

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.

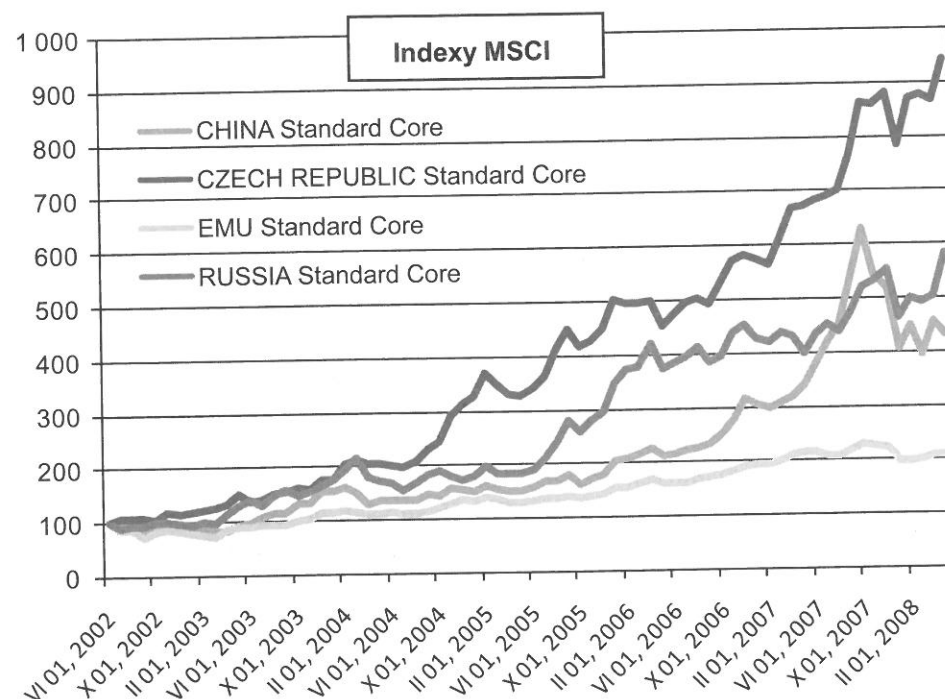
Během 80. a hlavně 90. let se investice do emerging markets staly běžnou záležitostí nejprve pro velké institucionální investory z vyspělých zemí, později, prostřednictvím podílových fondů také pro širokou investiční veřejnost. Jedním z řady popularizátorů emerging markets je profesor Bruno Solnik, jehož 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 nepřilíš zdlouhavém) 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.

4.2 Očekávané výnosy emerging markets

Vyšší růstový potenciál emerging markets je dán především **možností těžit z odstraňování nedostatků**, kterými vyspělé trhy již netrpí. Některé emerging markets jsou v tomto směru úspěšnější, jiné méně. V širokém průměru jsou **výnosy emerging markets o něco nižší než výnosy vyspělých trhů, statisticky (s použitím tzv. *t*-testu) jsou však nerozlišitelné**. Je to dáno prostou skutečností, že ne vždy se odstraňování nedostatků skutečně daří, a že občas dokonce dochází ke krizím. Z tohoto důvodu také **emerging markets vykazují významně vyšší volatilitu výnosů než akciové trhy vyspělých zemí**.

Věnujme pozornost následujícímu grafu. Co vidíme?



Zdroj: Akciové indexy, MSCI

Vidíme vývoj akciových indexů MSCI tří „emerging markets“ a jednoho indexu: MSCI EMU, který zachycuje vývoj akcií v členských zemích eurozóny. Graf je dosti sugestivní: akcie vyspělých evropských zemí se táhnou za dynamickými „trhy budoucnosti“ jako neschopný sklerotický slimák. Proč vůbec investovat do vyspělých trhů, když jsou k dispozici takové báječné investice v Číně, v Rusku nebo v Česku? – taková otázka musí napadnout snad každého.

Jenže pozor, abychom se nespálili kvůli příliš rychlému závěru. Pouze numericky negramotný investor podle prvního dojmu a „nasype“ peníze do fondu či jiného nástroje jen proto, že „dělá“ třeba 30 % ročně.

Když provedeme pár elementárních výpočtů, zjistíme následující průměrné roční výnosnosti uvedených indexů:

Tabulka 4.1 Průměrné roční výnosnosti

MSCI China	MSCI Czech R.	MSCI EMU	MSCI Russia
29,99 %	38,50 %	11,79 %	28,13 %

„Ano, ano, chci investovat do fondu, který dělá 40 % ročně, sem s ním“ – jako bych slyšel natěšeného klienta, který se hodlá stát milionářem snadno a rychle. Nuže dobrá, spočítáme si, jak dlouho by trvalo, než se z investovaných 1 000 euro stane jeden milion euro při stejné průměrné roční výkonnosti.

Nuže, českému indexu MSCI by to trvalo necelých 22 let. Dáte dítěti do kolébky tisícovku a než dostuduje vysokou, je z vaší ratolesti mladý milionář. Ruskému nebo čínskému indexu by to trvalo 27 let. Mladý muž či slečna by na milion museli čekat ještě pár let po promoci. A evropskému indexu EMU by to trvalo neskutečných 62 let: téměř do důchodu.

Ale není to divné, vydělat milion jen tak? Samozřejmě je. Počítejme ještě dále. Kdybychom počítali, že se výkonnost českého trhu vyjádřená hodnotou 38,5 % ročně udrží padesát let, mohli bychom investováním tisícovky vydělat 11,8 miliardy! Toto číslo je očividně absurdní, žádný akciový trh nikdy dlouhodobě nemůže „dělát“ 30 nebo 40 % ročně, ledaže by šlo o ekonomiku trpící pádivou inflací.

Očekávat dlouhodobou výkonnost ve výši 20, 30 ale i 40 % ročně je absurdně přehnané. Takovéto výkony se občas sice v praxi vyskytují, ale jen krátkodobě, během několikaleťových období. A pokud trvají příliš dlouho, končí špatně: bublinou a jejím následným prasknutím.

Vidíme-li tedy podobný „optimistický“ graf, mějme se na pozoru: vždy zobrazuje minulost a nikdy budoucnost. Realistické dlouhodobé výnosy „emerging markets“ leží zhruba v rozmezí 12 – 14 % per annum, a to ještě za cenu výrazně vyššího rizika, než jaké mají vyspělé trhy.

Mimořádné výnosy „emerging markets“ z let 2002 – 2007 byly spíše výjimkou, nikoli pravidlem. Spíše než díky hospodářskému růstu v příslušných zemích k němu došlo proto, že globální přebytek kapitálu hledal uplatnění a akcie „emerging markets“ vypadaly během daného období lákavě. Tento trend však nutně musí mít svůj konec, podobně jakákoliv epizoda příliš rychlého růstu, jehož tempo není přiměřené růstu ekonomiky.

Dočasné nadprůměrné výnosy jsou však více než vyváženy velmi vysokým rizikem. Dlouhodobě proto bývají úspěšnější „nudné“ vyspělé trhy, které jsou prosté skandálů a senzací. V tomto směru stojí za zmínku, že Švédsko zaujímá v žebříčku indexu vnímání korupce Transparency International (www.transparency.de) jedno z čelních míst mezi nejméně zkorumpovanými ekonomikami na světě. Zdá se, že míra korupce je pro portfoliového investora důležitějším faktorem než fiskální a monetární politika dané země.

Závěr z hlediska makroekonomického: méně rozvinuté země mohou dlouhodobě uspět pouze do té míry, do jaké se jim daří napodobovat standardní praxi fungování vyspělých ekonomik, přičemž vyspělost institucí je v první řadě. Třetí cesty nejsou řešením.

4.3 Politické riziko – neviditelný nepřítel

Běžná volatilita kursů akcií a jiných cenných papírů patří mezi „vypočitatelná“ rizika, která lze „uchopit“ pomocí prostředků finanční matematiky. Kursy mohou kolísat více nebo méně, avšak je-li naše portfolio dobře diverzifikované, nemusíme se obávat, že bychom přišli o všechno. Pomocí výpočtů můžeme odhadnout budoucí volatilitu našeho portfolia a vypočítat možnou výši ztráty během daného investičního horizontu. Zcela jiný, mnohem zákeřnější charakter má riziko nepříznivého politického vývoje.

Burzovní krachy a ekonomické krize mají omezenou a dočasnou působnost. Dokonce představují pro investora spíše příležitost než hrozbu. Ale politické události v tomto století – války, revoluce, znárodňování – zlikvidovaly řadu dříve prosperujících akciových i obligacních trhů. Kdo dnes ví například o káhirské burze? Málokdo. A přece šlo kdysi o jeden z největších akciových trhů na světě, než se v roce 1962 stala obětí neúspěšného experimentu, známého jako „arabský socialismus“. A protože zaniklé akciové trhy bere jen málokdo v úvahu při statistických výpočtech historických výnosů, je politické riziko téměř neviditelné.

Význam politického rizika zkoumali Philippe Jorion a William Goetzmann, autoři rozsáhlého článku *Global Stock Markets in the Twentieth Century (Globální akciové trhy ve 20. století)*. Z jejich výzkumů vyplývá, že politické riziko představovalo pro investory ve 20. století nejzávažnější problém vůbec. Jeho význam daleko přesahoval vlivy běžných rizikových faktorů, kterým se obvykle věnují standardní učebnice financí. Autoři dospěli k názoru, že relativně vysoký reálný výnos akcií v USA během 20. století (průměrně 4,3 % ročně v období 1921 – 1996) byl spíše výjimkou než pravidlem. Reálná střední hodnota ročních výnosů ostatních zemí totiž během stejného období činila pouze 0,8 % ročně. Proč byly výnosy amerických akcií o tolik lepší? „Celosvětová“ střední hodnota výnosů ve výši 0,8 % ročně totiž zahrnuje i ztráty z akciových trhů, které zanikly nebo byly zrušeny.

Poněkud příznivější obrázek bychom získali, kdybychom srovnávali americké a světové akcie v rámci akciových indexů vážených podle velikosti HDP. Tab. 4.2 srovnává reálné výnosy celosvětových akciových trhů v letech 1921 – 1996. Poslední sloupec udává reálnou hodnotu hypotetického dolaru investovaného do příslušného indexu v prosinci 1920.

Tabulka 4.2 Výnosy a rizika globálních akciových trhů ve 20. století

Index	Roční výnosy (%)		Volatilita (%)	Konečná reálná hodnota (1996) 1 USD investovaného v prosinci 1920
	Aritmetický průměr	Geometrický průměr		
USA	5,48	4,32	15,83	27,3
Globální index akciových burz:				
Burzy, které přežily	4,98	4,33	12,08	27,3
Všechny burzy	4,59	4,04	11,05	21,9
Index burz mimo USA:				
Burzy, které přežily	4,52	4,09	10,02	22,2
Všechny burzy	3,84	3,39	9,96	13,1

Zdroj: Jorion a Goetzmann

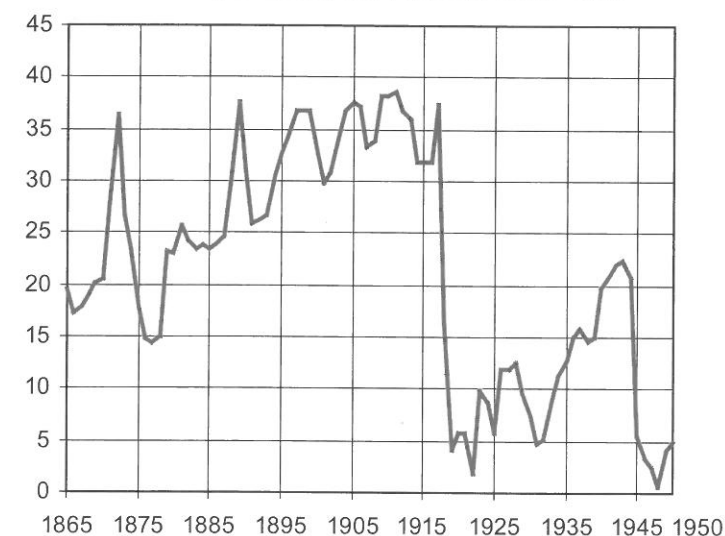
„Ekonomové obvykle používají data z historicky úspěšných zemí a tato data extrapolují do budoucnosti,“ varuje William Goetzmann, profesor financí z Yale School of Management. „Pokud použijete data ze zemí, které neuspěly, dostanete jiný obraz.“ Goetzmann upozorňuje na skutečnost, že pouhých sedm zemí na světě se může pochlubit prakticky nepřerušovanou historií obchodování na burze od 20. let až do 90. let 20. století (USA, Kanada, Velká Británie, Austrálie, Nový Zéland, Švédsko a Švýcarsko). Ale ani tyto trhy, které nebyly přímo zasaženy válkami či znárodňováním, se zcela nevyhnuly důsledkům válečných a jiných katastrof v zahraničí. Například ve Švýcarsku během mobilizace v roce 1940 poklesly kursy akcií o 40 %.

