v celosvětovém měřítku. Integrovaná globální ekonomika již není vzdáleným slibem, ale stává se skutečností. Peníze, které promazávají soukolí tohoto nového hospodářství, hrají zásadnější roli než kdy dříve při hladké realizaci mezinárodních transakcí.“*

Aby si Spojené státy zachovaly konkurenční schopnost, musí učinit cenovou stabilitu primárním cílem své centrální banky. Pouze tak může Amerika doufat v dosažení dlouhodobého hospodářského růstu, zvyšování životního standardu a tvorbu nových pracovních míst. (...) To umožní, aby občané mohli očekávat návrat k cenové stabilitě, která byla charakteristická pro většinu 19. a pro začátek 20. století.

Odhaduje se, že úrokové sazby by mohly poklesnout nejméně o jeden, možná o dva procentní body, pokud trhy uvěří, že Federální rezervní systém zastává důvěryhodnou

politiku cenové stability. Nižší úrokové sazby umožní milionům občanů nákup vlastních domů, zlevní náklady na investování a sníží náklady na splácení národního dluhu. Už jen tyto výhody jsou dostatečným argumentem, aby Federální rezervní systém přijal cenovou stabilitu za svoji primární zodpovědnost.“

Toto vše se skutečně stalo: nezávislý „Fed“ držel inflaci na uzdě, úrokové sazby poklesly, zaměstnanost rostla, ceny akcií rovněž. Američtí zákonodárci prakticky splnili slova Ludwiga von Misesa: *„Inflace je politika. A politiku lze změnit. Proto není zapotřebí se inflaci poddávat. Pokud je inflace pokládána za zlo, potom je jí třeba zamezit. (...) Existuje-li podpora ze strany veřejného mínění, je jistě možné, aby volení zástupci lidu opustili inflační politiku.“*

Ale pokles úrokových sazeb měl za následek neobyčejně mohutnou úvěrovou expanzi. Ta vedla k tomu, že americké banky měly nadbytek hotovosti a nedostatek klientů. Začaly proto půjčovat stále rizikovějším klientským segmentům. Úvěrová inflace má na svědomí i nynější krizi na trhu rizikových hypoték v USA. Americké banky hojně půjčovaly například ilegálním imigrantům, uklízečkám a pokladním v supermarketech, protože peněz bylo více než bonitních dlužníků.

Tato expanze způsobila problém se špatnými úvěry, který během let 2007–2010 hýbal světem. Není vyloučeno, že centrální banky budou časem okolnostmi nuceny „rozpuštět“ hodnotu špatných úvěrů inflační cestou. Neměli bychom zapomínat, že existuje-li podpora ze strany veřejného mínění, je jistě možné, aby volení zástupci lidu opustili jak inflační, tak i protiinflační politiku. Relativně vysoká inflace se ještě může vrátit.

3.6 Jak zbohatnout na inflaci – nemovitosti

Růst objemu peněz se nejvíce projevuje v odvětvích, kde je nejnižší míra růstu produktivity. Klasickým příkladem jsou nemovitosti. Hypotéku lze poskytnout za týden či dva, ale postavení domu je mnohem delší proces. I kdyby architekti, úředníci, stavební dělníci a řemeslníci pracovali s jakkoli vysokým nasazením, přece jen jsou jisté fyzické limity, které nelze překročit. V rostoucí ekonomice bude objem peněz vždy růst rychleji než objem nové výstavby. Proto hypoteční boom bude vždy mít za následek rychlejší tempo růstu cen nemovitostí, než jaké odpovídá nominálnímu růstu ekonomiky a mezd.

V České republice rostl objem hypoték v období 2002 – 2007 zhruba 33% ročním tempem, což se promítlo do prudkého nárůstu cen nemovitostí. Světovým šampionem v růstu objemu hypoték však bylo Lotyšsko, kde se od ledna 2004 do srpna 2007 jejich celkový objem zvýšil více než osminásobně (v ČR za stejné období „jen“ asi trojnásobně.) A není divu, že lotyšská inflace dosáhla na podzim 2007 hodnoty 13,2 % v důsledku růstu cen potravin a služeb spojených s bydlením. Lotyšská měna je pevně vázaná na euro: v prostředí malé otevřené ekonomiky s pevným kursem nelze inflaci snižovat prostředky měnové politiky.

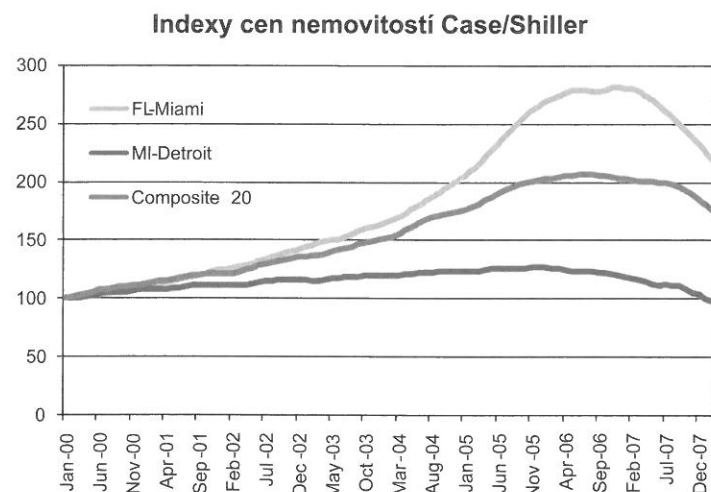
Peněz od začátku roku 2002 do července 2007 přibýlo o 67 %, pokud jako měřítko použijeme tzv. agregát M3 (což je součet oběživa, vkladů a některých krátkodobých cenných papírů). Česká ekonomika v růstu objemu peněz ovšem hluboce zaostává za Litvou, kde peněžní agregát M3 za stejnou dobu vzrostl o 220 %! Odtud fakt, že vilniuské byty jsou dražší než pražské. Stavebnictví je odvětví, které nemůže zvyšovat produktivitu stejně

rychle, jak rostou peníze: stále větší množství peněz tedy „honí“ relativně pomalu rostoucí počet bytů. Ceny rostou téměř bez ohledu na koupěschopnost průměrné populace.

Růst cen nemovitostí není součástí indexu spotřebitelských cen, protože nemovitosti se ze statistického hlediska považují za investice, nikoli za spotřebu. Inflace zahrnuje jen tzv. konečné spotřebitelské náklady, což jsou zejména nájem a náklady na běžnou údržbu bytů a domů. Kdo tedy zatím nevlastní byt či dům – ale hodlá si jej pořídit – měl by počítat s tím, že růst jeho životních nákladů bude téměř jistě vyšší než oficiálně vykazovaná inflace.

Samozřejmě, že nemovitostní trh není perpetuum mobile a ceny mohou i klesat. Stává se to za těchto okolností:

- Bankovní krize, která negativně ovlivní trh hypoték.
- Dlouhodobé nasycení trhu v kombinaci s demografickým poklesem.



V době psaní pátého vydání této knihy probíhala americká krize substandardních hypoték, která byla doprovázena prudkým poklesem úvěrových aktivit a poklesem cen rodinných domů. (Viz graf indexu cen bytů a rodinných domů Case/Shiller CSXR.)

Pokud jde o dlouhodobé faktory, zde jako příklad poslouží Německo. Robustní poválečná výstavba v této zemi vytvořila obrovskou nabídku bydlení, což v kombinaci s demografickým poklesem vede k přetlaku nabídky nad poptávkou a ke stagnaci či poklesu cen. Není tedy pravda, že nemovitosti jsou snadným receptem na rychlé zbohatnutí!

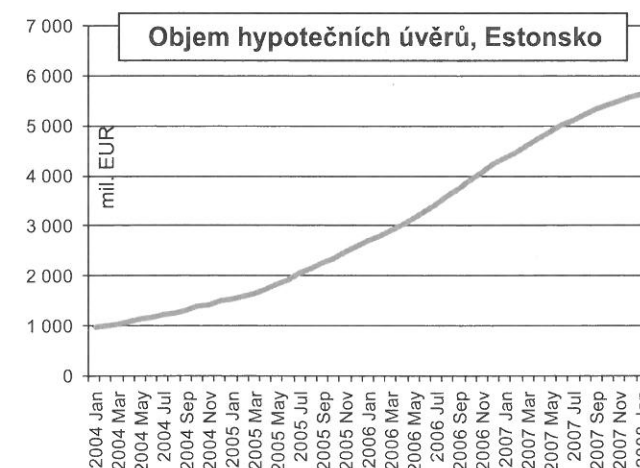
3.6.1 Jak zchudnout na nemovitostech – příklad

Co se stane, když objem hypoték v ekonomice roste příliš rychle a příliš dlouho? Takřka učebnicový příklad nabízejí pobaltské země.

Zhruba kolem roku 2000 poklesly úrokové sazby v Litvě, Lotyšsku a Estonsku. Tyto ekonomiky byly (a samozřejmě stále jsou) malé a otevřené. Zároveň jejich hypoteční trhy teprve začínaly. Výsledkem byla gigantická úvěrová expanze, která probíhala přibližně v období 2000 – 2007 – a která byla v letech finanční krize 2008–2010 vystřídána prudkým propadem. Není nijak přehnané hovořit o realitní bublině a jejím prasknutí.

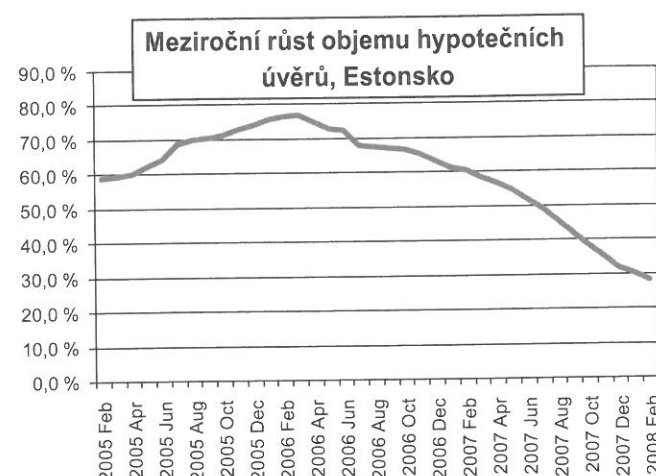
Ceny bytů v Estonsku v posledním čtvrtletí roku 2006 vzrostly o 24 %, v Litvě o 23 % a v Lotyšsku o 23 %. O rok později však pobaltské trhy nemovitostí klesaly. Ceny nemovitostí v Estonsku poklesly během posledního čtvrtletí roku 2007 o 14,5 % (podle společnosti Knight Frank). Podle jiných zdrojů poklesly ceny estonských nemovitostí meziročně o 30 %.