4.4 Německo

Příklad chování akciového trhu v období válek, krizí a nestability poskytuje Německo, které bylo během let 1865 – 1950 postiženo všemi myslitelnými katastrofami. První z nich byla světová hospodářská krize v 70. letech 19. století, která srazila hodnotu německých akcií na polovinu.

Ta však nebyla ničím ve srovnání s důsledky první světové války. Vzápětí bylo Německo postiženo další ranou – hyperinflací, která zcela znehodnotila vklady a obligace. V důsledku hyperinflace se jejich hodnoty dostaly mezi lety 1919 – 1923 na nulu, zatímco reálná hodnota německých akcií během stejného období vzrostla o 140 %.

Německý akciový trh v letech 1865–1950



(1969 = 100 bodů)

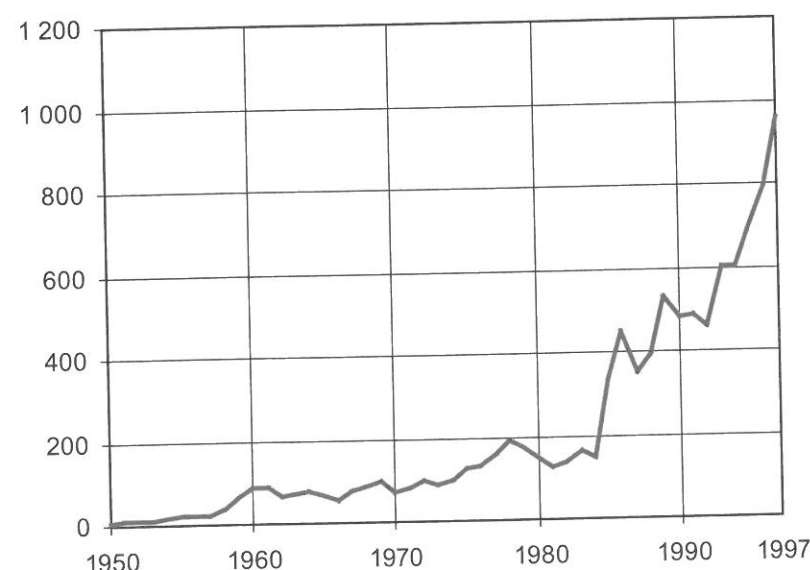
Zdroj: Global Financial Data

Růst akciových kursů ovšem trval pouze do roku 1928. V roce 1929 bylo Německo postiženo další ranou v podobě světové hospodářské krize. Nacistická propaganda z ní obviňovala zejména „plutokraty a židovské spekulanty“. Šlo o nesmyslnou pomluvu, která však na německé voliče naneštěstí platila. Nacistické zbrojení a druhá světová

válka byly doprovázeny dočasným hospodářským oživením, které se projevilo i růstem kursů akcií na německých burzách. Zlom nastal v roce 1943, kdy pod vlivem Hitlerových válečných neúspěchů byly úředně stanoveny minimální ceny akcií v Německu i na okupovaných územích včetně protektorátu Čechy a Morava. Z propagandistických důvodů bylo totiž nemyslitelné, aby kursy německých akcií výrazněji klesaly. Obchodování tehdy prakticky ustalo.

Po válce nastal v Německu volný pád akciových kursů, který trval až do roku 1948. Po něm následovalo slavné období německého hospodářského zázraku. Od té doby až do současnosti kursy německých akcií v zásadě odrážejí vývoj hospodářství: přes období občasných nejistot svědčí dlouhodobý vzestupný trend o dlouhotrvající prosperitě a sociální stabilitě. Průměrný výnos německých akcií dosáhl v období 1950–1995 hodnoty 12,53 % ročně. Průměrné roční zhodnocení akcií na ostatních vyspělých trzích bylo velmi podobné: 12,86 %. Německo se po druhé světové válce zařadilo mezi skupinu hospodářských vítězů.

Německý akciový trh v letech 1950–1997



(1969 = 100 bodů)

Zdroj: Global Financial Data

4.5 Československo a protektorát

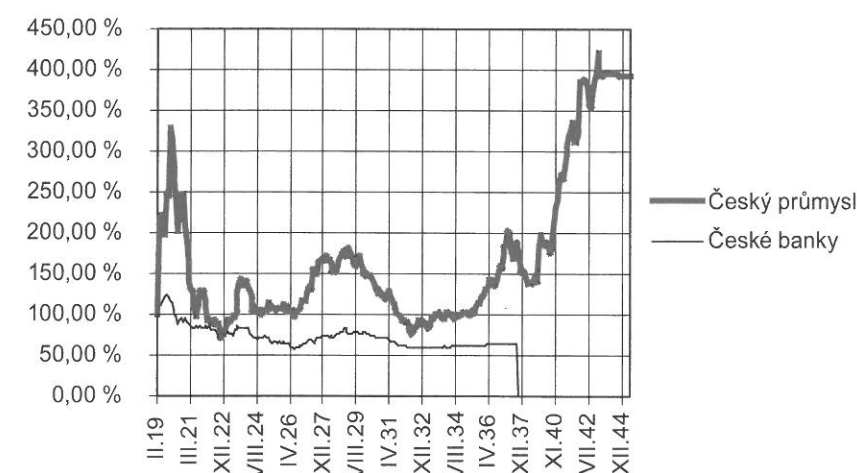
Také historie akcií předválečného Československa (a také protektorátu Čechy a Morava) vypovídá o řadě dramatických dějinných událostí. Po první světové válce došlo krátkodobě k euforickému růstu kursů československých akcií, který však byl začátkem 20. let vystřídán propadem. Jeho příčinou byla hospodářská krize, která byla částečně dědictvím války a částečně výsledkem velmi přísné monetární politiky ministra financí Aloise Rašína. Díky deflaci však nebyl propad akciových kursů tak dramatický, jak to

podle grafu vypadá. Ceny akcií průmyslových podniků se nepropadly o dvě třetiny, nýbrž v reálném vyjádření „jen“ asi o 40 %.

Zbytek 20. let byl ve znamení růstu. Počátkem 30. let však udeřila Velká hospodářská krize. Pád akcií na pražské burze přišel prakticky současně s newyorským Černým pátem – rychlé šíření informací a vysoká mobilita kapitálu není výsadou „internetového věku“. V nehlubším bodě poklesu, v květnu 1932, ztratily pražské akcie zhruba polovinu své hodnoty ve srovnání s říjnem 1929. Kursy československých obligací byly během této doby velmi stabilní, což je pěknou ilustrací skutečnosti, že princip diverzifikace je velmi praktická teorie. Mimochodem, na grafu si můžeme povšimnout velmi chabé výkonnosti indexu akcií československých bank. Československé banky nebyly ve 20. a 30. letech o nic lepší než české banky v 90. letech.

Velmi zajímavý obraz poskytuje historie akciových kursů v protektorátu Čechy a Morava. Po německé okupaci byla naprostá většina českých bank a makléřských firem „arizována“, tj. zabavena původním majitelům ve prospěch nových, „rasově čistých“ vlastníků. Toto období bylo doprovázeno dočasným zastavením burzovních obchodů. Záhy se však pražská burza opět otevírá a kursy akcií letí vzhůru. Válečný průmysl pracuje na plné obrátky a Německo potřebuje ocel z Poldovky a z Vítkovic, zbraně z plzeňské Škodovky a brněnské Zbrojovky. Euforie arizátorů končí v roce 1943 administrativní kontrolou akciových kursů, stejně jako v Německu. Tím je historie pražské burzy na dlouhou dobu uzavřena. Po válce, jak víme, se akcie českých podniků staly obětí nikoli hnědých, ale rudých politických extrémistů...

Československé (české) akcie v letech 1919–1944



Zdroj: Global Financial Data

4.6 Ruské a sovětské obligace

Rusko se v 90. letech 19. století stalo miláčkem západních investorů. Oblibě se těšily ruské akcie i státní obligace. Z jejich výnosů carská vláda financovala například stavbu

Transsibiřské magistrály. Málokdo z cestujících na této dráze si dnes uvědomí, že koleje napříč Sibiří byly položeny za převážně francouzské peníze. A ještě méně z nich ví, že většinu těchto půjčených peněz Rusko nikdy nevrátilo.

Před sto lety zahraniční investoři pevně důvěřovali schopnosti Ruska splácet dluhy, což se projevovalo v dlouhých dobách splatnosti těchto dluhů. Například vládní dluhopisy vydávané v 90. letech 19. století mívaly typicky osmdesátiletou dobu splatnosti. Zdalipak si komunistický vůdce Leonid Brežněv, za jehož vlády v 70. letech měly být tyto dluhopisy teoreticky splaceny, na ně alespoň na okamžik vzpomněl?

V očích bolševiků zahraniční investice a hospodářský růst zpomalovaly průběh revoluce. „Každý francouzský občan, který investuje do těchto dluhopisů,“ prohlásil komunistický spisovatel Maxim Gorkij, „je spoluvíníkem organizovaného vyvražďování národa.“ Dne 27. prosince 1917 vydala sovětská vláda dekret o znárodnění všech komerčních bank bez náhrady akcionářům, a to bez ohledu na to, zda byli domácí nebo zahraniční. Všechny závazky byly prohlášeny za neplatné, všechny dluhy byly ignorovány. Jednalo se o naprosto bezprecedentní událost – o zcela jasné a jednoznačné porušení zásad mezinárodního práva. Nikdy v dějinách dosud nedošlo k něčemu podobnému. Sovětské Rusko zůstalo dlužno obrovské částky.

Přesto si však Západ dlouhou dobu odmítal připustit, že by ruské cenné papíry náhle ztratily veškerou hodnotu. Britský tisk se například domníval, že bolševici si nedovolí vyvlastnit podniky trvale, protože budou potřebovat zahraniční kapitál. Zahraniční investoři však přišli o všechno. Sovětský svaz se ocitl na černé listině a v mnoha zemích mu bylo zákonem zakázáno půjčovat peníze. Poučení: nikdy se příliš nespolehat na pragmatismus levicových diktátorských režimů.

Teprve nástup Gorbačova v 80. letech znamenal průlom. Rusko si po desetiletích komunistické stagnace uvědomilo naléhavou potřebu peněz. Nová generace západních finančníků již nepamatovala obrovské ztráty v roce 1917 a považovala SSSR – tehdy ještě jednu ze dvou supervelmocí – za důvěryhodného partnera. O první veřejnou emisi sovětských dluhopisů v celkové hodnotě 100 milionů švýcarských franků v roce 1988 byl obrovský zájem. Manažer této emise uvedl, že „sovětské dluhopisy se setkaly s překvapivým zájmem investorů – včetně švýcarských, u kterých lze předpokládat velmi konzervativní přístup.“ Západní bankéři se bezmála prali o možnost půjčovat peníze sovětskému režimu. O deset let později mají tehdejší „skvělé investice“ pouhý zlomek své původní hodnoty.

Ukázalo se, že mezinárodní banky, brokerské firmy a investiční společnosti dokáží být neuvěřitelně naivní. Před sto lety ještě bylo možné pochopit značnou lehkomyšlnost investorů, kteří kupovali obrovská kvanta ruských dluhopisů. Dělat stejné chyby po zkušenostech s bolševickým režimem se však zdá neuvěřitelné. Pokud něco předčí naivitu západních bank, je to naivita západních vlád, které pokládaly ruské reformní politické síly za spolehlivého partnera. Jedině sovětsští disidenti si o skutečném stavu věcí nedělali iluze. Vladimir Bukovskij, který byl v 70. letech vyhoštěn ze Sovětského svazu, v roce 1987 napsal: „Za pět až sedm let celé stádo socialistických krav, vykrmených péčí západních ošetřovatelů, zaslechne volání sovětského honáka a opustí bohaté pastviny kapitalismu. V tomto okamžiku budou západní bankéři a podnikatelé počítat své ztráty, přesně jako nyní v případě půjček Třetímu světu. Budou pronášet hněvivé projevy a hrozby, ale daňoví poplatníci a akcionáři je nakonec vytáhnou z problému.“

Stalo se přesně to, co Bukovskij předpovídal. Již za 5 let, v roce 1992, se jednalo o „úpravě platebního kalendáře“ – tedy o odložení splátek sovětských dluhů. Šlo a faktické vyhlášení platební neschopnosti. Ale ani tato zkušenost nezabránila zahraničním bankám a investorům, aby se opakovaně nepálili o stále stejná rozžhavená kamna. Mezi bankéře, kteří se odmítli poučit ze zkušeností, patří i bývalí manažeři České spořitelny, kteří během finanční krize v roce 1998 „utopili“ v ruských obligacích asi 3 miliardy korun. Své ztráty v Rusku počítal dokonce i tak zkušený finančník, jakým je George Soros. V roce 1998 přišel jeho největší fond Quantum o 2 miliardy dolarů (tj. asi o 20 % ze své celkové hodnoty) právě v důsledku nezdařených spekulací na moskevské burze.

4.7 Rusko v Putinově éře

Vladimír Putin se dostal k moci začátkem roku 2000. Za 8 let, které následovaly po jeho příchodu do prezidentského úřadu, se Rusko ekonomicky povzneslo, začalo spolehlivě splácet své obligace, životní úroveň vzrostla a země znovu získala pocit, že je mezinárodní velmocí. Kromě toho Putinova administrativa velmi cílevědomě pronásledovala tzv. oligarchy, miliardáře, kteří během 90. let kapitalizovali své konexe a privilegované informace z období SSSR.

Ekonomická stabilizace Ruska nicméně byla spíše zásluhou vysokých cen ropy než Putinovy hospodářské politiky, která nebyla perfektní. Z větší části spočívala v utrácení peněz získaných exportem ropy, plynu a dalších surovin. Putinovi se ovšem nešťastným způsobem „dařilo“ velmi oslabovat důvěru mezinárodních investorů.

Příklad: Britská ropná společnost BP si slibovala obrovské zisky z investic v Rusku. Již si je neslibuje. Koncem června 2007 odprodala BP „dobrovolně“ své ruské investice státem řízené společnosti Gazprom. BP doposud investovala do rozvoje ložisek zemního plynu v sibiřské Kovyktě asi 600 milionů dolarů. V rámci složitého kontraktu vynuceného ruskou vládou obdrží BP kompenzaci ve výši 600 – 900 milionů. Sice nepřišla o peníze „leninskou cestou“, ale obdržela jen malý zlomek potenciálních výnosů.

Již v roce 2006 vláda donutila firmy Royal Dutch Shell a Mitsui odprodat svá naleziště na ostrově Sachalin. Příběh ropné společnosti Yukos, kterou vláda zkonfiskovala v roce 2004 na základě vykonstruovaného obvinění z daňových úniků, je všeobecně známý. Manažeři a majitelé firmy TNK-BP (společný podnik BP a ruské firmy Alfa Group) měli alespoň to štěstí, že nebyli odsouzeni v inscenovaném procesu jako Michail Chodorkovskij ani otráveni jako Alexandr Litviněnko.

Příběh Yukosu měl ještě v červnu 2007 zajímavou dohru. Auditorská společnost Price-WaterhouseCoopers – jedna z největších a nejrenomovanějších světových firem ve svém oboru – oznámila, že prohlašuje své audity Yukosu za období 1995 – 2004 za neplatné. Opatření podstatně ztíží případné možnosti odvolání proti konfiskaci Yukosu u mezinárodních soudů. Tomuto kroku předcházely dlouhodobý nátlak ze strany ruských úřadů posílený policejní razíí v moskevských kancelářích v březnu 2007 a vyšetřováním pro údajné daňové úniky. V sázce byla i licence a pravděpodobně i vládní nátlak na klienty PwC.

Ruská vláda se občas chová podle pravidla „co je tvoje, je i moje, a co je moje, do toho ti nic není.“ Svéráz ruského přístupu k soukromému vlastnictví není novinkou. Jeho kořeny sahají až do období 1239 – 1480, kdy Rusko bylo ovládáno Mongoly a Tatary.

Veškeré území a lid jej obývající byly považovány za osobní majetek chána. Poté, co se mongolský stát samovolně rozpadl, ruská knížata zachovala jeho politickou kulturu. „Majetkové poměry definovaly ruský absolutismus velmi odlišně od západoevropských poměrů; šlo spíše o poměry podobné Orientu,“ uvádí Richard Pipes.

Po pádu komunismu se k majetku dostali „tržní komsomolci“: původně mladé kádry, které v 80. letech vyškolila KGB v tržní ekonomice a financích. Když však jejich moc začala konkurovat Kremlu, Putin ukázal, kdo je v zemi pánem. Ruské experimenty s demokracií v 90. letech 20. století byly patrně jen historickou aberací od dlouhodobého normálu.

Z historické perspektivy nejsou tedy kauzy Yukos, BP, Shell, Mitsui a PwC ničím překvapujícím. Jejich problémy lze vysvětlit stručnou ruskou větou „это такая традиция“. Vladimír Putin pouze navazuje na přerušenu kontinuitu. Každý západní investor, který se domnívá, že mu v Rusku něco „patří“, se může ošklivě mýlit: zjistí, že jeho „vlastnictví“ mu bylo jen podmíněně a dočasně propůjčeno. Potenciálně ohroženy jsou zejména investice v oblasti přírodních zdrojů a financí, které mohou být předmětem „strategického zájmu.“

Tím není řečeno, že by západní investoři měli Rusko bojkotovat. Rusko má velký potenciál a suroviny; Západ má vyspělou techniku a nadbytek kapitálu. Obě strany se navzájem potřebují. Ze strany Západu je ovšem zapotřebí hodně opatrnosti.

Putinův předchůdce Jelcin měl smůlu, že za jeho vlády koncem 90. let ceny ropy poklesly na dlouhodobé rekordní minimum. Důsledkem byla částečná platební neschopnost státu v roce 1998, bankovní krize a pokles kursu rublu z 6 RUR/USD na zhruba 24 RUR/USD. V březnu 2008 byly ovšem ceny ropy v dolarovém vyjádření asi desetinásobně vyšší než v roce 1998. Státní pokladna byla doslova přeplněná, takže přebytečné desítky miliard jsou investovány v rámci vládních finančních rezerv do zahraničních cenných papírů.

Putinovou zásluhou ale zůstává, že zavedl do veřejných financí elementární pořádek, což je v ruské historii epochální a nebyvalá inovace. Týká se to i zmíněného rezervního fondu, který byl vytvořen podle norského vzoru. Tím se Putin podstatně liší od svých předchůdců a je naděje, že Bukovského pesimistická předpověď se tentokrát nenaplní.

Za Putina se také začal kultivovat trh ve všech oblastech. Počínaje maloobchodem, který byl tradičně v Rusku noční můrou, až po regulaci finančních a akciových trhů. Zde se Rusové přizpůsobili západním požadavkům, protože vědí, že možnost obchodování ruských akcií například na londýnské burze výrazně zvyšuje jejich bohatství a likviditu. Za Jelcina se říkalo „privatizácija – prichvatizácija“, od slova *прихватить* neboli chytit, vzít. Dnes je tomu jinak, výstřelky transformačního období jsou věci minulosti, podobně jako v České republice.

Nerostné bohatství však není jen štěstí, ale i potíž. Snadné exportní výdělky mají za následek, že vyspělejší odvětví stagnují. Vývoz strojů a zařízení dosahuje jen asi 5,1 % hodnoty z celkového objemu exportu. Podíl automobilů je zanedbatelných 0,25 %. Přitom Rusko by mohlo mít dobré podmínky pro tento průmysl. Ruská ekonomika stojí na vývozu surovin, energie, rud, v lepším případě kovů, chemikálií nebo polotovarů. Tradiční průmysl již jen přežívá a téměř úplně chybí „hi-tech“ průmysl.

Z hlediska struktury ekonomiky je rovněž pozoruhodné, že asi polovina ruské střední třídy pracuje pro stát. Jen asi 25 % zaměstnanců pracuje pro drobné a střední podniky, zatímco ve vyspělých zemích je to kolem 70 %. Dědictví komunistické centralizace a byrokracie nebylo překonáno ani v dnešním ruském kapitalismu.

Putinova cesta k bohatství měla ovšem své nepříznivé vedlejší důsledky. Ekonomická teorie říká, že majetková nejistota velmi účinně tlumí jakékoli dlouhodobé fixní investice. Právní nejistota spojená s Putinovou konsolidací moci skutečně dosti důkladně odradila většinu potenciálních zahraničních investorů. Rusko je tedy momentálně zajímavé pro akciové investory a spekulanty, ale dlouhodobý kapitál tvořící pracovní místa se do země nijak zvláště nehrne.

Důsledky pro investora z České republiky?

Přímé investice do Ruska zůstávají vysoce rizikové. Nelze paušálně tvrdit, že co projekt, to ztráta, ale riziko, kterému čelí strategičtí investoři, je paradoxně podstatně vyšší než riziko drobných akcionářů. Ty totiž ruská vláda a velké ruské korporace potřebují, zatímco strategičtí investoři jsou často vnímáni jako nevídaní konkurenti.

Závěr: Rusko – země velkých příležitostí i rizik. Na místě je značná dávka optimismu, ovšem kombinovaná s ruským rčením „dověřaj, no prověřaj“. Důvěřuj, ale prověřuj.

4.8 Korupce hraje roli

Mezi politická rizika patří také vliv korupce. Vliv úplatků zhoršuje alokaci zdrojů v rámci ekonomiky, a tím snižuje její celkovou výkonnost. To znamená negativní vliv na výnosy podniků, a tedy i na ceny jejich akcií. Kromě toho je korupce doprovodným jevem řady dalších negativních jevů: špatné ochrany vlastnických práv (včetně rizika „tunelování“), malé účinnosti soudů a jiných institucí. Korupce umožňuje, aby celkem neškodný pokles akcií přerostl ve vážnou hospodářskou krizi (viz kapitola 6 – Dynamika a diagnostika burzovních krachů).

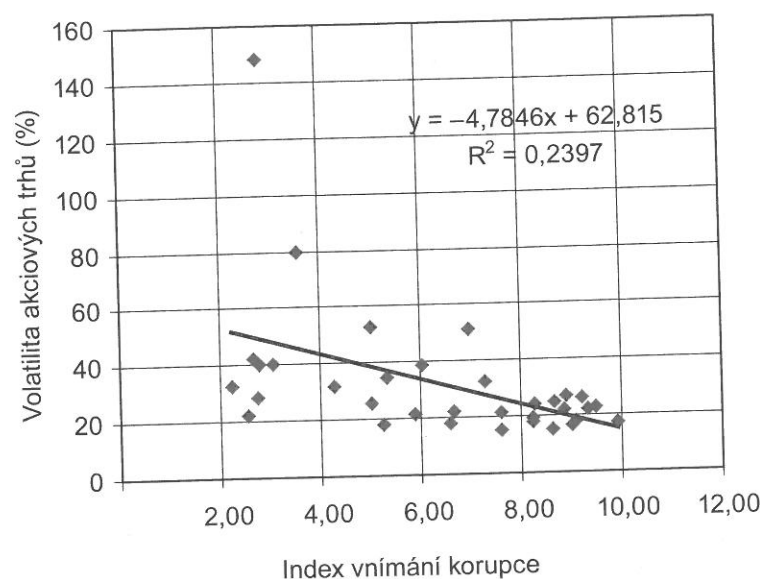
Index vnímání korupce, publikovaný neziskovou mezinárodní organizací Transparency International, je měřítkem korupce pro řadu zemí. Je sestavován od roku 1995 na základě pečlivě vyhodnocovaných informací, které pocházejí z různých zdrojů. Proto představuje pravděpodobně nejlepší způsob, jak korupci měřit a srovnávat. O existenci indexu vnímání korupce zatím ví relativně málo investičních bankéřů nebo analytiků. Lze však ukázat, že korupční index může být velmi užitečný pro praktické investiční rozhodování. Kdyby Victor Niederhoffer znal a používal tento index, mohl se vyhnout velkým sázkám na velmi rizikový thajský trh a výkonnost jeho fondů by dodnes mohla oslňovat klienty. Totéž platí pro všechny, kdo ztratili peníze na ruských cenných papírech.