Viděno optikou trhu hypoték nenastala žádná drastická změna; stalo se jen to, že dynamika růstu objemu hypoték poněkud zvolnila. Při pohledu na následující graf málokdo cítí, že se děje něco dramatického:



Zdroj: ECB

Jestliže tento graf zakreslíme v meziročních změnách, získáme tento obraz:



Zdroj: ECB

Vidíme, že krkolomný meziroční růst, který v jednom momentě bezmála dosáhl meziroční hodnoty 80 %, postupně zpomaloval až na „pouhých“ 28,1 % v únoru 2008. Jiné země by toto číslo považovaly za hypoteční boom, ale v Estonsku již takovýto růst nestačí zabezpečit pouhé udržení cen!

Relativní ochabnutí hypotečního trhu má za následek menší objemy a nižší počty transakcí na trhu nemovitostí, o čemž svědčí následující graf, který zobrazuje počet notářských zápisů kupních smluv v Estonsku:



Recept, jak zchudnout na nemovitostech, je tedy zřejmý: kupovat v době „vyšponovaného“ či „přepáleného“ trhu. Jak poznáme vyšponovaný či přepálený trh? Podle tempa

růstu hypoték: pokud je příliš vysoký, lze čekat jeho pokles. Pokles tempa růstu úvěrů na bydlení se pak promítne do ochabnutí poptávky a poklesu cen nemovitostí. Byty a domy nejsou imunní vůči poklesu cen!

3.7 Jak zbohatnout na inflaci – ropa

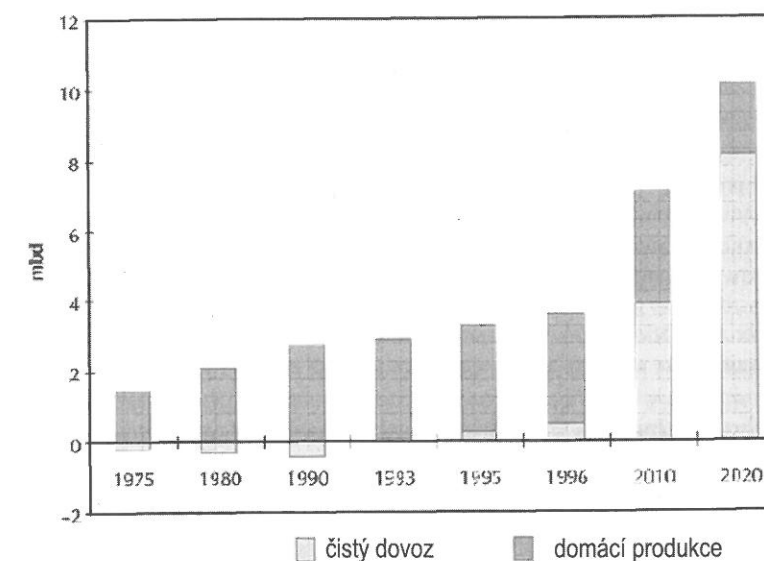
Antiinflační růst mezinárodního obchodu je z velké části způsoben exportem spotřebního zboží z Číny. Tato země zaznamenala obrovský ekonomický vzestup a růst životní úrovně díky domácí i mezinárodní liberalizaci. V jiných segmentech mezinárodního obchodu je však Čína proinflačním faktorem.

Cenou za čínský hospodářský růst je vyšší poptávka po surovinách a růst jejich cen. „Zvláště významný a pozoruhodný je vzestup čínského ropného dovozu, který během příštích 20 let vzroste až v řádech tisíců procent ve srovnání se stavem z konce 90. let. U ostatních velmi lidnatých asijských zemí lze očekávat nárůst dovozu „jen“ v řádech stovek procent,“ uvádí studie společnosti PPF z října roku 2000.

„Ještě v roce 1990 byla Čína čistým exportérem ropy a uhlí. Od té doby se však čínská energetická bilance výrazně zhoršuje. (...) Pokud čínská spotřeba ropy dosáhne současné jihokorejské úrovně, jednalo by se o více než dvojnásobek dnešní spotřeby USA. (...) Naleziště ropy v Jihočínském moři budou během několika let vyčerpána, pokud nebudou nalezena nová pole. Proto je vysoce pravděpodobné, že v dohledné době bude stále větší část spotřeby kryta dovozem,“ uvádí dále zpráva z doby, kdy ceny ropy za více než 100 dolarů za barel byly zcela mimo reálné představy.

Co tato zpráva tvrdila tehdy, se později potvrdilo.

Čína: domácí produkce a čistý dovoz ropy



Zdroj: IEA

Poptávka po energiích ze strany Číny (Indie, Brazílie a dalších zemí) neustále roste, zatímco ložiska ropy a plynu se zaručeně nezvětšují. Zároveň však ložiska fosilních paliv jsou natolik obrovská, že ještě mnoho desítek let se nebudeme muset obávat jejich vyčerpání. Proto je málo pravděpodobný rychlý přechod např. k vodíkovému pohonu automobilů – nehledě na to, že v letecké dopravě je kerosen vyráběný z ropy zatím nenahraditelný.

Znamená to, že těžba ropy a podobných energetických zdrojů mají ještě dlouhou budoucnost a bude se do ní hodně investovat. Postupně se budou těžit stále obtížněji dostupná ložiska, což si vyžádá vyšší náklady na těžební technologie. Sázka na ropu a plyn od roku 2000 prozatím vycházela velmi dobře. Podobně jako v nemovitostech, tak v energetice totiž platí, že inflace peněžní zásoby je vždy rychlejší než růst produktivity.

Pokud bychom měli srovnat nemovitosti a energetiku, tak dlouhodobě méně rizikovou investicí jsou spíše akcie energetických firem. Nemovitosti mohou ztrácet hodnotu, dříve dobré lokality mohou upadat, vyžadují neustálou kontrolu a údržbu, a kromě toho existuje i riziko zvýšení daní z nemovitostí, které jsou v ČR jedny z nejnižších na světě – zatím. Především ale nových nemovitostí přibývá, kdežto ropy a plynu v zemi přibývat nemůže.

Pokud v budoucnu bude pokračovat dosavadní nafukování peněžní zásoby, ceny energetických zdrojů a technologií pro jejich dobývání budou poměrně málo rizikovým způsobem, jak na inflaci vydělávat. Jedině nečekaný technologický průlom by mohl tento trend změnit.

Více o investicích do ropy v kapitole 7, část *Hubbertův vrchol – proč ceny ropy pravděpodobně zůstanou vysoké*.

3.8 Inflace a výnosy pevně úročených cenných papírů

„Peníze byly vymyšleny za účelem udělat z člověka hlupáka, který si myslí, že je bohatý, když má kapsy plné potištěného papíru.“

Neznámý autor

Z Taylorova pravidla vyplývá, že výnosy **nástrojů peněžního trhu** budou vždy více-méně kopírovat inflaci – v lepším případě. Platí to alespoň pro nominální výnosy cenných papírů ve stabilizovaných ekonomikách, kde fungují slušné centrální banky. Reálné výnosy nástrojů peněžního trhu se podle zkušeností pohybují těsně nad nulou, přičemž často mohou dosahovat záporných hodnot (zejména v podmínkách tzv. pádivé inflace, kdy ceny rostou o desítky procent ročně). Z toho vyplývá, že kdo chce na trhu skutečně zbohatnout, nemá investovat do těchto nástrojů velkou část svého majetku.

Bystrému čtenáři není třeba vysvětlovat, jak reagují na růst úrokových sazeb ceny **dluhopisů** neboli **obligací**: ano, samozřejmě poklesem. U kvalitních státních dluhopisů se prakticky jiné rizikové faktory než úrokové míry a inflace nevyskytují. Ještě více může ovšem vlastník obligací utrpět znehodnocením kupní síly budoucích kuponových plateb. O nebezpečí inflace se během historie přesvědčilo již mnoho majitelů obligací. Známým příkladem jsou například německé vládní obligace vydané za účelem financování první světové války. V důsledku hyperinflace v letech 1921 – 1923 se z těchto cenných papírů staly rázem bezcenné papíry. Jen o málo lépe než majitelé německých obligací na tom byli investoři vlastníci dluhopisy britské vlády vydané za podobným účelem. Velká

Británie sice neprošla vzápětí po válečném peklu útrapami hyperinflace, avšak přesto růst spotřebitelských cen majitele obligací silně poškodil.

V dějinách se však vyskytla již řada příkladů, kdy zdánlivě bezpečné dluhopisy solidních, demokraticky zvolených vlád byly inflací téměř nebo úplně znehodnoceny. Výmluvný je příklad britských státních dluhopisů vydaných za účelem financování první světové války. Britská vláda nikdy v historii neudělala státní bankrot. Dluhy z první světové války však byly velmi tíživé. Splácení kuponů třicetileté vládní obligace vydané v roce 1917 pohltilo v roce 1932 dvě pětiny veškerých britských daňových příjmů. Perspektiva nutnosti splacení jistiny (byť datum splatnosti bylo ještě patnáct let vzdálené) znamenala pro britský státní rozpočet hrozbu bankrotu. Bylo jasné, že situaci je nutno řešit nestandardním způsobem.

Vláda zorganizovala obrovskou kampaň apelující na vlastenecké cítění Britů. S pomocí makléřských firem (které inkasovaly tučné provize) přesvědčila veřejnost, aby vyměnila třicetileté obligace s 5% kuponem za obligace s nekonečnou dobou splatnosti (tzv. perpetuity nebo konzoly) s kuponem 3,5 %. A pak přišlo něco, co deník Financial Times nazval doslova „masivním švindlem“¹³. Průměrná britská roční inflace dosahovala v letech 1932 – 1997 hodnoty 6,31 %.