• Index vnímání korupce a akcie

Investice do akciových trhů ve vysoce zkorumpovaných zemích jsou spojeny s významně zvýšeným rizikem (měřeno volatilitou výnosů) ve srovnání s akciovými trhy méně zkorumpovaných zemí – viz *horní graf na straně 109*.

Zvýšené riziko však není kompenzováno vyššími výnosy. Rizikové akciové trhy vysoce zkorumpovaných zemí (*graf na str. 108*) poskytly investorům podprůměrné výnosy (*grafy na str. 108, 109*).

Riziko vysoké volatility akcií ve vysoce zkorumpovaných zemích je ještě zhoršeno rizikem nízké likvidity a špatné regulace kapitálových trhů. Tyto rizikové faktory, které nemohou být měřeny volatilitou akciových trhů, jsou obvykle mnohem významnější právě ve vysoce zkorumpovaných zemích. Průměrný akciový investor by udělal lépe, kdyby se akciovým trhům v takovýchto zemích vyhýbal. Není žádný důvod podstupovat vyšší riziko pro dosažení výnosů, které nejsou lepší, než jakých je možné dosáhnout v málo zkorumpovaných ekonomikách. Přestože neexistuje žádná záruka, že se historie bude opakovat, argument proti akciovým investicím ve vysoce zkorumpovaných zemích je příliš silný, než aby jej bylo možné ignorovat.



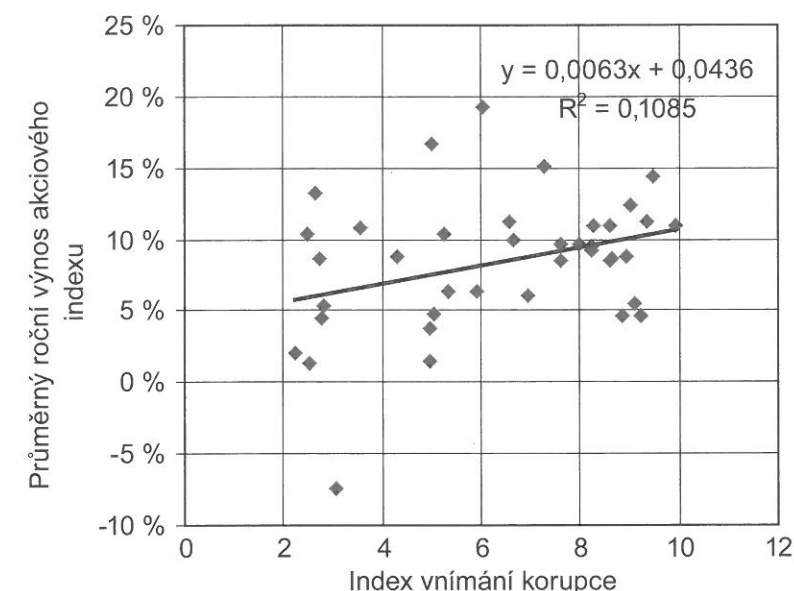
Graf Index vnímání korupce a volatilita akciových trhů

• Index vnímání korupce a dluhopisy

Index organizace Transparency International může být použit jakožto nástroj ratingového hodnocení zemí. Koncem 90. let dokonce v tomto směru fungoval lépe než ratingy renomovaných agentur. Ačkoli index TI je publikován teprve od roku 1995, lze ukázat, že jej bylo možné použít jako včasný indikátor bankrotů nebo bankovních krizí (viz tab. 4.3). Index například včas varoval před problémy jihoasijských ekonomik a před ruskou krizí v roce 1998. Zde se index korupce osvědčil mnohem lépe než ratingy agentur Moody's nebo Standard & Poor's.

Index vnímání korupce je kladně korelován s procentem špatných úvěrů v bankovním sektoru. Tab. 4.3 poskytuje čísla pro země postižené asijskou krizí koncem 90. let, pro Českou republiku a pro Austrálii (která je uvedena pro srovnání jako méně zkorumpovaná země). Korupcí v bankovním sektoru (a z ní vyplývající neefektivní alokace kapitálu) lze vysvětlit, proč index korupce může sloužit jako včasné varování před bankroty a finančními krizemi. Relativně nízká hladina špatných úvěrů na Filipínách kontrastuje s velmi nepříznivým indexem vnímání korupce pro tuto zemi. To však může být vysvětleno faktem, že filipínský bankovní sektor je již od počátku století ovládán zahraničními

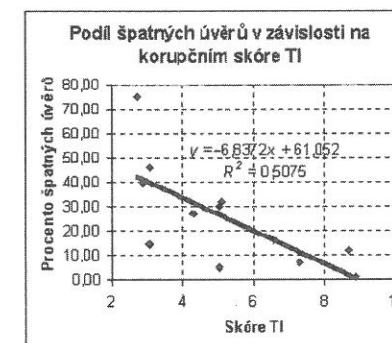
(převážně americkými) bankami, a je tudíž „čistší“ než zbytek filipínské ekonomiky. V případě Tchaj-wanu, jehož korupční skóre rovněž není nejlepší, přispívá k nízkému podílu špatných úvěrů velmi přísná regulace bankovníctví.



Graf Index vnímání korupce a výnosy akciových trhů

Země	Skóre TI 1997	% špatných úvěrů 1999
Austrálie	8,86	1,00
Singapur	8,66	12,00
Hongkong	7,28	7,00
Japonsko	6,57	16,00
ČR	5,07	32,00
Tchaj-wan	5,02	5,00
Malajsie	5,01	30,00
Korea	4,29	27,00
Thajsko	3,06	46,00
Filipíny	3,05	14,50
Čína	2,88	40,00
Indonésie	2,72	75,00

Zdroj: Transparency International, AsiaWeek



Graf Index vnímání korupce a špatné úvěry

Tabulka 4.3 Index vnímání korupce jako ratingový nástroj

Pořadí	Země	Index TI	Události
1	Dánsko	9,94	
2	Finsko	9,48	
3	Švédsko	9,35	
4	Nový Zéland	9,23	
5	Kanada	9,10	
6	Nizozemí	9,03	
7	Norsko	8,92	
8	Austrálie	8,86	
9	Singapur	8,66	
10	Lucembursko	8,61	
11	Švýcarsko	8,61	
12	Irsko	8,28	
13	Německo	8,23	
14	Velká Británie	8,22	
15	Izrael	7,97	
16	USA	7,61	
17	Rakousko	7,61	
18	Hongkong	7,28	
19	Portugalsko	6,97	
20	Francie	6,66	
21	Japonsko	6,57	B
22	Kostarika	6,45	
23	Chile	6,05	
24	Španělsko	5,90	
25	Řecko	5,35	C
26	Belgie	5,25	
27	Česká republika	5,20	C, B
28	Maďarsko	5,18	
29	Polsko	5,08	
30	Itálie	5,03	
31	Tchaj-wan	5,02	
32	Malajsie	5,01	C, B
33	Jižní Afrika	4,95	
34	Jižní Korea	4,29	C, B, D
35	Uruguay	4,14	
36	Brazílie	3,56	C
37	Rumunsko	3,44	
38	Turecko	3,21	
39	Thajsko	3,06	C, B, D
40	Filipíny	3,05	C
41	Čína	2,88	B
42	Argentina	2,81	
43	Vietnam	2,79	

Pořadí	Země	Index TI	Události
44	Venezuela	2,77	
45	Indie	2,75	C
46	Indonésie	2,72	C, B, D, V
47	Mexiko	2,66	
48	Pákistán	2,53	
49	Rusko	2,27	C, B, D, G
50	Kolumbie	2,23	
51	Bolívie	2,05	
52	Nigérie	1,76	

Zdroj: Transparency International, ING Investment Management

Události v letech 1997 – 1998:

C: měnová krize

B: bankovní krize nebo vysoké procento špatných úvěrů

D: masivní vlna bankrotů

G: platební neschopnost vlády

V: násilné pouliční nepokoje

Poznámky:

1. V tabulce jsou použity hodnoty indexu vnímání korupce publikované 31. července 1997, přičemž hodnocení z roku 1996 nebylo podstatně odlišné. Detaily je možné najít na adrese www.transparency.de, kde je rovněž vysvětlena metodika tvorby indexu vnímání korupce.
2. Seznam událostí, které jsou uvedeny v tabulce, si neklade nároky na úplnost.

4.9 Praktické závěry

- **Emerging markets mají obecně mnohem nižší dlouhodobé průměrné výnosy, než na jaké lze soudit podle krátké historie let 2002 – 2007.** Lze zde jednoduše ukázat, že šlo o historicky anomálně vysoké výnosy, které se nemohou trvale opakovat.
- **Politické riziko bylo ve 20. století vůbec nejvýznamnější příčinou ztrát na kapitálových trzích.** Je proto nutné věnovat mu náležitou pozornost a nepodceňovat je. Skutečnost, že politické riziko nelze jednoduše měřit, neznamená, že neexistuje.
- **Velmi výraznou roli hraje historie, někdy dokonce i velmi dlouhá historie.** Například investoři, kteří v 80. letech 20. století kupovali sovětské státní obligace, se mohli vyhnout těžkým ztrátám, kdyby si vzpomněli na historii carských obligací, které bolševická vláda odmítla splácet. Investoři, kteří v 90. letech kupovali ruské obligace během Jelcinovy vlády, by opět ušetřili mnoho miliard dolarů, kdyby si vzpomněli na trpké zkušenosti svých předchůdců se sovětskými dluhopisy. Tato zkušenost se netýká jenom Ruska a vyvlastňování majetku. Jakékoli omezování vlastnických práv (včetně omezení konvertibility měny a možnosti disponovat majetkem) představuje pro investora nežádoucí rizikový faktor.
- **Pro českého investora je politické riziko zvláště ožehavou otázkou,** uvážíme-li, že také my sami máme špatné zkušenosti s hromadným porušováním vlastnických práv minoritních akcionářů v 90. letech. Také v tomto případě šlo o důsledek politického rizika, protože dominantní české politické síly byly v letech 1993 – 1997

toho názoru, že akciový trh nepotřebuje spolehlivý právní rámec. Proto je z hlediska českého investora velmi rozumné umístit část svých aktiv do zahraničních cenných papírů. (O tzv. měnové reformě v roce 1953 raději pomlčme. Doufejme, že podobné katastrofy se již v naší zemi nebudou opakovat.)

- **Globální diverzifikace portfolia má smysl.** Graf na str. 108 ukazuje, že mezinárodní diverzifikace přináší pokles volatility portfolia ve srovnání s čistě americkým akciovým portfoliem. Toto snížení volatility šlo sice na úkor celkových výnosů, avšak přesto se nejednalo o jednoznačně nevýhodnou výměnu. Politické riziko tedy lze diverzifikovat na mezinárodní úrovni. Pokles volatility díky mezinárodní diverzifikaci nastává i v případě, kdy neprovádíme žádnou analýzu politického rizika. Tato analýza však může výrazně zvýšit výnosy (či omezit možné ztráty).
- **Mezi politická rizika patří též riziko inflace.** Inflace je především otázkou objemu peněz v ekonomice. Ten je zase v rukou centrální banky, protože nikdo jiný nemá k dispozici stroje na tisk peněz. Jestliže centrální banka podléhá jakýmkoli způsobem vlivu vládnoucích politiků, hrozí investorům eminentní nebezpečí poklesu reálné hodnoty cenných papírů. Nebezpečí se týká především pevně úročených cenných papírů, které jsou standardně pokládány za méně rizikové než akcie.
- **Korupce je významným zdrojem rizika, které nepřináší vyšší výnosy.** Některé druhy rizika přinášejí investorům „odměnu“ v podobě vyšších výnosů. Jiné typy rizika představují zbytečný hazard. Riziko, které na investory číhá v rozličných podobách ve vysoce zkorumpovaných zemích, patří do druhé skupiny.
- **Existuje několik kritérií, která politicky bezpečná země musí splňovat:** dostatečně dlouhá historie burzovních obchodů (padesátiletá historie poválečné západní Evropy se zdá být dostačující), vysoký standard dodržování lidských a občanských práv (nejde jen o politické vězně a svobodu tisku – také vlastnická práva zahraničních investorů patří do kategorie občanských práv), konvertibilní měna, přiměřeně nízká inflace, nezávislá centrální banka osvobozená od vlivů politických stran, demokratický politický systém (a to nikoli jen formálně) a nízká úroveň korupce.

Politické riziko hraje obrovskou roli, ale naštěstí lze vybírat málo politicky rizikové země podle standardů, které byly uvedeny v předchozím odstavci. Tyto standardy jsou poměrně přísné, ale jejich dodržování vede k velmi vysokému stupni bezpečnosti akciového i obligačního portfolia. Jde vlastně o charakteristiky zemí, o kterých William Goetzmann hovoří jako o těch, které v průběhu historie uspěly. Existují dobré důvody domnívat se, že v budoucnosti rovněž uspějí – stejně jako jejich kapitálové trhy.

4.10 Monika odchází do penze – příběh o politickém riziku

Vlády dokážou lidem udělat ze života peklo, ať už svojí činností nebo nečinností. Příběh je fiktivní úvahou o tom, jak by se také mohla vyvíjet česká ekonomika a společnost, pokud se české vlády budou konzistentně chyběně stavět k některým závažným problémům, například k penzijní reformě.

Praha, leden roku 2038. Monika (ročník 1968) opouští své pracoviště. Navždy. Od února jí bude sedmdesát a má tudíž nárok na státní starobní důchod. Její místo nezůstane volné ani den: brousí si na ně zuby celá řádka ještě svěžích šedesátníků. Každý si chce před

důchodem ještě vydělat. Práce pro starší je dost, takže nedávné zvýšení důchodového věku nezpůsobilo růst nezaměstnanosti.

Monika sama opouští svoji práci se smíšenými pocity. Na jedné straně si ráda odpočine... ale na druhé straně se děsí toho, co bude následovat. Měsíční penze ve výši 1 300 euro – méně než třetina její poslední čisté mzdy – by kdysi byla považována za velmi slušné peníze. Dnes, v roce 2038, umožní stěží přežít. Moničin životní standard nebyl přehnaně náročný: byt na Chodově, nepříliš daleko od pražského centra. Malý ojetý elektromobil, který na jedno nabití dojede právě tak k nejbližšímu nákupnímu centru a zpět.

Moničin byt o rozloze padesát metrů čtverečních má prostorovou televizi a všechny další elektronické hračky pro ukrácení volného času. Takové věci dnes ostatně stojí pakatel. Zaplatit energii, vodu, daň z nemovitostí a základní potraviny se ovšem prodraží. Za jejího mládí se u většiny bytů platil nájem nebo hypotéka. Dnes jsou nájemní byty doménou chudých imigrantů a většina hypoték je splacena. Bytů je dnes na trhu nadbytek. Během první čtvrtiny století lidé považovali za skvělý nápad investovat své peníze do bydlení s tím, že na důchod budou žít ve svém a ještě pobírat nájemné ze své investice.

Jenže pak se ukázalo, že bytů je na trhu více než nájemníků. Přetlak výstavby z období 10. a 20. let způsobil, že z většiny bytů se stala nepříliš výdělečná nebo dokonce ztrátová investice. Do značné míry se opakoval vývoj v Německu, kde od 80. let 20. století byl reálný cenový růst bytů záporný. Výjimkou bylo historické centrum od Dejvic po Vinohrady, které nejprve ovládli bohatí Italové a Rusové, později také Číňané, Indové a příslušníci „ropných národů“. Rozsáhlá sídliště, kterým padla za oběť většina lesů v širokém prstenci od Unhoště přes Jílové u Prahy až po Mnichovice, se však ukázala být ekonomickým propadákem.

Očekávání růstu cen novostaveb byla založena na předpokladu neustále rostoucí poptávky. Ten se nevyplnil. Namísto mladých solventních manažerů, o nichž většina pronajímatelů snila, přišli nezamožní Turci, Alžíráné, Pákistánci, Nigerijci, Laosané a mnozí další. Konzervativním Čechům to zpočátku vadilo, ale pak si zvykli, jako ostatně vždy a na všechno ve svých dějinách. Pronajmete svůj druhý byt jemenské rodině za pár stovek euro měsíčně, anebo jej necháte prázdný, bez výnosu a s povinností platit poplatky a daň z nemovitostí? Bylo to právě radikální zvýšení této daně v rámci reformy veřejných financí z roku 2025, které přimělo české majitele bytů hledat nájemce takřka za každou cenu.

Monika nyní uvažuje, že si přibere spolubydlící a rozdělí se o náklady spojené s bydlením. Dělá se to tak běžně. Má pár dobrých přítelkyň z dámského klubu ve své čtvrti. Ale snad to nebude zapotřebí, naštěstí má syna, který ji podporuje. Často a ráda o něm v klubu mluví. Dámy se pravidelně scházejí, povídají si, kritizují stále rostoucí ceny (ano, samozřejmě, vláda tvrdí, že inflace se pohybuje kolem 2,5 %, ale my víme svoje) a pyšně ukazují obrázky vnoučat, pokud je mají. Monika má štěstí, její syn Martin je otcem krásných dvojčat, která se před čtyřmi lety narodila jeho americké ženě Lucienne.

Martin je elektroinženýrem a před časem využil imigrační pobídku americké vlády. Na přelomu století nebylo běžné, aby vlády podporovaly imigraci ve velkém. Investiční pobídky lákaly kapitálové investice, ale na trhu pracovních sil převládalo ochranářství. Jenže zanedlouho si vlády začaly uvědomovat, že peněz je ve světě nadbytek, ale lidský kapitál je vzácný.

Pod tlakem většinové populace navíc přijaly vlády některých států – zejména USA, Velké Británie a Austrálie – opatření na podporu bělošské populace. Politická korektnost sem, politická korektnost tam, primitivní rasové instinkty způsobily, že bílí obyvatelé východní Evropy byli v kursu. Zejména, pokud byli mladí a vzdělaní. Amerika si uvědomila, že potřebuje novou krev a nové mozky – a to pokud možno takové, které budou vyznávat americké hodnoty.

Tak se stalo, že jednoho krásného dne Martin přiletěl do Nového Yorku a ještě tentýž den při slavnostní ceremonii pod Sochou svobody přísahal věrnost Spojeným státům americkým. Díky jeho původu a vzdělání se Martinova naturalizace obešla bez mezičlánku v podobě zelené karty. Spolu s ním tento obřad podstoupilo dalších několik set mladých Čechů.

Tito čerství Američané neutíkali ze své vlasti kvůli hladu ani kvůli politickému pronásledování jako jejich předchůdci z 19. a 20. století. Hlavním motivem bylo daňové břemeno, možnost seberealizace a hlavně únik z gerontokracie, jak posměšně nazývali politicko-ekonomický systém vládoucí v České republice a vlastně i v mnoha jiných zemích Evropské unie.

Gerontokracie byla přímým důsledkem demokracie spojené se stárnutím populace. Voličstvo stárlo, a s tímto procesem se měnily i jeho preference. Strany se předháněly v nabídce životních jistot a výhod pro seniory. Ale každou sociální výhodu musí někdo zaplatit. Politici se snažili zavděčit starším ročníkům na účet mladších a bohatších. Předpokládalo se, že hegemonie voličů v důchodovém a předdůchodovém věku umožní zvýšit daně a štedrý sociální stát slibující důchodcům jistoty zůstane zachován.

Teoretické možnosti permanentní vlády důchodců – gerontokracie – se věnovali již v roce 2001 němečtí ekonomové Hans-Werner Sinn a Silke Übelmesserová. Ve své práci nazvané „Kdy Němce uvězní v pasti jejich penzijní systém?“ si položili otázku, kdy demografické změny přinesou permanentní vládu starců. Spočítali, že do roku 2023 zůstane střední věk voličů v Německu pod kritickou hranicí, což znamená, že reforma penzijního systému byla demokraticky prosaditelná v tomto termínu. Po roce 2023 se podle propočtů Sinna a Übelmesserové stane Německo gerontokratickou společností, kde starší rozhodují o mladých. „Pouze strach, že mladí mohou emigrovat (a snad jistý altruismus) zabrání důchodcům úplně vysát produktivní generace,“ uváděla práce z roku 2001.

Rok 2023 minul a v Německu k žádné skutečné penzijní reformě nedošlo. O rok později byl tehdy šestasedmdesátiletý Sinn hostem televizního kanálu ZDF. Na otázku, kde se stala chyba, odpověděl: „Nikdy jsem nebyl extrémistou v tom smyslu, že bych chtěl zrušit průběžný státní penzijní systém. Nicméně, když se státní penzijní systém vymkne svými rozměry kontrole, představuje zásadní překážku tvorbě lidského kapitálu. Přehnané přerozdělování představuje morální hazard, v jehož důsledku byli rodiče demotivováni k tomu, aby měli děti. Když se spoléháte na státní důchod, proč se věnovat rodině? Ale lidé zapomínali na to, že jejich budoucí penze budou beztak muset platit jejich děti. Děti, které se lidé rozhodli nemít. Chybou byl přepjatý důraz a přehnaná důvěra ve státní pilíř penzijního systému.“

V roce 2023 byl mediánový věk německých voličů 53 let; o sedm let více než v roce 2000. Na reformu bylo pozdě. Česká ekonomika měla v tomto směru výhodu: její růst dlouho táhla generace 70. let, která v Německu zdaleka nebyla tak početná. Vláda se domnívala,

že početně slabší, ale přesto významná generace 2000 – 2010 vykoná podobnou službu. Ale vláda miní a lidé mění.

Ti mladší a bohatší zkrátka odešli, utekli, emigrovali, vzali roha, případně kramle. Česká republika se stala zemí důchodců. Většina mladých lidí a dětí měla plet' v různých odstínech hnědé. Přišli z chudých zemí, vydělávali málo a neplatili téměř žádné daně. A ačkoli od roku 2010 takřka permanentně vládly různé spíše populistické než fiskálně zodpovědné koalice, nakonec nezbylo nic jiného než šetřit na důchodcích. Alternativou byla platební neschopnost státu – a tu nechtěli riskovat dokonce ani populisté.

Když se v roce 2002 Martin narodil, téměř nikdo se tímto problémem nezabýval. Jeho dětství bylo poznamenáno přeplněnými školkami a školami. Všichni si mysleli, že probíhá populační boom, který problémy penzijního systému vyřeší sám od sebe. Jenže ve skutečnosti šlo jen o opožděné a oslabené echo posledního skutečného baby boomu, který probíhal v 70. letech 20. století; zejména v jeho první polovině, kdy „nedivatelne“ televizní programy tehdejšího jediného státního kanálu přiměly lidi věnovat se po večerech nejstarší lidské zábavě, spíše než sledovat obrazovku. Byty byly tehdy na příděl, pouze pro rodiny, což ve spojení s nedostatkem antikoncepce tvořilo ideální podmínky pro vysokou porodnost.

Monika prožila větší část svého dětství v 70. letech na vesnici. Tehdy tam žili lidé různého věku. Časem však mladí začali odcházet do měst, děti se nerodily a lidé středního věku stárli. Když bylo Monice čtyřicet, většina českého venkova vypadala jako domovy důchodců. Z mladších zůstávali jen ti s nižším vzděláním. Všichni svorně opovrhovali nadutými měšťáky, ale kdo měl možnost, vydal se do města za lepším. Monika nebyla výjimkou. Byla první v rodině, kdo vystudoval vysokou školu v Praze. A tam již zůstala. Stejně jako většina jejích vrstevníků.