Nešlo tedy o žádnou zběsilou hyperinflaci, jaká po první světové válce řádila v Německu. Přesto během tohoto období spotřebitelské ceny celkově vzrostly o 5 250 %. Což znamená, že v důsledku inflace poklesla reálná hodnota britských válečných obligací v období 1932 – 1998 o 97,7 %. Důvěřiví investoři byli pořádně napáleni – a šlo to i bez státního bankrotu a podobných nepříjemností. Pověst britské koruny jakožto prvotřídního a perfektně spolehlivého dlužníka zůstala nedotčena. Růstem inflace nebyly pochopitelně postiženy pouze válečné obligace, nýbrž všechny pevně úročené cenné papíry denominované v britských librách.

Dlužno dodat, že záměrné snižování reálné hodnoty státního dluhu prostřednictvím inflace bylo během 20. století vcelku běžným jevem. A není vyloučeno, že tomu tak bude i nadále.

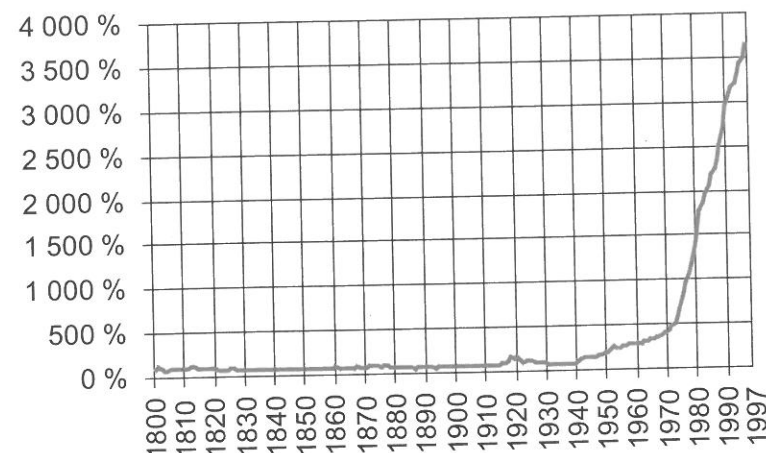
V prvním vydání této knihy z roku 2000 jsem napsal toto:

Špatné zkušenosti s nadměrnými schodky státního rozpočtu a s destruktivním vlivem inflace na hospodářství však pravděpodobně ve třetím tisíciletí učiní přítrž podobným praktikám. Centrální banky, které se v naprosté většině vyspělých zemí těší značnému stupni nezávislosti, budou přísně hlídat inflační choutky nezodpovědných politiků – doufejme.

Po nějakou dobu to byla pravda. Jenže nezávislost centrálních bank může být omezena nejen přímým politickým zásahem ze strany vlády či parlamentu, ale i nepřímou. Jestliže to ekonomické okolnosti vyžadují, centrální banka bude dodržovat expanzivní politiku nízkých sazeb téměř bez ohledu na inflaci. To je velmi špatná zpráva pro majitele dluhopisů a jiných pevně úročených papírů.

¹³ V originále *massive swindle*. Takto otevřeně však Financial Times nepsal v roce 1932, nýbrž až o 66 let později.

Index spotřebitelských cen ve Velké Británii (1800–1997)

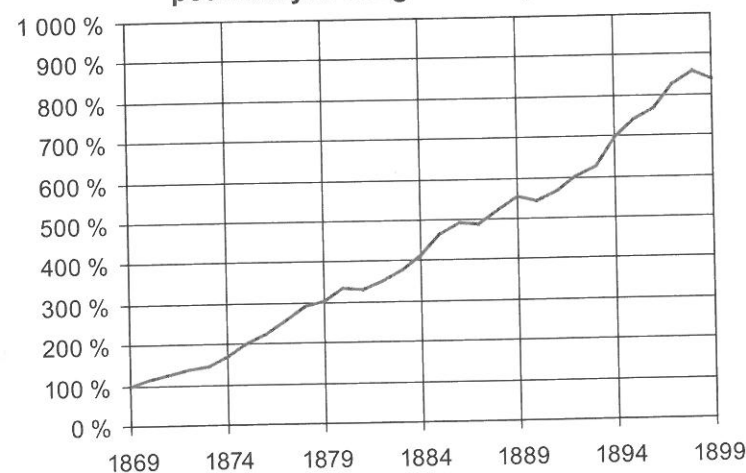


Zdroj: Global Financial Data

Předpovídání průměrných výnosů obligací na základě historie působí potíže právě v důsledku inflace. Představme si, že žijeme na sklonku 19. století a uvažujeme o investování do amerických podnikových obligací. Jak budeme postupovat? Bezpochyby nás bude zajímat historie výnosů za posledních třicet let, tj. v období 1869 – 1899 (viz následující grafy).

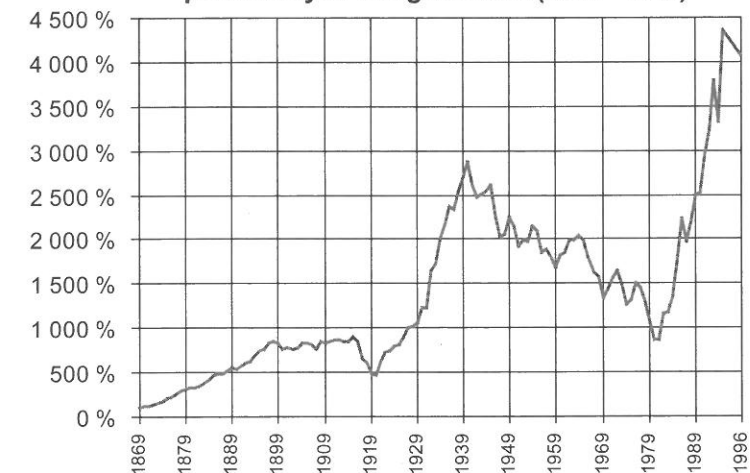
Se započtením inflace (která byla v té době záporná) činily reálné výnosy plynoucí z držení amerických podnikových obligací 7,34 % v ročním průměru. To rozhodně není špatné číslo. Kromě toho graf napovídá, že v poslední třetině 19. století byla historie výnosů pozoruhodně klidná, téměř bez jakýchkoli poklesů. Pokud bychom uvěřili, že se historie bude opakovat i ve 20. století, dočkali bychom se hořkého zklamání.

Celkové kumulativní reálné výnosy amerických podnikových obligací AAA (1869–1899)



Počátek 20. století byl poznamenán stagnací výnosů. Ceny obligací klesaly v důsledku vyšší inflace, která byla způsobena zvýšenou zásobou monetárního zlata plynoucího z kalifornských a aljašských nálezů. První světová válka znamenala výrazný inflační impuls spojený s výrazným poklesem reálných cen obligací.

Celkové kumulativní reálné výnosy amerických podnikových obligací AAA (1869–1996)



Zdroj: Global Financial Data

Nejhorším obdobím pro americké obligace však byla léta 1940 – 1980. Americká vláda i Federální rezervní systém zastávaly tehdy módní názor, že prostřednictvím volnější monetární politiky lze stimulovat růst ekonomiky. To se nestalo – uvolněná měnová politika měla za následek podstatný růst inflace, avšak v delším časovém horizontu neměla prakticky žádný vliv na růst HDP. Inflace však způsobila pokles reálné hodnoty indexu obligací na zhruba 30 % úroveň roku 1939. Průměrný reálný výnos obligací během tohoto období byl záporný: – 2,94 % ročně. Peter Bernstein v knize *Against the Gods* uvádí: „V roce 1959 spadla cena vládní obligace s 2,5% kuponem vydané v roce 1945 z 1 000 USD na 820 USD – a těchto 820 USD mělo přitom poloviční kupní sílu než v roce 1949!“

Uvedený příklad jasně ukazuje, že u výnosů obligací je krajně obtížné hovořit o nějakém „dlouhodobém normálu“ celkových reálných výnosů. Každá předpověď výnosů obligací musí být opřena o pevně zdůvodněný názor ohledně budoucí inflace a makroekonomické politiky dané země.

Inflační riziko však někdy může mít pro investora i velmi příznivé důsledky – projeví-li se v podobě nečekaného poklesu inflace. Pokles inflace totiž vede k růstu cen obligací na kapitálových trzích. Krátkodobě tedy obligace mohou poskytnout mnohem vyšší výnos, než jaký by odpovídal výnosu do doby splatnosti. Český čtenář si možná vzpomene na rok 1998, kdy index českých vládních obligací Patria GPRI přinesl celkový 33% výnos. Zhruba 21 % z tohoto celkového výnosu (*total return*) připadalo na kapitálové zhodnocení (*capital appreciation*) a zhruba 12 % výnosu pocházelo z úrokových výnosů (*interest*).

income). Kapitálové zhodnocení českých obligací bylo způsobeno poklesem úrokových měr v reakci na pokles inflace.

Kromě tohoto známého tuzemského příkladu lze uvést (v zahraničí ještě známější) příklad výkyvů inflace v USA během 80. let a reakce cen obligací. Tab. 3.1 ukazuje, jak celkové výnosy amerických obligací závisely na tempu růstu cenových indexů. V letech 1979 – 1981 byly celkové reálné výnosy obligací záporné, protože Federální rezervní systém postrádal důvěryhodnost, a inflace proto působila dojemem nezkrotnosti. V roce 1982 však došlo k radikálnímu obratu a americké obligace tehdy dosáhly rekordní hodnoty výnosů během jednoho roku. Index patnáctiletých amerických státních obligací se během roku 1982 zhodnotil o 47,35 %. Také pozdější vývoj svědčí o výrazné souvislosti inflace a celkových výnosů obligací.

Je možné předpovídat výnosy obligací na základě předpovědi inflace? Do jisté míry tato možnost existuje. Dojde-li pod vlivem výjimečných okolností k inflačnímu šoku a jsme-li přesvědčeni o pevnosti odhodlání centrální banky bojovat proti inflaci, pak můžeme směle využít mimořádných podmínek a nakoupit obligace, které mohou být dočasně velmi levné. Na druhé straně, jsme-li z nějakých závažných důvodů přesvědčeni o trvalém růstu inflace v budoucnosti, obligacím se obloukem vyhneme!

Důvodem možného poplachu by mohla být zejména případná ztráta nezávislosti České národní banky. Pokud by měla být někdy v budoucnosti ohrožena, znamenalo by to pro majitele českých obligací jasný prodejní signál. Platí to pochopitelně i pro ztrátu nezávislosti po přijetí eura.

Z toho během roku 2008 vyplynulo zcela konkrétní doporučení: dluhopisům, zejména českým státním, je lepší se vyhnout. Především pro investory s delším horizontem nemá dluhopis jako třída aktiv význam. Důvody lze stručně shrnout:

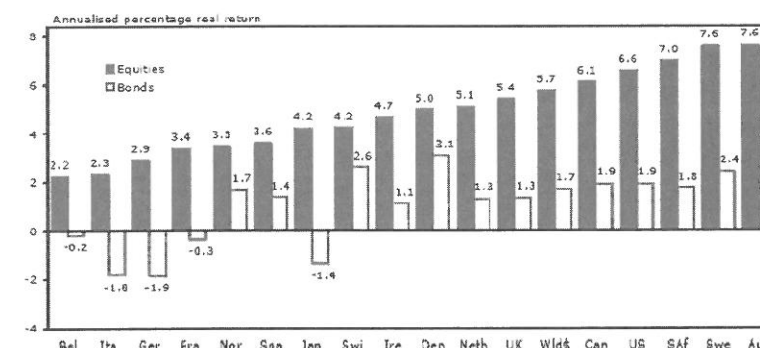
- V krátkém až středním období (2008 – 2012) výnosy dluhopisů zůstanou pravděpodobně nízké, poblíž úrovně roku 2008. To není dobré, protože po odečtení poplatků a inflace může investor čekat výnos nulový nebo lehce záporný.
- Pokud úrokové míry dluhopisů vzrostou, může investor čekat navíc ještě kapitálové ztráty. Významnější pokles úrokových měr (a tudíž kladné kapitálové výnosy) nelze realisticky očekávat, neboť klesat není takřka kam.
- Možná lze dokonce očekávat podobnou éru nevýhodnosti dluhopisů, jaká například na americkém trhu panovala zhruba v letech 1939 – 1979.

Závěr: české státní dluhopisy za daných okolností nemají jiný smysl, než levně financovat státní dluh na účet investorů. Podle momentálního stavu poznání je lépe se této třídě aktiv úplně vyhnout, s výjimkou dluhopisů typu high-yield. Více v kap. 14. Aktivní investiční management.

Ovšem co platí letos, nemusí již být pravda za pár let. V podmínkách velmi nízkých úrokových sazeb a chrlení inflačních peněz do ekonomiky dluhopisy skutečně nelákají, ale za pár let se může situace změnit.

V mezinárodním měřítku v průběhu 20. století platilo, že dluhopisy přinášely velmi rozmanité výnosy v závislosti na inflaci. Itálie, Německo a Japonsko zaznamenaly nejhorší

Real returns on equities and bonds internationally, 1900–2004



Zdroj: ABN AMRO/LBS Global Investment Returns Yearbook 2005, chart 15

výnosy dluhopisů, protože každý z těchto států prožil během 20. století epizodu vysoké inflace. Naopak nejlepší výnosy dluhopisů přinesly Švýcarsko, Švédsko a Dánsko, ekonomiky, které jsou známy svojí tradicí fiskální střídmosti a zodpovědnosti.

Celkem vzato, reálné výnosy ve světovém průměru 1,7 % ročně nejsou žádné terno. Výhled do budoucnosti ovšem bohužel není o nic lepší. V tomto srovnání vypadají akcie relativně přitažlivěji, přinejmenším z hlediska delších investičních horizontů.

3.9 Akcie a inflace

Velice zajímavý a nejednoznačný je vliv inflace na ceny **akcií**. Protože podniky prodávají své výrobky za tržní ceny, rostou tržby podniků současně s růstem spotřebitelských cen. Proto mohou akcie do jisté míry fungovat jako ochrana proti inflaci. Je však nutné zdůraznit, že tato ochrana není plně spolehlivá. Inflace totiž často doprovází jiné hospodářské problémy, které mohou ohrožovat zisky podniků.

Na druhé straně lze uvést řadu případů, kdy akcie nejen posloužily jako štít proti inflaci, ale dokonce poskytly svým majitelům obrovské zisky v době, kdy majitelé obligací a bankovních vkladů přicházeli na mizinu. Jednalo se například o již zmíněnou hyperinflaci v Německu. Spisovatel Erich Maria Remarque popsal tehdejší situaci v románu *Černý obelisk* takto: „Všichni strádali, jsou samozřejmě na mizině. A právě tak dělníci a všichni, co jsou odkázáni na mzdu. Stejně je na tom většina malých obchodníků, jenže ti to nevědí. Skutečný blahobyt mají pouze lidé s devizami, s akciemi nebo s velkými věcnými hodnotami.“ Během roku 1923, kdy se děj románu odehrával, vzrostla reálná hodnota německých akcií na více než pětinašobek. Hodnota bankovních vkladů však poklesla prakticky na nulu.

Autoři Jorion a Goetzmann (citovaní rovněž v kapitole věnované politickému riziku) shromáždili řadu statistik o výnosech různých světových akciových trhů během 20. století. Z jejich práce jsou zajímavá především data uvedená v tab. 3.2.

Nejprve je uvedeno sedm politicky stabilních zemí, jejichž akciové trhy fungovaly nepřetržitě od 20. let 20. století. Akciové trhy v USA, Kanadě, ve Švédsku a Švýcarsku (tedy v zemích s historicky nízkou inflací) dosáhly vyšších reálných výnosů než burzy

Tabulka 3.1 Výnosy obligací, úrokové sazby a inflace v USA, 80. léta 20. století

	Celkové výnosy		Úrokové sazby		Inflace	
	Americké vládní obligace 15 let (%)	Podnikové obligace AAA (%)	Federální fondy (%)	Bankovní sazby prime rate (%)	Index cen výrobců (%)	Index spotřebitel. cen (%)
1979	-1,33	-6,44	11,19	12,67	10,48	13,29
1980	-2,43	-9,07	13,36	15,27	15,45	12,51
1981	-1,11	8,19	16,38	18,87	11,74	8,92
1982	47,35	39,31	12,26	14,86	4,73	3,83
1983	-0,21	5,95	9,09	10,79	0,50	3,79
1984	16,72	18,03	10,23	12,04	2,69	3,95
1985	33,13	36,36	8,10	9,93	0,49	3,80
1986	27,74	28,48	6,80	8,33	-0,19	1,10
1987	-4,94	-7,67	6,66	8,21	-2,62	4,44
1988	8,90	15,58	7,57	9,32	4,08	4,42
1989	19,19	18,56	9,21	10,87	5,64	4,65

Zdroje: Global Financial Data, Homer S., Sylla R: *A History of Interest Rates*. Rutgers University Press, New Jersey, 1996

Tabulka 3.2 Průměrné roční výnosy akciových trhů

	Období	Nominální výnos p.a. (%)	Reálný výnos p.a. (%)	Volatilita (reálných výnosů, %)	Inflace p.a. (%)
USA	1/21–12/96	6,95	4,32	15,84	2,52
Velká Británie	1/21–12/96	6,30	2,35	15,68	3,86
Kanada	1/21–12/96	5,78	3,19	16,65	2,51
Švédsko	1/21–12/96	7,42	4,29	16,65	3,00
Švýcarsko	1/26–12/96	4,83	3,24	14,73	1,54
Austrálie	1/31–12/96	7,06	1,58	13,94	5,39
Nový Zéland	1/31–12/96	5,69	-0,34	12,50	6,01
Argentina	9/47–7/65	-5,78	-25,09	32,73	25,78
	12/75–12/96	236,29	16,71	87,83	188,15
Brazílie	2/61–12/96	142,34	-0,17	51,93	147,52
Chile	1/27–3/71	12,98	-5,37	21,85	19,37
	1/74–12/96	64,19	15,52	36,25	42,13
Izrael	1/57–12/96	37,05	3,03	22,96	33,02
Japonsko	1/21–5/44	1,23	-0,34	15,79	1,58
	4/49–12/96	8,30	5,52	18,90	2,63
Jihoafrická republika	1/47–12/96	6,13	-1,76	15,89	8,03
Kolumbie	12/36–12/96	10,15	-4,29	21,78	15,09
Mexiko	12/34–12/96	20,13	2,30	24,45	17,43
Pákistán	7/60–12/96	7,79	-1,77	15,23	8,57
Peru	12/88–12/96	340,95	30,45	87,98	232,18
Venezuela	12/37–12/96	9,67	-2,04	24,84	11,95

Zdroj: Goetzmann a Jorion

ve Velké Británii, v Austrálii a na Novém Zélandě. Novozélandské akcie jako jediné poskytly investorům během sledovaného období v průměru záporné reálné výnosy, přičemž průměrná inflace byla v této zemi nejvyšší. Šlo o důsledek politického rizika – socialistických experimentů během 70. let, které měly pro novozélandskou ekonomiku velmi nepříznivé důsledky.

Mohlo by se tedy zdát, že akcie jako štít proti inflaci příliš nefungují, i když podléhají menšímu inflačnímu riziku než obligace. Poněkud jiný obraz ale nabízí druhá část tabulky, která zachycuje reálné výnosy *emerging markets*. V mnoha zemích, které trpěly velmi vysokou inflací, akcie nejen fungovaly jako účinný štít proti inflaci, ale poskytly dokonce fantastické výnosy (Argentina v 70. – 90. letech, Peru, Chile během vlády Pinocheta a jeho nástupců). Tyto výnosy však byly doprovázeny velmi vysokou volatilitou. V Brazílii a v některých dalších zemích byly sice reálné výnosy akcií záporné, avšak poskytly alespoň částečnou ochranu proti hyperinflaci.

Zároveň se ukazuje, jak velký je význam politického rizika. Svědčí o tom zkušenosti z Argentiny v období 1947 – 1965, kdy ekonomika této země byla zruinována peronistickou vládou a její radikálně levicovou hospodářskou politikou. Argentinské akcie ztratily v tomto období bezmála 100 % reálné hodnoty. Naproti tomu během 80. let, kdy argentinská inflace celkově dosáhla neuvěřitelné výše 386 168 700 % a prakticky rozleptala finanční systém a ekonomiku této země, posílil argentinský akciový index o 590 838 000 %, tedy v reálném vyjádření o 53 %. Z hlediska argentinského investora se akcie ukázaly být jednou z mála možností, jak uniknout inflaci. Jinou možnost představovaly cizí měny, zejména americký dolar.