Populační vlna „Husákových dětí“ byla poslední svého druhu. Generace prvního desetiletí 21. století byla nejen méně početná, ale úplně jiná svojí přirozeností. Tyto děti se narodily již na svobodě, znaly jazyky, cestovaly, studovaly v zahraničí a ke své vlasti necítily sentimentální vazby. Namísto vepřové s knedlíkem a zelím preferovaly pizzu, pivo považovaly za nápoj pro dědky. A především, když dospěly, absolutně nechápaly, proč musejí většinu ze svého platu obětovat na oltář své stárnoucí vlasti. Chyběla jim tradiční česká ovčí poslušnost. V prvním desetiletí si mnozí zapškli pedagogové stěžovali, že děti jsou „nezvládnutelné“ a že nová generace je horší než všechny předchozí. Ale nebyla horší. Jen se rázem zbavila nevolnické mentality pěstované v českém národě od roku 1648. S touto změnou sociologové nepočítali.

Také Martin utrpěl šok při pohledu na svoji první výplatní pásku. Šok doprovázený chutí se vzbourit. Na studiích se nikdy nezajímal o daně, důchodový systém a podobné nudné věci. Tušil, že výdělečně činní lidé platí část svých příjmů na daních jako poplatek za veřejné služby poskytované státem. Nebyl žádný extrémista a věděl, že stát zkrátka něco stojí. Jaké však bylo jeho překvapení, když zjistil, že z celkové superhrubé mzdy, která tvoří náklady jeho zaměstnavatele, mu stát nechává jen asi 40 %! A k tomu nutno připočíst daň z přidané hodnoty v paušální výši 25 % – důsledek jedné z mnoha dalších „reform“ veřejných financí. Vláda tvrdila, že daně je nutné zvýšit, aby zůstaly zachovány sociální vymoženosti. Kupodivu žádného politika nenapadlo, že nízké daně jsou rovněž sociální výhoda. Politici uvažovali o občanech jako o poddaných, ale to již pro novou generaci neplatilo.

Martin sice vlastnil malý byt na Bohdalci po otci, který zemřel v roce 2020, ale přesto si snadno spočítal, že jeho čistá mzda stačí maximálně na přežití. Nikoli na založení rodiny, nikoli na slušný život. Takže když od americké vlády dostal imigrační pobídku spojenou s daňovými prázdňinami, neváhal. Prodal byt Mongolům a jako památku na tatínka si vzal pár jeho fotografií. A český daňový a penzijní systém přišel o dalšího poplatníka. Celkově v průběhu let 2020 až 2035 emigrovalo jen asi 400 tisíc lidí: šlo ovšem převážně o špičky, které by lvím podílem přispívaly k hospodářskému růstu ve své zemi – pokud by zůstaly doma.

Monika tehdy plakala, když vyprovázela jediného syna na ruzyňské letiště. Život v cizí zemi si neuměla představit, podobně jako většina jejich vrstevníků. Tento nedostatek představivosti měl za následek, že čeští politici vůbec nedokázali dohlédnout důsledky svých činů, eventuálně své nečinnosti. Politici z období Moničina mládí a středního věku vždy předpokládali, že člověk se narodí doma, vyrostl doma, bude doma platit daně a stráví doma i svůj důchodový věk. Mobilita nové generace zasadila smrtelnou ránu propočtům expertů, kteří kdysi prohlašovali, že zásadní reforma není nutná.

Ekonomika dala expertům lekci: nelze předpovídat budoucnost pouhým protažením křivek. Občas se stávají zásadní kvalitativní změny, které nemusejí mít vždy příjemné důsledky. Česká republika začala ve větším měřítku připomínat vývoj české vesnice v průběhu Moničina života: postupně stárla, šedivěla, ztrácela výkonnost, zatímco mladí se stěhovali pryč. Česká republika začátkem 21. století prohrála svoji šanci stabilizovat veřejné finance. Nyní její obyvatelé nesou důsledky tohoto zanedbání.

Cestou domů z posledního pracovního dne svojí kariéry se Monika staví koupit něco k večeři. Míjí buddhistický chrámek ve funkcionalistickém stylu, který si na sídlišti postavili Laosané. Míří do alžírského obchodu. Ceny jsou celkem příznivé, i když hlavní atrakci podniku – čerstvé skopové – si Monika nikdy neoblíbila. Kupuje chléb, pár cibulí, konzervu s fazolemi a kousek masa. Ráda by si dopřála dobrou čokoládu, ale nechá si zajít chuť. „Copak mám peněz jak Maďar?“ pomyslí si.

Monika pochopitelně nemá tolik peněz jako maďarský důchodce, jehož vláda začala s penzijní reformou poměrně včas. Povýšení Češi se tehdy Slovákům, Maďarům a Polákům posmívali. Byli zvyklí, že české země vždy v historii vedly ve středoevropském regionu co do vyspělosti ekonomiky a životní úrovně. Jenže již v roce 2006 měli Maďaři o 70 % více úspor v penzijních fondech než Češi. Tento rozdíl se postupem času mnohonásobil. Češi si dělali z Maďarů legraci pro tehdejší špatný stav maďarských veřejných financí – ovšem tehdy šlo o krátkodobé záležitosti. Ze strategického hlediska na tom byli lépe Maďaři, protože včas reagovali na největší hrozbu pro vyrovnané veřejné finance: vývoj příjmů a výdajů penzijního systému.

České vlády se reformě vyhýbaly. Zčásti z důvodů nevalného finančního vzdělání většiny českých politiků, zčásti v důsledku iracionálního strachu. Všichni se drželi poučky jednoho z českých premiérů, který tvrdil, že průběžný penzijní systém nelze vytunelovat, protože peníze se v něm nehromadí a nemohou být tudíž zneužity. Tato „moudrost“ se stala výmluvou pro finanční nezodpovědnost a odkládání řešení problémů na příští volební období.

Volební období plynula a plynula, a dlouhá léta se nic nedělo. „Vidíte?“ ušklíbali se odpůrci reformy „Žádná reforma nebyla zapotřebí, my jsme to přece říkali.“ Jenže pak

začaly „Husákovy děti“ odcházet do penze. Bez náhrady. Chytřejší a ekonomicky aktivnější část mladé generace šla za oceán. A penzijní systém nekrytý rezervami tvrdě přistál.

Monika sice pravidelně spořila do dobrovolného penzijního fondu, ale krátce před odchodem do penze zjistila, že celoživotní úspory vydají za méně, než čekala. Fond nebyl nikdy vytunelován, ale stát jej nutil investovat většinu rezerv do státních dluhopisů. Monika tak vlastně celý život půjčovala vládě peníze. Za jejího mládí se věřilo, že státní dluhopis je bezriziková investice. Skutečnost byla poněkud jiná.

Ano, stát skutečně vždy platil plně a včas kupony a jistiny jím emitovaných cenných papírů. Jenomže výnosy pevně úročených cenných papírů ohlodával růst životních nákladů. Začátkem tisíciletí upadla ekonomika eurozóny do hospodářské stagnace. Evropská centrální banka ve snaze pomoci evropskému hospodářství podstatným způsobem snížila úrokové sazby. Fungovalo to – ale nikoli bez nákladů. Růst objemu peněz s sebou přinesl růst cen. Ještě v prvním desetiletí se zdálo, že šlo o mimořádný jev. Jenže pak se z mimořádného jevu stalo pravidlo: Evropská centrální banka již nikdy více nepřistoupila k restriktivní měnové politice.

Za normálních okolností by centrální banka úrokové sazby opět zvýšila, ale z politických důvodů to nebylo možné. Inflace byla tedy snížena změnami metodiky. Harmonizovaný index spotřebitelských cen již od samého počátku v 90. letech neobsahoval přímé náklady na bydlení, aby se růst cen bytů nepromítal do inflace. Dále byly vyloučeny z měření inflace „volatilní“ položky jako ceny energií a potravin. Pokračovalo se s tzv. hédonickým oceňováním, což znamená, že nové, údajně kvalitnější a modernější výrobky byly hodnoceny jako levnější než výrobky staré. Že nové výrobky vydržely na rozdíl od starých jen rok či dva, již nikdo neměřil. Cenový index přestal být ekonomickou veličinou a stal se nástrojem propagandy.

A kromě toho index spotřebitelských cen nikdy nezahrnoval daně, zejména daně z nemovitostí, které ve 20. letech 21. století raketově vzrostly. O jejich podstatném zvýšení se uvažovalo již v roce 2002, ale tento úmysl byl odložen z politických důvodů. Když však již nebylo možné zvyšovat daně z příjmů a DPH, přišly na řadu nemovitosti. A také daně z kapitálových výnosů, z úroků, spotřební daně z oficiálně „nezdravých“ výrobků, ekologické daně, daně z majetku, daně z vlastnictví automobilů, daně z garáží, daně za parkování na ulici... A k tomu ještě přestupní jízdenka pražské městské hromadné dopravy stojí deset euro a oznámeno je již další zdražení.

Nakonec cenový index zahrnoval již jen několik položek, převážně průmyslových výrobků dovážených z Indie, z nově industrializovaných zemí Afriky a částečně ještě z Číny. Inflace podle oficiálních údajů kolísala kolem 2,5 %, bankéři a politici byli spokojeni. Méně již občané, neboť náklady rostly mnohem rychleji než inflace a rychleji, než činilo zhodnocení penzijních fondů. Na růst indexu životních nákladů si však nemohl nikdo stěžovat, neboť nebyl oficiálně sledován: ani Evropská centrální banka, ani statistické úřady jednotlivých členských zemí Evropské unie jej nepublikovaly.

Státní penze postačí Monice na náklady spojené s bydlením, úspory z penzijního fondu pokryjí jen náklady na základní potraviny. Monika byla nyní vděčná, že se ještě v relativně mladém věku nechala přesvědčit k uzavření životní pojistky. Nikdy sice pojišťovnam příliš nevěřila, ale výsledek ji kupodivu příjemně překvapil: pojišťovna investovala rezervy do akcií, jejichž hodnota byla nafukována růstem objemu peněz v ekonomice. Šlo tedy

o přesně opačný mechanismus, než jaký se uplatňoval u dluhopisů. Díky mohutným lobistickým tlakům v rámci Evropské unie se navíc kupodivu podařilo zachovat některé daňové výhody pro životní pojištění, což byla ve světě vysokých daní ojedinělá výjimka.

Kdyby se Monika blíže zajímala o finance, věděla by, že podobně růst objemu peněz „zacvičil“ s výnosy akcií a dluhopisů ve Velké Británii v období 1960 – 1990 a ještě ve větší míře ve většině zemí Latinské Ameriky v toméž období. Nyní se historie do značné míry opakovala. I tak, nebýt peněz od Martina, asi by byla nucena žít velmi skromně. Nikdy by si nebyla pomyslela, že bude do značné míry existenčně závislá na synovi. V jejím mládí spíše platilo, že děti žebřaly peníze od svých rodičů na penzi. Nyní se ukázalo, že rodiče více dětí mají na penzi podstatně vyšší životní úroveň než ti, kteří dali přednost kariéře. Úspory těch druhých z velké části spolykaly daně a inflace, zatímco děti se ukázaly být velmi cenným kapitálem. Samozřejmě pouze dobře vychované děti.

Monika byla ráda, že svého syna dobře vychovala. Její sousedka Petra na tom byla mnohem hůře. Potřebovala nutně závažnou operaci, kterou neměl kdo zaplatit. Ano, i v roce 2038 česká ústava garantovala občanům „na základě veřejného pojištění právo na bezplatnou zdravotní péči a na zdravotní pomůcky za podmínek, které stanoví zákon.“ Čertovo kopytko tohoto ustanovení bylo v tom, že zákon mohl v souladu s ústavou zákonem omezit přístup občanů k lékařské péči, kterou zákonodárci považovali za „nadstandardní“.

A tak byl v roce 2032 přijat zákon, který za „nadstandardní“ považoval téměř jakoukoli nákladnější zdravotní péči od určitého věku výše. Zákonodárci měli za to, že lidé starší určitého věku byli již jako ekonomicky neperspektivní prakticky zbaveni péče: zdarma měli nárok již jen na paralen a na široký sortiment léků utišujících bolest.

Monika vstupuje do svého bytu a pouští zprávy prostorové televize. Svěže působící padesátiletá hlasatelka oznamuje, že parlament schválil změnu Hippokratovy přísahy: „Každý lékař má povinnost respektovat právo pacienta na milosrdnou smrt, a to i v případě, kdy pacient není schopen o ni požádat.“

Monika vstává a jde si uvařit kávu.