Rovněž ekonomika a akciový trh v Chile prožily počátkem 70. let těžké období během levicového režimu Salvadora Allenda. V roce 1971 měl chilský akciový trh pouze necelých 9 % hodnoty z roku 1927, což odpovídá průměrným ročním výnosům ve výši – 5,37 %. Generál Pinochet obnovil po převratu v roce 1973 tržní hospodářství, což se projevilo na vysokých průměrných výnosech chilských akcií v letech 1974 – 96 (a také na vysoké popularitě tohoto diktátora u velké části chilské veřejnosti).

Celkově lze zkušenosti s akciemi v období inflace označit jako smíšené. Konzervativní investor proto udělá nejlépe, když se soustředí na vyspělé země se stabilními ekonomikami a s nízkou inflací. V období hyperinflace ve fungujících tržních ekonomikách mohl agresivní investor buď vydělat obrovské sumy, anebo prodělat kalhoty – volatilita těchto trhů byla velmi vysoká. Pro akciové výnosy (a pro ekonomiku jako takovou) je smrtící kombinací vysoká inflace doprovázená levicovými hospodářskými experimenty. Od takovýchto zemí je lépe se držet v uctivé vzdálenosti.

Rozhodně nelze paušálně tvrdit, že kapitálové trhy rozvíjejících se zemí systematicky poskytují vyšší výnosy než burzy ve vyspělých zemích. Statistiky přesvědčivě dokumentují pouze fakt, že *emerging markets* jsou mnohem rizikovější než vyspělé trhy a z tohoto zvýšeného rizika vyplývá, že některé z nich poskytnou vyšší výnosy. Ne více, ne méně.

3.10 Skrytý dluh penzijního systému

Čeká nás tedy skvělá budoucnost? Opatrně, abychom nejasali předčasně. Vedle těchto pozitivních změn je tu jeden velmi negativní trend: stárnutí populace vyspělých zemí a nárůst skrytého dluhu penzijních systémů. Ve 20. století se lavinovitě rozšířil sociální

experiment známý jako průběžný důchodový systém, v jehož rámci jsou starobní a jiné důchody placeny z právě vybraných peněz daňových poplatníků. Některé země (včetně ČR) tento systém poněkud pokrytecky nazývají „penzijní pojištění“, jiné (USA) jsou upřímnější a hovoří o penzijních daních. Nic to však nemění na skutečnosti, že prakticky všechny vyspělé i méně rozvinuté státy Evropy, Ameriky a částečně také Asie mají vůči budoucím důchodcům obrovské závazky, které jsou převážně nebo zcela nekryté rezervami.

Velmi rychle, během necelé jedné generace (zhruba od konce 50. let do konce 90. let) dokázaly průběžné penzijní systémy „nabobtnat“ z původně skromného objemu do obrovských rozměrů. Svědčí o tom *tab. 3.3*, která zachycuje přibližnou velikost skrytých dluhů penzijních systémů některých zemí.

V roce 1965 připadalo na jednoho amerického důchodce osm pracujících. Koncem 20. století tento poměr poklesl na 3,3 a během dalších třiceti let lze očekávat, že na jednoho důchodce budou připadat pouze dva pracující Američané. Podobným demografickým vývojem procházejí všechny státy uvedené v tabulce, v čele s Českou republikou.

Jak se tyto státy vypořádají se skrytou hrozbou obrovského dluhu penzijního systému? Odpověď zatím není známa. Řešení tohoto problému bude znamenat rizika. Splácení velkého státního dluhu vyvolává v myslích ministrů a poslanců pokušení zvyšovat daňovou zátěž anebo (v horším případě) snížit reálnou hodnotu státního dluhu prostřednictvím inflace. V kapitole věnované investičnímu riziku si ukážeme, jak britská vláda odpověděla na otázku splácení dluhu z první světové války a jak drtivý dopad měla její politika na majitele obligací. Řešení tohoto problému bude záležet na politickém riziku jednotlivých zemí a na stupni nezávislosti centrálních bank.

Tabulka 3.3 *Skryté dluhy penzijních systémů*

Země	Skrytý dluh důchodového systému (% HDP)
Česká republika	330
Francie	114
Japonsko	107
Německo	101
Itálie	76
Kanada	68
USA	26
Švédsko	20
Velká Británie	5

Zdroj: Světová banka

Reforma penzijních systémů bude ale představovat i příležitosti. Vznik a růst penzijních fondů může přinést finančním trhům těchto zemí postupnou stabilizaci a likviditu, podobně jako tomu bylo v Chile po úspěšné reformě penzijního systému v 70. letech. Růst kursů amerických akcií v 90. letech byl z velké části způsoben investicemi občanů USA do jejich individuálních penzijních programů. Pokud budou ostatní země do jisté míry následovat americký vzor (což je vysoce pravděpodobné), není třeba se obávat nedostatku poptávky po cenných papírech.

3.11 Hospodářský růst a výnosy cenných papírů

Běžný čtenář novin tuší, že růst hrubého domácího produktu (HDP) je v zásadě dobrý, protože nějakým způsobem pozitivně souvisí se životní úrovní. Z hlediska investora je hospodářský růst rovněž příznivý, protože má za následek vyšší zisky podniků, a tedy i nárůst akciových kursů. Co se ale **přesně** skrývá pod pojmem hospodářský růst (respektive HDP), to každý neví.

Existují dvě definice HDP. Podle jedné z nich je HDP součtem celkového objemu soukromé spotřeby, vládních výdajů, investic soukromých podniků a čistého vývozu. Podle druhé definice (která je ekvivalentní) je hrubý domácí produkt tvořen vyplacenými mzdami, podnikatelskými zisky, odpisy, nepřímými daněmi a čistými úroky. Obě definice podporují instinktivní pocit, že „růst HDP je, když se máme dobře“. Ale na druhé straně tyto definice rovněž vypovídají o tom, že jde do značné míry o umělou veličinu, která vyjadřuje kvantitu, nikoli kvalitu. Mechanické srovnávání HDP mezi různými zeměmi nebo obdobími proto může sklouznout do silně demagogických pozic. Velikost soukromé spotřeby v rámci HDP neprozrazuje absolutně nic o tom, jakým způsobem lidé utrácejí své peníze a jaký užitek z toho mají.

Mezi slavné omyly americké zpravodajské služby CIA například patřilo srovnání HDP bývalých dvou německých států v 80. letech. Analytici CIA došli k názoru, že životní úroveň ve východním a západním Německu se příliš neliší – například počtem automobilů na sto obyvatel byly prý oba státy téměř rovnocenné. Jenomže CIA zapoměla na to, že v komunistické části Německa jezdily smrduté trabanty (na které se navíc mnoho let čekalo v pořadníku), kdežto Západ se vozil v mercedesech, oplech nebo alespoň ve volkswagenech. Analytik, který tuto zprávu připravoval, zřejmě seděl u psacího stolu kdesi v centrále CIA v Langley a trabanta v životě neviděl. Díky této chybě ve výpočtech HDP zastihl revoluční podzim 1989 západní zpravodajské služby naprosto nepřipravené.

Hodnotit skutečný užitek soukromé spotřeby je obtížné. Přestavba domu zničeného povodní přispěje k růstu ekonomiky celkem slušnou částkou, i když výsledkem je stejný dům, jaký stál před povodní. Přestože se náš celkový užitek nemění, HDP roste. Hodnocení skutečného přínosu investic je ještě obtížnější. Investice do výstavby nové ocelárny zvýší HDP velmi výrazně. Zůstává tu ovšem otázka, zda investované prostředky byly vynaloženy vskutku účelně a efektivně. Nadbytečné kapacity oceláren ve východní Evropě svědčí o tom, že plánované socialistické ekonomiky nedokázaly rozvíjet strukturu HDP podle potřeb trhu. Ani tržní hospodářství ovšem není dokonalé. Ukázkovým příkladem jsou nadbytečné kapacity oceláren a automobilek z konce 90. let 20. století v Jižní Koreji.

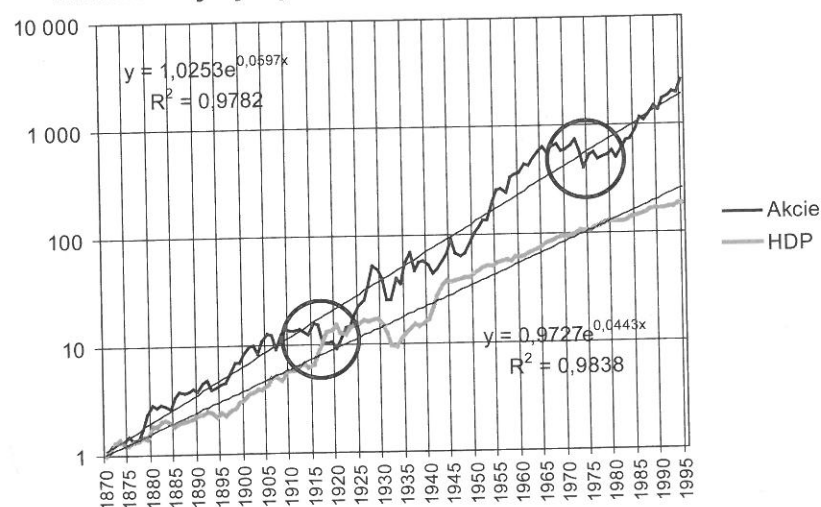
HDP lze rovněž zvýšit prostřednictvím vládních výdajů. Nijak zvlášť přitom nezáleží na tom, na co jsou tyto výdaje určeny. Mimořádně dobře se v tomto směru osvědčily války. Nikdy nerostl hrubý domácí produkt Velké Británie tak rychle jako v roce 1917, kdy poskočil o více než 26 %. Svůj podíl na tom měl zajisté vynález tanku, strojní pušky a bojových otravných plynů. Rok 1940, kdy se odehrávala bitva o Anglii, přinesl rovněž 26% růst HDP, a to především díky usilovné výrobě hurricanů a spitfirů. Není ovšem třeba zdůrazňovat, že válčit kvůli růstu hrubého domácího produktu by bylo poněkud samoúčelné – tím spíše, že tak vysoký růst HDP není přirozený. Cenou za nepřiměřeně vysoký růst je inflace, následná hluboká deprese, nezaměstnanost, anebo všechno dohromady.

Je jasné, že výnosy cenných papírů (zejména akcií) jsou do značné míry určeny vývojem hrubého domácího produktu – už jen z toho důvodu, že součástí HDP jsou také zisky podniků. Kolem vzájemného vztahu HDP a cen akcií však panuje řada nejasností, a to nejen mezi laiky.

Jednou ze zajímavých otázek je, zda výnosy cenných papírů (především akcií) mohou dlouhodobě převyšovat tempo růstu ekonomiky. Odpověď je kladná: výnosy akcií skutečně mohou v dlouhodobém horizontu významně překonávat rychlost hospodářského růstu. Svědčí o tom například historie americké ekonomiky a kapitálového trhu. Zatímco v období 1959 – 1996 se hrubý domácí produkt USA ztrojnásobil, reálné akciové výnosy vyšplhaly na téměř osminásobek (a to nebereme v úvahu rekordní výnosy amerických akcií z let 1997 – 1999). V dlouhém období (1870 – 1996) vzrostl reálný HDP dvěstěkrát, avšak reálná hodnota akciového trhu (včetně reinvestovaných dividend) stoupla 2 500krát. Odpovídá to průměrnému reálnému výnosu ve výši 6,48 % ročně a průměrnému růstu HDP ve výši 4,34 %¹⁴.

K nejvýraznějším poklesům reálných hodnot akcií (kromě Velké krize) došlo po první světové válce a v polovině 70. let 20. století v důsledku zvýšené inflace (označeno kroužkem). Tyto jevy, ačkoli měly pouze dočasné trvání, upozorňují na závažnost inflačního rizika. Investor, který by v roce 1971 jednorázově umístil na americký akciový trh větší sumu peněz, by se dočkal kladných reálných výnosů až o patnáct let později. Také tato zkušenost vedla americký Federální rezervní systém k přijetí zásadové a přísné protiinflační politiky. Proto je rozumné dlouhodobě očekávat akciové výnosy výrazně nad úrovní růstu HDP. To platí alespoň pro USA a další vyspělé země s nezávislými centrálními bankami. U ostatních zemí jsou očekávané výnosy mnohem méně jisté.

Dlouhodobý vývoj akciového indexu a HDP (USA 1870–1996)



Zdroj: Global Financial Data, Gwartney a Stroup

¹⁴ V období 1960 – 1996 se průměrný růst HDP zpomalil na 3,16 % ročně v důsledku vyšších daní a pomalejšího tempa růstu americké populace.

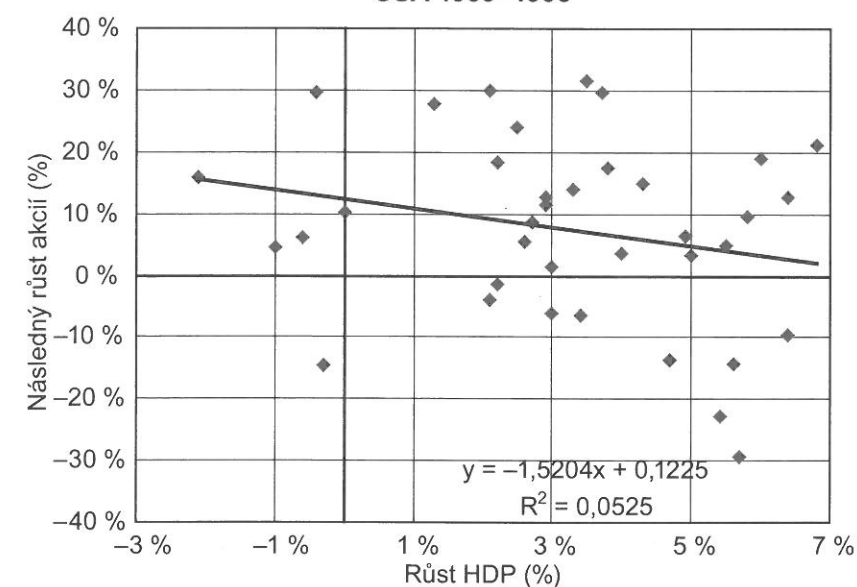
Jelikož jednou ze složek HDP jsou také podnikové zisky, mohli bychom být v pokušení formulovat hypotézu, že vývoj akciových indexů by měl víceméně kopírovat vývoj ekonomiky. Jaké je však naše překvapení, když zjistíme, že opak je pravdou! Graf na této straně ukazuje souvislost ročních změn HDP a následných reálných výnosů amerického akciového indexu. Zřetelně ukazuje, že ve sledovaném období žádná krátkodobá souvislost mezi těmito veličinami neexistovala.

Ani kdybychom počítali souvislost mezi změnami HDP a reálnými výnosy akciových indexů v témže roce, nedospěli bychom k ničemu, co by připomínalo jakýkoli rozumný vztah. Mezi oběma veličinami dokonce existuje záporná korelace (byť statisticky nevýznamná), která je v příkrém rozporu s tím, co bychom intuitivně očekávali. Ani kdybychom počítali souvislost HDP a reálných akciových výnosů v jiném období (například v minulém století), nedobrali bychom se rozumného výsledku.

Proč je vzájemná závislost HDP a akciových výnosů tak chabá, když podle ekonomické logiky by naopak měla být velmi výrazná? Příčinou je statistické chování akciových indexů a růstu ekonomiky. V obou případech hraje zásadní roli dlouhodobý růstový trend, se kterým se sčítají vlivy krátkodobých výkyvů. Tyto krátkodobé fluktuace jsou v zásadě nepředvídatelné a nemají velký význam ani pro vývoj ekonomiky, ani pro dlouhodobé výnosy akciového trhu.

Pokud vývoj HDP a vývoj akciových indexů očistíme od dlouhodobého trendu, zbudou právě tyto náhodné nepodstatné výkyvy. Počítáme-li jejich vzájemnou korelaci, můžeme snadno dojít k libovolným náhodným hodnotám. Je však velmi užitečné vědět, že krátkodobé výkyvy růstu HDP a akciových kursů nemají žádný praktický význam. Analytici a investoři však přesto obvykle věnují 99 % pozornosti těmto výkyvům, které mají pro reálnou ekonomiku méně než 1% význam.

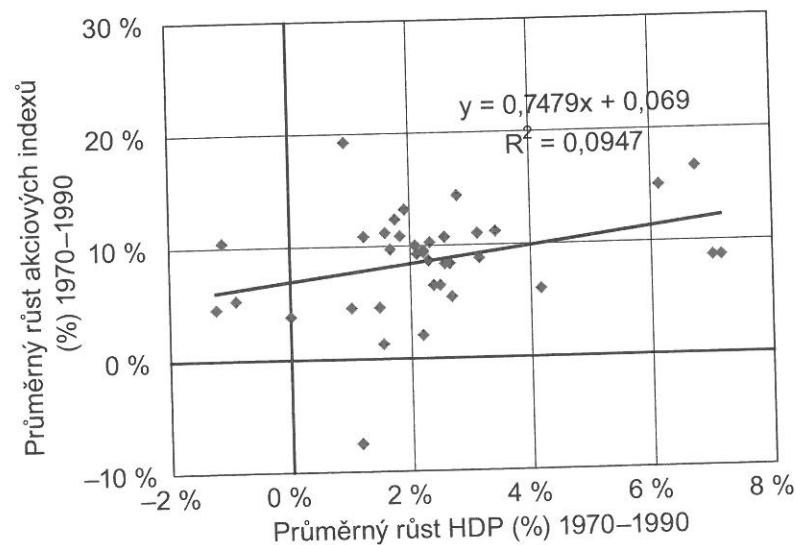
USA 1959–1995



Zdroj: Global Financial Data, Gwartney a Stroup

Bylo by však bohužel předčasné hovořit o tom, že dlouhodobé výnosy jsou jednoduše přímo úměrné dlouhodobým ekonomickým trendům. Následující graf podává přehled o průměrných dlouhodobých ročních reálných výnosech akciových indexů v závislosti na průměrném ročním růstu HDP ve 36 zemích, které zahrnují vyspělé trhy i *emerging markets*.

V pravé části grafu níže vidíme skupinu čtyř zemí, které během období 1970 – 1990 dosáhly jak vysokého růstu HDP, tak vysokých výnosů akciových trhů. Jedná se o Singapur, Hongkong, Jižní Koreu a Tchaj-wan. Na druhé straně je skupina zemí, jejichž hospodářství během téhož období stagnovalo nebo klesalo, přičemž akciové trhy v těchto zemích zaznamenaly rovněž poměrně slušný růst. Jednalo se o Venezuelu, Argentinu, Peru a Jihoafrickou republiku. Mezi těmito extrémami se nachází zbývajících 28 zemí. Nelze však najít žádnou jednoduchou a přímočarou zákonitost mezi růstem ekonomiky a výnosy akcií. Například během 80. let posílil tchajwanský akciový index o 2 500 %, což se zdálo být v souladu s prudkým růstem tamní ekonomiky. Jenomže na počátku 90. let došlo k pádu tchajwanských akcií na pětinu jejich hodnoty v období maxima. Přesto i během 90. let tchajwanská ekonomika rostla.



Zdroj: Global Financial Data, World Bank

Kladný fundamentální vztah mezi růstem hospodářství a růstem akcií samozřejmě existuje – hovoří pro něj už fakt, že nikde na světě neexistuje prosperující ekonomika, která by neměla kapitálový trh (včetně například Islandu). Nelze se však spoléhat na nějaké jednoduché pravidlo či elegantní matematický model, který by vztah mezi výnosy akcií a růstem ekonomiky dokázal objasnit.

Slavný filozof 19. století Friedrich Nietzsche napsal: „Je jasno, proti čemu bojuji – je to ekonomický optimismus: jako by se vzrůstajícími náklady všech musel také vzrůstat užitek všech.“ Hovoříme-li o růstu HDP, měli bychom si vzpomenout na Nietzscheho a vzít v úvahu, jakými složkami je tento růst tažen a jaký je jejich skutečný význam. A měli bychom si vzpomenout i na východoněmecké trabanty a omyly CIA.