Finanční magazín, březen 2008

Ve skutečnosti bude rok 2038 zaručeně vypadat jinak, než jak líčí příběh. Možná lépe, možná hůře – předpovídat budoucnost není možné a není tedy vyloučeno, že budoucí čtenář se v roce 2038 bude prohýbat smíchy. Nicméně všechny zde uvedené trendy tak či onak existovaly již v roce 2008 a dříve:

- demografická změna směrem ke stárnutí obyvatelstva;
- změna politické rovnováhy v důsledku demografické změny;
- pokles reálných cen nemovitostí v důsledku předchozí měnové expanze a demografických změn;
- inflace a její maskování v oficiálních statistikách;
- růst cen benzínu a nafty;
- imigrace;

- mezinárodní daňová konkurence;
- zvyšování daní, zvláště nepřímých;
- růst nákladů na zdravotnictví;
- generační konflikt;
- populismus politiků a jejich ignorance dlouhodobých problémů.

Na rozdíl od uvedeného fiktivního příběhu jsou tyto trendy skutečné – a časem nezmizí. Budou naopak gradovat. Rozumný člověk s nimi bude počítat v rámci svých investičních a jiných finančních rozhodnutí.

5. Měření investičního rizika

„Měřit znamená vědět a vědět znamená mít moc.“

Francis Bacon, filozof

5.1 Volatilita

Riziko akcií (ale nejen akcií) se obvykle vyjadřuje pomocí volatility¹⁵. Toto slovo pochází z latinského *volare* – létat. Volatilita je číslo, které udává „míru kolísavosti“ kursů akcií, měn, komodit nebo obligací. Klasickým způsobem výpočtu volatility je stanovení standardní odchylky historických výnosů za dané období.

Potíže začínají při její interpretaci. Není správné pokládat historicky „naměřenou“ hodnotu volatility za volatilitu jako takovou. Volatilita vypočtená z minulých výnosů je pouze odhadem budoucí volatility a tento odhad nemusí být přesný. Navíc ji lze počítat z různě dlouhých historických řad a z denních, týdenních nebo dokonce měsíčních výnosů, přičemž lze dojít k různým hodnotám. Je mylné klást rovnítko mezi vypočtenou historickou volatilitu a riziko. Nezapomínejme, že je pouze jednou z mnoha měr rizika, nikoli rizikem samotným. Je například naprosto nevhodná pro hodnocení rizika likvidity – rizika, že nebudeme moci prodat nebo koupit příslušnou investici v důsledku příliš „úzkého“ trhu.

Volatilitu nemusíme vždy počítat – někdy je lepší se spolehnout na dlouhodobé statistiky, podobně jako v případě odhadu dlouhodobých výnosů (viz *tab. 5.1*). Údaje z dlouhodobých statistik je však nutné brát s jistou rezervou. Zmíněná tabulka udává průměrné dlouhodobé výnosy akcií, obligací a pokladničních poukázek. Tyto výnosy však nelze mechanicky přejímat, aniž bychom vzali v úvahu konkrétní makroekonomické a politické faktory. Také výnosy akcií v Ibbotsonově a Sinquefeldově tabulce jsou ovlivněny mimořádnou událostí: „Velkou depresí“ z počátku 30. let. Proto jsou průměrné výnosy v tabulce nižší a volatilita vyšší, než by odpovídalo dlouhodobému průměru bez tohoto krizového období.

Řekněme, že se rozhodneme pro jednu z mnoha možných metod výpočtu nebo odhadu volatility. Ani potom není všechno úplně jasné. Jak máme volatilitě vlastně rozumět?

Má některé velmi zajímavé aplikace:

- Volatilita ovlivňuje výši pravděpodobných budoucích výnosů.
- Pomocí volatility můžeme odhadnout interval možných budoucích výnosů.
- Volatilitu můžeme použít pro hodnocení výkonnosti portfolií a investičních manažerů.
- Použití volatility nám umožní lépe pochopit vliv rizika inflace a rizika kolísání cizích měn.

¹⁵ Použití ratingových hodnocení není při hodnocení rizika akcií obvyklé. Na druhé straně je možné (a obvyklé) použít volatilitu pro srovnání investičního rizika různých typů investičních nástrojů.

Všechna tato použití jsou velmi užitečná a mohou nám ušetřit mnoho peněz. Přesvědčíme se o tom v následujícím textu.

Tabulka 5.1 Volatilita různých finančních trhů v červenci 1999

Název indexu	Trh	Volatilita (%)
JP Morgan ELMI	Český peněžní trh (krátkodobé cenné papíry)	0,57
Patria GPRI	Český trh obligací	4,73
–	Kč/USD	13,32
PX 50	Český akciový trh	16,48
Dow Jones Industrial 30	Americký akciový trh	22,58

Tabulka ukazuje, že nejnižší riziko vyjádřené volatilitou poskytuje český peněžní trh: směny, pokladniční poukázky, termínové vklady. České obligace jsou o něco riskantnější. Poměrně velmi riskantní jsou investice do cizích měn. Investoři na akciových trzích musejí počítat s velkou úrovní rizika. Hodnoty volatility jsou vypočítány k počátku července 1999 na základě denních změn kursů za posledních sto dní a mohou se časem měnit.

Zdroj: ING Investment Management

Poznámka z roku 2007: Tab. 5.1 pochází z roku 1999. Je zajímavé, že koncem roku 2007 byla hodnota volatility uvedených indexů nebo kursů velmi podobná, navzdory velmi dramatickým událostem, které se mezitím na finančních trzích odehrály. Ačkoli zejména volatilita akciových trhů může v průběhu času velmi kolísat, dlouhodobý průměr volatility pro různé trhy a investiční nástroje zůstává překvapivě stabilní.

Jak vypočítat volatilitu

Vzorec pro výpočet volatility je poměrně jednoduchý:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum \frac{(R_t - \bar{R})^2}{N-1}}{N}} \cdot \sqrt{250},$$

$$\text{kde } R_t = \frac{P_t}{P_{t-1}} - 1.$$

Symbol R_t označuje denní výnosy daného cenného papíru nebo portfolia, P_t znamená jeho cenu k danému dni, N je počet dní a $\bar{R}$ vyjadřuje průměrnou hodnotu výnosu ve sledovaném období. Co znamená odmocnina z čísla 250? Jde o tzv. analizační koeficient. Číslo 250 udává přibližný počet obchodních dnů v roce a jeho účelem je převést volatilitu na roční bázi. Jak bychom postupovali při výpočtu volatility na základě měsíčních výnosů? Jednoduše bychom použili odmocninu z 12. U týdenních výnosů bychom pochopitelně použili odmocninu z 52.

V ideálním případě by volatility vypočtené pro jeden cenný papír na základě denních, týdenních a měsíčních výnosů měly být shodné. V praxi je běžné, že volatility vypočtené na základě různých období se navzájem liší. Ve většině běžných případů však tato odchylka nehraje podstatnou roli.

5.2 Volatilita a diverzifikace: velká vaječná pravda

„Patří k moudrému muži nechat si z dneška něco na zítřek a nedávat všechna vejce do jednoho košíku.“

Miguel de Cervantes, Don Quijote de la Mancha, 1605

Tradiční představy o diverzifikaci

Každý začínající investor (ať už praktik nebo teoretik) se velmi brzy setká se starým rčením o vejcích v jednom košíku. Kromě této „velké vaječné pravdy“ se též traduje řada pouček o správném počtu cenných papírů v portfoliu a o jejich struktuře. Ponechme nyní stranou otázku tříd aktiv (peněžní trh, obligace, akcie) a soustředme se pouze na diverzifikaci v rámci akciových portfolií. V této oblasti se často věří dvěma „zlatým“ pravidlům:

1. Aby portfolio bylo dobře diverzifikované, stačí investovat do dvaceti různých titulů.
2. Někdy postačuje i menší počet akcií než dvacet, je však nutné diverzifikovat napříč různými odvětvími – tak, aby portfolio tvořilo reprezentativní průřez napříč trhem.

Obě tyto poučky vycházejí z rozumných předpokladů a stojí za nimi zvučná jména některých renomovaných teoretiků. Například v knize „Investice“ (autoři William Sharpe a Gordon Alexander, česky vydala Victoria Publishing v roce 1994) stojí psáno:

„Zhruba řečeno, portfolio, které obsahuje víc než 20 cenných papírů, bude mít zanedbatelnou velikost jedinečného rizika. To znamená, že jeho celkové riziko bude přibližně rovno velikosti tržního rizika. Taková portfolia jsou tedy dobře diverzifikována.“

Navzdory tomu, že jde o citát podepřený autoritou nositele Nobelovy ceny, „pravidlo nejméně dvaceti“ je velmi zákeřné. Platí totiž pouze za určitých speciálních okolností. Příkladem dobře diverzifikovaného portfolia třiceti akcií je starý dobrý index Dow Jones Industrial 30, jehož báze je čas od času aktualizována tak, aby vždy co možná nejlépe odrážela strukturu americké ekonomiky. DJI 30 je dokladem skutečnosti, že skutečně není vždy nutné investovat do stovek různých titulů, aby výsledkem bylo vyvážené, dobře diverzifikované portfolio, jehož výnosy a rizika leží v blízkosti efektivní hranice trhu amerických „blue chips“.

Heslo „dvacet či třicet akcií stačí“ stejně jako zkratku „DJI 30“ si lze snadno zapamatovat – bohužel snad až příliš snadno. Pohybujeme-li se v prostoru „blue chips“, tedy solidních akcií velkých a zavedených firem, může být všechno v pořádku. Situace se ovšem rázem změní, vydáme-li se na horkou půdu vysoce rizikových akcií malých růstových společností.

Kniha H. Levyho a M. Sarnata „Kapitálové investice a finanční rozhodování“ (česky GRADA Publishing, 1999) cituje názor finančního poradce Elliota Lipsona, který doporučuje patnáct akciových titulů z různých odvětví. Za zmínku stojí složení akciového portfolia, které pan Lipson v dubnu 1992 doporučoval svým klientům.

Tabulka 5.2 Akcie doporučené v roce 1992 E. Lipsonem

Akcie	Odvětví
Pepsico	Nápoje
Bird Corp.	Stavební hmoty
Turner „B“	Rozhlasové a televizní vysílání
Bear Stearns	Investiční bankovníctví
Everex Systems	Počítače
Groundwater Tech.	Životní prostředí
Humana	Zdravotnictví
American Bankers Insurance Group	Pojišťovnictví
Asarca	Neželezné kovy
Petroleum & Resources	Ropa
United Dominion Realty	Nemovitosti
GTE	Telekomunikace
Casey's General Stores	Maloobchod
UST Inc.	Tabákový průmysl
Glesson	Nářadí

Zdroj: The Wall Street Journal (in: H. Levy a M. Sarnat)

Toto „dobře diverzifikované“ portfolio vhodně ilustruje základní úskalí přístupu „málo akcií různých odvětví“. Aby tento přístup mohl dobře fungovat, musí platit nevyřčený předpoklad, že kursy všech akcií se v rámci různých odvětví pohybují zhruba stejným způsobem. Tento předpoklad je však nesprávný, a to zejména v případě odvětví, která procházejí dynamickým vývojem a nabízejí největší výnosy, ale zároveň také hrozí největším rizikem ztráty.

Diverzifikace a vůdci odvětví (industry leaders)

Zvláště dobře je tento fakt patrný u odvětví elektroniky, které je v portfoliu pana Lipsona reprezentováno výrobcem počítačů Everex. Tato firma však záhy zapadla a Lipsonovo portfolio tudíž nemohlo profitovat z obrovských výnosů akcií firem Dell, Compaq, Hewlett-Packard, Sun Microsystems, Microsoft, Intel, Oracle a Cisco, které by nevyhnutelně musely být zastoupeny v lépe diverzifikovaném portfoliu. Ani výběr některých dalších reprezentantů počítačového odvětví v Lipsonově portfoliu nebyl příliš šťastný. Celkově by toto portfolio během zbytku 90. let zaostávalo za indexem S&P 500 právě v důsledku nedostatečné diverzifikace.