3.12 Co je méně, ale přesto důležité

3.12.1 Měnové kursy

Posilování koruny učinilo z měnových kursů předmět prvořadého zájmu. Zcela otevřeně řečeno, nenašel se ani jeden ekonom, který by tak silné a rychlé posílení kursu byl schopen předvídat. Nejblíže byl možná překvapivě Jiří Paroubek, který v únoru 2006 odhadl kurs koruny při vstupu do eurozóny na přibližně 25 CZK/EUR. Jenže i optimistický Paroubkův výhled byl překonán, ve skutečnosti se této hranici koruna přiblížila již na jaře 2008. Jak těžké je být na měnovém trhu prorokem! Kromě toho Paroubek nebyl schopen vidět krizi eura v letech 2009 – 2010 a odsunutí termínu vstupu ČR do eurozóny na neurčito. Přes silnou publicitu jsou měnové kursy pro investora relativně méně důležité. Za prvé, není možné konzistentně vydělávat na měnových spekulacích, protože budoucí měnové kursy jsou v zásadě nepředvídatelné – ani posílení koruny během období 2000 – 2010 nebylo na začátku desetiletí předvídáno. Za druhé, proti měnovému riziku se lze chránit (použitím opčních a forwardových kontraktů).

Výjimku tvoří například situace, kdy očekáváme vysokou domácí inflaci a hodláme část portfolia uchránit před znehodnocením investicemi do cizích měn. Ale ani v takovémto případě nelze předpovídat pokles kursu domácí měny s velkou přesností. Lze očekávat oslabení domácí měny zhruba na úrovni inflačního diferenciálu, avšak mohou nastat různá překvapení.

Jiná je situace, kdy uvažujeme o investicích do pevně úročených cenných papírů. Při nepřilíhli odlišných úrokových sazbách měnové riziko prakticky eliminuje zahraniční dluhopisy a podobné nástroje z výběru investora. Výjimku mohou tvořit maximálně rizikové dluhopisy kategorie high-yield, u nichž se celkové výnosy vyjadřují v podobných hodnotách jako výnosy akcií; měnové riziko je pak snesitelnější. Ve srovnání s celkovým rizikem investice totiž prakticky zaniká.

3.12.2 Nezaměstnanost

Nezaměstnanost je nepříjemným jevem především pro samotné nezaměstnané. Pro investora je však růst nezaměstnanosti spíše dobrou zprávou: signalizuje možný pokles úrokových měr a tím i růst kursů cenných papírů. Ve srovnání s inflací a hospodářským růstem má však nezaměstnanost až druhotný význam při rozhodování centrálních bank o úrokových mírách.

Kromě toho vlády zemí s vysokou úrovní nezaměstnanosti (zejména západoevropské) mají tendenci udělovat velkým podnikům různá privilegia a daňové výhody. (Marně, protože poptávka po pracovní síle je dána její cenou. Ta je v západní Evropě vysoká v důsledku vysokých daní ze mzdy. Daně ze mzdy jsou vysoké proto, aby vlády měly peníze na vyplácení podpor v nezaměstnanosti.)

3.12.3 Deficit státního rozpočtu a veřejný dluh

V prvním až pátém vydání byl tento odstavec situován do kapitoly „Co je méně důležité“. Z důvodů, které bychom mohli nazvat nostalgickými, jej zde nechávám. Ovšem státní deficit a veřejné dluhy již po finanční krizi nejsou méně důležité. Naopak, během dekády 2010 – 2020 se z nich může stát osa, kolem níž se celý vývoj ekonomiky bude točit.

V minulých vydáních jsem psal, že „kritická situace může nastat, pokud je deficit státního rozpočtu natolik velký, že odčerpává podstatnou část běžných příjmů státu. V tomto případě buď hrozí platební neschopnost (státní bankrot), anebo (jako v případě Německa nebo Velké Británie po první světové válce) se vláda rozhodne „vygumovat“ svůj dluh prostřednictvím inflace. Tato situace může mít nepříznivý, až ničivý vliv na trhy obligací, avšak nemusí mít žádný vliv na trh akcií (což byl případ Velké Británie a USA krátce po obou světových válkách a v jistém směru i Německa po první světové válce).“

Vida, a jsme opět v kritické situaci. V roce 2010 byl Západ ve stavu, kdy výše dluhů dosahovala válečných hodnot v mírové době. Tato situace nemá precedens v celých dějinách lidstva. „Od Dubaje přes Island, Irsko, Řecko, Maďarsko, Itálii, Portugalsko, Španělsko, Japonsko, Francii, Británii až po Spojené státy, břemeno státních dluhů v současné výši se v mírových dobách vyskytovalo pouze v časech poválečné konsolidace, kdy se splácely válečné dluhy,“ uvádí ekonom Willem Buiter. „Když vidíme, jak poměr veřejného dluhu k hrubému domácímu produktu dosáhne nebo přesáhne hranici 100 % HDP kolem roku 2014, je to hluboce zneklidňující, zvláště s přihlédnutím k primárním deficitům (rozpočtovým schodkům bez započtení splátek úroků).“

Na světě se nenajde jediný ekonom, který by tvrdil „všechno je v pořádku, ono se to nějak vyřeší.“

Expanze dluhů není z větší části důsledkem finanční krize. Ta situaci samozřejmě zhoršila, ale tendence k bezbřehému nárůstu dluhů začala v průběhu 70. a 80. let. Ještě v roce 1980 měla Francie poměr veřejných dluhů k HDP na hodnotě 31 procent, stejně jako Německo. To byly časy! Pak ovšem přišel nenasytný sociální stát, který je skutečným viníkem gigantického zadlužení.

Více o krizi veřejných financí uvádí moje kniha Finance po krizi ze září 2009, respektive její druhé rozšířené vydání plánované na září 2010.

3.12.4 Fiskální politika a daňová zátěž

Vysoká daňová zátěž brzdí ekonomiku a systematicky zpomaluje hospodářský růst. Z tohoto pohledu je daňová zátěž velmi důležitá. Akcionáře velkých západních firem však nemusí příliš zajímat, zda společnosti z jeho portfolia mají daňový domicil v zemích s vysokým zdaněním (Německo, Francie, Švédsko, Finsko), anebo v daňových rájích (Švýcarsko). Velké společnosti se totiž v naprosté většině zemí těší nejvýhodnějším výhodám, využívají daňových prázdin, vládních investičních pobídek a jiných privilegií včetně přímých dotací. Daňoví poradci velkých firem jsou schopni využít všech zákonných prostředků, aby snížili daňový základ na rozumnou hranici.

Valnou část výnosů nadnárodní společnosti beztak daní v daňových rájích pomocí rafinovaných mechanismů vnitropodnikových cen (*transfer pricing*). Nejde o daňový únik, vždy je všechno přísně legální. Proto se investoři nemusejí bát vysokých podnikových daní v zemích s tradičně vysokou úrovní přerozdělování. Kromě toho je poměrně málo známým faktem, že například ve Švédsku činí daň z příjmů podniků pouze 28 %, ve Finsku 26 % a v Dánsku pouze 22 %. Investor se tedy nemusí nijak zvlášť starat o daně, jaké platí podniky z jeho portfolia. Již dávno není pravda, co kdysi řekl Benjamin Franklin: „Nic není jisté, jenom smrt a daně.“ Franklin by se podívil jak výši současného

daňového zatížení, tak obratnosti finančních ředitelů, kteří jsou schopni daňové závazky účinně a legálně minimalizovat.

Zcela jinou kapitolou jsou ovšem daně z kapitálových výnosů a srážkové daně z úroků, které platí sám investor. Ty jsou naopak **velmi** důležité. Lze konstatovat, že z hlediska českého soukromého investora je danění kapitálových výnosů velmi příznivé: po šesti měsících od nákupu jsou výnosy z veškerých cenných papírů (včetně zahraničních) osvobozeny od daní. Investoři z jiných zemí (např. z USA) mohou Čechům tuto výhodu závidět!

Ohledně fiskální politiky lze obecně říci, že země s nízkou úrovní politického rizika (viz kapitola 4.) zpravidla alespoň zhruba dodržují základní zásady rozumné fiskální politiky. Fiskální politika tedy nehraje z hlediska investora podstatnou roli.

3.12.5 Obchodní bilance

Výrazně záporná obchodní bilance může mít za následek tlak na devaluaci měny, jak se stalo v České republice v květnu 1997. Podobná situace však může nastat jen tehdy, je-li měna pevně vázaná na dolar nebo na jinou mezinárodně uznávanou tvrdou měnu. Země s takovýmto měnovým režimem je dnes již málo. Koncem 20. století jednoznačně převládají měny s volně plovoucím kursem (dolar, euro, jen, britská libra, švýcarský frank, česká koruna, thajský baht, singapurský dolar), v některých zemích (Hongkong, Argentina, Estonsko) se používá tzv. *currency board*, kdy domácí měna je plně kryta rezervami tvrdé měny.

V zemích s volně plovoucí měnou působí propad obchodní bilance na oslabení měny postupně, v rámci běžných výkyvů měnových kursů. Ty však nelze předpovídat. Proto má bilance zahraničního obchodu zanedbatelný význam pro investiční rozhodování.

Zkušenosti s více než deseti lety fungování společné evropské měny však odhalily jedno velké a podceňované riziko: obchodní a platební bilance v rámci zóny společné měny hraje roli! Exportně silné Německo udržovalo během let 2000 – 2010 silný obchodní přebytek, zatímco Řecko, Itálie, Španělsko a Francie naopak chronický obchodní deficit. Dlouho byly tyto skutečnosti bagatelizovány: „Vždyť přece Londýn má také trvalý obchodní deficit se zbytkem Británie a znamená to, že musí nastat finanční krize? Neznamená!“

Jenže Londýn je jedna ekonomika a Řecko úplně jiná.

Obchodní deficit musí být vyrovnán přílivem peněz. Londýn je světové finanční centrum, které s tím nemá problémy. Řecko je centrum maximálně pro letní dovolené. Obchodní deficit společně s rostoucím veřejným dluhem je problém naprosto zásadního charakteru, tím spíše, že Řecko nemá možnost zvýšit svoji exportní (nebo dovolenkovou) atraktivitu prostřednictvím měnové devalvace.

Při budování eurozóny se politici dopustili chyb, jejichž náklady se později zhmotnili do stamiliardových částek. Bývalý italský premiér Romano Prodi později vyprávěl, jak v roce 1996 přesvědčil Němce o vhodnosti přijetí Itálie do eurozóny. Při návštěvě bavorského venkova se rozhovořil, jak Italové budou kupovat německé mléko. „Když budete mít Itálii mimo euro, velká část německých exportů bude ohrožena,“ řekl tehdy Prodi.

Němci se nechali nachytat na hloupý, dvě stě let zastaralý merkantilistický argument a souhlasili s přijetím nejen Itálie, ale také ostatních zemí skupiny PIGS. Tehdejší kancléř Helmut Kohl viděl budoucí růst německého exportu (správně), ale nedošla mu jiná věc: že německý obchodní přebytek získá zrcadlový obraz v chronickém obchodním deficitu Itálie, Řecka, Portugalska, atd.

Chronické deficity obchodu a běžného účtu jsou přitom živnou půdou pro vznik finančních krizí. Každá ekonomika s dlouhodobou nerovnováhou jednou narazí. Jihovýchodní Asie narazila v roce 1997, EU narazila v roce 2010. Kohl, Prodi a jiní vůdci Evropy vytvořili v 90. letech společnou měnu, která měla budoucí nerovnováhy a krize obsaženy již ve svém genetickém kódu.

Politické zájmy převládly nad ekonomickou racionalitou již jen proto, že evropští státníci tehdy neuměli racionálně ekonomicky myslet. Nerespektování ekonomických zákonů je snazší než v případě fyzikálních zákonů: jejich fungování je „měkčí“, podobně jako v animovaném filmu, kde kocour Tom ještě chvíli ve vzduchu běží poté, co pod ním spadl most. Nakonec se ale ekonomické ignoranství vždy projeví. Náraz pak bývá tvrdý.

Jak se náraz krize roku 2010 projeví v Evropě, teprve uvidíme. Důsledky deseti let fungování eura však ukazují, že obchodní bilance jako indikátor ještě nepatří do starého železa. Mimo jiné hluboký deficit obchodní bilance správně upozorňoval na budoucí krizi v Argentině (2000) a v Estonsku, Lotyšsku a Litvě (2010).

3.12.6 Hospodářský cyklus

Vývoj ekonomiky připomíná vývoj akciového trhu: dlouhodobý růstový trend je „obalen“ krátkodobými výkyvy. Recese a konjunktury vyvolávají dojem hospodářského cyklu. Ano, hovoříme o **dojmu**, protože v praxi nejde o cyklus ve smyslu oscilace s pravidelnou periodou a konstantní amplitudou. Již v roce 1946 publikovali Burns a Mitchell velmi podrobnou studii amerického hospodářského cyklu. Zjistili, že „*dochází ke kolísání ekonomiky, které však není periodické; trvání cyklů se pohybuje od jednoho roku do dvanácti let; nelze je dělit na kratší cykly podobného charakteru.*“

Fischer Black píše v knize *Hledání všeobecné rovnováhy (Exploring General Equilibrium)* o hospodářském cyklu: „*V prvním přiblížení sledují míry hospodářské aktivity, jako je tvorba kapitálu, produkt nebo spotřeba, geometrickou náhodnou procházku. V druhém přiblížení vidíme v produktu a ve spotřebě cykly, z nichž nejvíce zřejmé jsou sezonní cykly.*“

Zapudme jakákoli pokušení spekulovat na výkyvy kursů akcií v průběhu hospodářského cyklu. Neexistuje žádná prakticky upotřebitelná metoda, jak s dostatečnou přesností předpovídat krátkodobé výkyvy hrubého domácího produktu. John Maynard Keynes ve 30. letech prohlásil, že „*naše existující znalosti neposkytují dostatečnou bázi pro matematické vyjádření [ekonomických předpovědí].*“ Od té doby se změnilo snad jen to, že jsme se mnohokrát přesvědčili o pravdivosti tohoto Keynesova výroku. Teorie chaosu a složitých systémů navíc poskytla teoretický základ pro názor, že **nikdy** nebudeme schopni úspěšně předpovídat výkyvy ekonomiky. Hospodářský cyklus není pravidelný, a nejde tedy ve skutečnosti o cyklus, ale spíše o výkyvy konstantně se měnícího prostředí.

Kursy akcií navíc nejsou s výkyvy HDP nijak „použitelně“ korelovány. Existuje jediná rozumná věc, kterou může investor dělat s informacemi o krátkodobých výkyvech HDP: ignorovat je. Totéž platí pro krátkodobé prognózy HDP.

3.12.7 Přírodní bohatství

Zdroje surovin nemají žádnou spojitost s prosperitou ekonomiky dané země, a pokud ano, jde spíše o souvislost negativní. Nemají ani žádnou kladnou souvislost s výnosy cenných papírů. Země s nejbohatšími ropnými a nerostnými ložisky (Saúdská Arábie, Kuvajt, Rusko, Brazílie, Venezuela, Nigérie, Zair, Jižní Afrika) jsou vesměs chudší než Švýcarsko, Nizozemí, Dánsko, Lucembursko, Singapur, Hongkong nebo Japonsko – země, které přírodní zdroje postrádají, zato však disponují rozvinutými kapitálovými trhy.

3.13 Praktické závěry

- **Podstatnou roli hrají úrokové míry, inflace a ochrana vlastnických práv. Hospodářský růst má význam pouze jako dlouhodobý trend, krátkodobé fluktuace nehrají roli.** Také většina ostatních ekonomických veličin nehraje významnou roli a pro investora jsou důležité pouze do té míry, do které mají vliv na výši inflace a úrokových měr. Ekonomičtí analytici však obvykle věnují většinu času a úsilí faktorům, které mají pro finanční trhy malou, až zanedbatelnou důležitost.
- **Obrovský význam mají obtížně vyčíslitelné faktory, zejména politické riziko a korupce.** Tyto faktory jsou klíčové jak pro efektivní fungování ekonomiky, tak pro ochranu vlastnických práv. Obtížná kvantifikovatelnost faktorů politického rizika a korupce vedou k tomu, že běžné učebnice investičního managementu tyto faktory zanedbávají. Zkušenosti z 20. století však vedou ke zjištění, že právě tyto „nevypočitatelné“ faktory hrají hlavní roli.
- **Skutečný význam ekonomických veličin se může výrazně lišit od významu, který je jim běžně přiřazován.** Týká se to například složité vzájemné souvislosti hospodářského růstu a kursů akcií, významu měnových kursů a deficitu státního rozpočtu.
- **V původním vydání jsem napsal: „Ignorujme akcie ropných společností v politicky a ekonomicky nestabilních státech. Prosperita nemá nic společného s přírodními zdroji a kromě toho už dávno neplatí, že důl je díra v zemi, ten vám nemůžou vzít.“** Nepřestřelil jsem, když uvážíme růst ruského akciového indexu? Do jisté míry ano, ale ne úplně. Podívejme se na truchlivou historii společnosti Yukos, která byla vytunelována vládou. Pod smyšlenou záminkou byla poslána do konkursu a hodnota akcií spadla prakticky na nulu. Vláda pod Putinovým vedením tuto společnost prakticky ukradla.
- **Až do roku 2008 se bylo možné spolehnout na nízkou inflaci v důsledku globalizace. V budoucnosti se to však může změnit.** Expanzivní politika centrálních bank během období 2001 – 2008 – které bylo velmi bohaté na události a krize – dokázala zvýšit objem peněz v globální ekonomice do takové míry, že inflace se opět stala problémem. Ačkoli tento problém zatím zdaleka nemá rozměry 70. a 80. let, inflaci již nelze nadále ignorovat. Během let 2009–2010 se sice spíše hovořilo o deflaci v důsledku ochromené úvěrové činnosti bank, ale tato starost byla pravděpodobně jen dočasná.

4. Politické riziko

„Vlády ničí hodnoty kapitálových trhů účinněji než jakákoli přírodní síla.“

Bryan Taylor, Global Financial Data

4.1 Mýty a realita

Během druhé poloviny 20. století se výrazně změnila ekonomická mapa světa. Velký význam si získaly dříve chudé země, z nichž mnohé zaznamenaly pozoruhodný hospodářský růst doprovázený značným rozmachem světového obchodu. Jde zejména o země jihovýchodní Asie a Latinské Ameriky, ale také například o Turecko, Řecko či Izrael. Zdá se téměř samozřejmé, že hospodářský růst se musí nutně projevit i v růstu kursů akcií příslušných zemí. Z toho logicky vyplývá myšlenka využít nadprůměrného hospodářského růstu ve svůj prospěch: investovat do emerging markets a překonat tak výnosy „nudných“ akciových trhů v Evropě a v Severní Americe, kde dvojciferný hospodářský růst byl zaznamenán naposledy ve 40. letech.

Během 80. a hlavně 90. let se investice do emerging markets staly běžnou záležitostí nejprve pro velké institucionální investory z vyspělých zemí, později, prostřednictvím podílových fondů také pro širokou investiční veřejnost. Jedním z řady popularizátorů emerging markets je profesor Bruno Solnik, jehož kniha *International Investments* se stala doslova povinnou literaturou pro dobře informované investiční manažery. Solnik uvádí: „*Důvod pro diverzifikaci investic do akcií emerging markets vyplývá z vysokého růstového potenciálu těchto trhů, která je zároveň doprovázena nízkou korelací výnosů s výnosy akcií na rozvinutých trzích.*“ Toto konstatování bylo doprovázeno poměrně sugestivní statistikou výnosů. Profesor Solnik se však nevědomky a zřejmě nechtěně stal šířitelem mýtu, na který později mnozí investoři doplatili: zejména ti povrchnější, kteří v jeho knize jen tak listovali a nepřčetli si ji pořádně. Solnik totiž dále uvádí, že otázka, zda emerging markets budou pokračovat v růstu, závisí na řadě faktorů institucionálních, ekonomických a politických. Logika je totiž zhruba následující:

- Proč ekonomiky emerging markets rostou rychleji než hospodářství vyspělých zemí? Protože jsou chudší a mají tudíž větší prostor pro růst.
- Proč jsou ekonomiky emerging markets chudší? Protože obvykle trpí řadou problémů, například politickou nestabilitou, nejistotou v oblasti měnové politiky, korupcí a organizovaným zločinem, byrokracií a špatnou regulací, špatným fungováním finančních trhů, soudů a policie. Jde vlastně o definiční vztah: ty z emerging markets, které těmito problémy netrpí, již nelze řadit do kategorie emerging markets.
- Úspěch emerging markets kriticky závisí na postupném (ale nepříliš zdoluhavém) řešení a odbourávání těchto problémů, protože jediné tak lze dosáhnout skutečně stabilní prosperity.
- Pokud uvedené problémy nejsou adekvátně řešeny, mohou se nahromadit a vyústit v krizi, která může zcela „zrušit“ dosavadní nadprůměrné výnosy akciových trhů.