Zejména u relativně mladých firem a v odvětvích, která prožívají dynamický rozvoj, je diverzifikace mnohem důležitější než u „blue-chips“ v dospělých odvětvích. Jenom z několika vajec z mnoha se vylíhne skutečný úspěch. Svědčí o tom osud některých „industry leaders“ podle článku uveřejněného v lednu 2000 v deníku The Wall Street Journal.

Život portfolio manažera je krásný, když má štěstí a podaří se mu vsadit na budoucí Dell nebo alespoň Compaq. Naproti tomu méně šťastní portfolio manažeři, kteří zvolili jako reprezentanta odvětví Kaypro, Commodore nebo Atari, si lámou hlavu, jak tuto volbu vysvětlit klientům. Vždyť tyto firmy také jednou byly „lídry“ na svém trhu. Osud jim však z nejrůznějších příčin nepřál.

Tabulka 5.3 Výkonnost některých vedoucích firem odvětví

Název	Celkový výnos (do ledna 2000)	Poznámka
Dell Computer	+81 500 %	První přímý prodejce počítačů; průměrný 40% roční růst tržeb.
Compaq Computer	+918 %	Světový leader v objemu tržeb.
Tandy Corp.	+403 %	První výrobce osobních počítačů (v roce 1977); v roce 1993 prodal výrobní zařízení.
Apple Computer	+192 %	Průkopník grafického rozhraní trpěl v průběhu 90. let nízkými zisky.
AST Research	-2 %	První PC v ceně pod 1 000 dolarů. Koupěn Samsungem v roce 1997.
Digital Equipment	-31 %	Od konce 80. let neustálý pokles tržeb a akciových kursů; koupěn Compaqem v roce 1998.
Atari	-40 %	Kdysi úspěšný výrobce levných domácích počítačů; koupěn v roce 1996 JTS Corp.
Tulip Computers	-80 %	Nizozemský výrobce počítačů neuspěl v cenové konkurenci.
Commodore	-92 %	Bankrot v roce 1994; zbytky koupil Gateway a Tulip Computers.
Kaypro	-99,6 %	Někdejší leader v oblasti přenosných počítačů. Bankrot v roce 1990.

Zdroj: The Wall Street Journal

Je téměř mimo možnosti analytiků předpovědět, kterým firmám bude šťastná dlouhodobě příznivě nakloněna a kterým nikoli. Úspěch či neúspěch často závisí nikoli na technické úrovni a kvalitě produktu, ale na osobních kontaktech, úspěšných prezentacích či na zmeškaných termínech veřejných soutěží.

Jenom opravdový kouzelník mohl například začátkem 80. let předpovědět, že firma IBM dá při výběru operačního systému pro své osobní počítače PC přednost málo známému Microsoftu před etablovanou firmou Digital Research a jejím systémem CP/M, který byl do té doby považován za průmyslový standard v oblasti mikropočítačů. Tenkrát se rovněž zdálo, že Intel vyklízí pozice dravému a úspěšnému Zilogu. Kde však jsou mikroprocesory Z80 a systém CP/M dnes... Jen sentimentální duše pamětníků, kteří do roku 2000 vstoupili již jako třicátníci, jihnou nad vzpomínkami z mládí.

Není dobré vybrat jednu firmu do portfolia jako reprezentanta celého odvětví! Před přístupem pana Lipsona je nutno důrazně varovat.

Podle dosavadních zkušeností v rozvíjejících odvětvích dlouhodobě uspěje jen několik procent nově vzniklých firem. Jestliže tedy například v odvětví „internetu“ (lze-li ovšem „internetové“ společnosti považovat za samostatné odvětví) působí například 100 společností, nestačí z nich vybrat dvacet, které vypadají jako „vůdci trhu“. Existuje totiž poměrně značné riziko, že skutečný budoucí vítěz unikne a portfolio se bude skládat ze samých Tulipů, Commodorů nebo v lepším případě Applů. Tento přístup je samozřejmě obtížný z důvodů vysokých transakčních nákladů, a to zejména v případě portfolií malých

klientů. V jejich případě je pravděpodobně nejlepším přístupem investování do široce diverzifikovaného portfolia některého fondu či do akciového indexu.

5.3 Volatilita a výnosy portfolia

Předpokládejme, že uvažujeme o investování do akcií některého velkého podniku, například společnosti IBM. Dejme tomu, že na základě statistik (např. tab. 5.1) stanovíme očekávaný výnos na 10,2 % ročně – tedy ve shodě s dlouhodobým průměrem velkých amerických akcií. Volatilitu akcií IBM odhadneme na základě zkušeností a výpočtů na základě historických dat na úrovni 26 %. Jaký výnos můžeme očekávat za pět let? Na první pohled se zdá, že odpověď je jednoduchá: průměrný roční výnos zvětšený o jedničku stačí umocnit na pátou (počet let) a jedničku opět odečíst:

$$(1 + 10,2 \%)^5 - 1 = 62,5 \%$$

Průměrný očekávaný výnos akcií IBM za pět let bude činit 62,5 %. Ale nesmíme zapomenout na jeden „chyták“. Výnosy akcií jsou nesymetrické. V nejhorším případě může ztráta činit 100 %, pokud vlivem nešťastných okolností IBM totálně zkrachuje. Na druhé straně kladné výnosy nejsou ničím omezeny a teoreticky mohou růst donekonečna. (Jak říká oblíbené americké úsloví: „*Sky is the limit.*“)

Kam míříme? Možnost neohraničených výnosů (které se skutečně mohou pohybovat ve stovkách nebo dokonce v tisících procent během několika let) a na druhé straně dolní hranice maximální možné ztráty vypadá na první pohled příliš dobře, než aby to byla pravda. Skutečně, za tuto očividnou výhodu se draze platí. Jak? Abychom mohli prohlédnout tuto nenápadnou, avšak nebezpečnou záludnost akciového trhu, zopakujme si tři statistické pojmy:

Aritmetický průměr je prostý součet hodnot dělený jejich počtem. (Triviální? Zatím...)

Medián (střední hodnota) rozděluje interval možných výnosů na dvě poloviny. Přitom platí, že pravděpodobnost výnosu nad hodnotou mediánu je stejná jako pravděpodobnost výnosu pod hodnotou mediánu (tedy samozřejmě jedna polovina).

Modus udává nejčastější hodnotu, jíž výnos bude nabývat.

Pro lepší pochopení oněch tří pojmů si představme městský autobus, kterým v osm hodin ráno cestuje do práce 21 osob. Z nich jsou 2 špičkoví manažeři s měsíčním platem 150 000 Kč. (Ano, i takoví lidé někdy jezdí do práce autobusem.) Dalších 9 cestujících jsou středně postavení manažeři nebo účetní s platem 30 000 korun. Zbývajících 10 cestujících jsou níže postavení zaměstnanci nebo asistenti s platem 10 000 měsíčně.

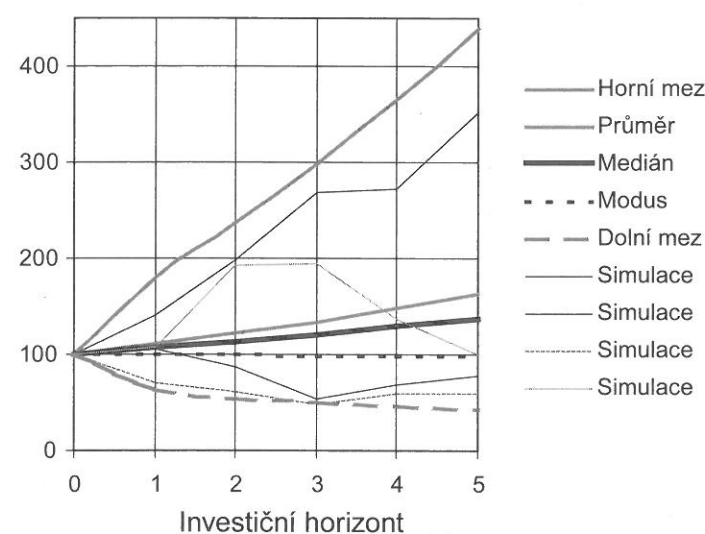
Průměrný plat všech cestujících je 31 904 Kč. Střední hodnota (medián) je 30 000 Kč. A konečně modus, nejčastější hodnota platu zastoupená v našem autobuse, je 10 000 Kč. Tento příklad vysvětluje, proč většina obyvatel ČR pobírá plat pod úrovní celostátního průměru. Jak si vysvětlíme v dalším textu, z podobného důvodu většina amatérských investorů dosáhne podprůměrných výnosů.

Tisíce investorů se drsným způsobem přesvědčily o rozdílu mezi průměrnou, střední a nejčastější hodnotou výnosů. Vraťme se k našim akciím IBM, jejichž průměrnou očekávanou hodnotu výnosu během 5 let jsme určili ve výši 62,5 %. Tato průměrná hodnota

je nezávislá na volatilitě. Střední hodnota (medián) a nejčastější hodnota (modus) výnosů však na volatilitě závisí. Následující graf ilustruje, jak bude vypadat medián výnosů akcií IBM s průměrným ročním výnosem 10,2 % za předpokladu, že roční volatilita akcií IBM bude činit 26 %. Graf zároveň ukazuje hranice intervalu, v němž se hodnota akcií bude pohybovat s 95% pravděpodobností; tenké čáry představují náhodné simulace možného vývoje hodnoty akcií.

Střední hodnota (medián) očekávaných výnosů akcií bude v našem případě rovna 37,3 %, což je výrazně méně, než kolik činí průměrná hodnota očekávaných výnosů (tj. 62,5 %). To odpovídá ročnímu výnosu ve výši pouhých 6,54 %. Kde je zbytek do 10,2 %? Co se s ním stalo? Jsme v pokušení říci, že nám ho „snědla“ volatilita. Ale ve skutečnosti se rozdíl nikam záhadně neztratil. Pouze představuje rozdíl mezi průměrem a střední hodnotou.

Simulace vývoje hodnoty portfolia



Zdroj: autor

Nyní můžeme pokračovat s další statistickou lahůdkou, jíž je nejčastější hodnota neboli modus. Pohledme na následující tabulku (str. 126).

Vidíme vskutku paradoxní jev: zatímco průměrný výnos i medián výnosu jsou v pětiletém horizontu kladné, nejčastějším výsledkem je ztráta ve výši 2,11 %. Jak je něco takového vůbec možné? Není ve výpočtu chyba? Kupodivu není. České označení pro modus – nejčastější či nejpravděpodobnější hodnota – je totiž poněkud sugestivní. Z jazykového hlediska jako by naznačovalo, že pravděpodobnost ztráty je nadpoloviční, což ovšem není pravda. Ve skutečnosti je pravděpodobnost ztráty při daném průměrném výnosu a dané volatilitě během pětiletého horizontu pouze 29 %.

A nyní si ukážeme, jak volatilita ovlivňuje střední hodnotu výnosů. Předpokládejme, že investujeme do dobře diverzifikovaného fondu amerických akcií. Nemáme žádný důvod věřit, že jeho průměrný výnos bude odlišný od výnosu indexu (zanedbáme-li poplatky

a daně) nebo od výše diskutované akcie firmy IBM. Zůstaneme tedy u hodnoty 10,2 % (což samozřejmě neznamená, že bychom toto číslo považovali za „posvátné“¹⁶). Volatilita však bude výrazně nižší: 16 %. Jak budou vypadat očekávané výnosy?

Tabulka 5.4 Odhady možných výnosů

Očekávaný výnos	Riziko	Počáteční hodnota portfolia			
10,20 %	26,00 %	100,00 Kč			
Intervalové odhady možných výnosů Jednorázová investice					
Čas (roky)	Dolní mez odhadu (P = 95 %)	Modus (nejpravděpodob. hodnota)	Medián (střední hodnota)	Průměr	Horní mez odhadu (P = 95 %)
0	100,00 Kč	100,00 Kč	100,00 Kč	100,00 Kč	100,00 Kč
0,5	71,46 Kč	99,79 Kč	103,22 Kč	104,98 Kč	149,09 Kč
1	63,34 Kč	99,57 Kč	106,54 Kč	110,20 Kč	179,20 Kč
1,5	58,17 Kč	99,36 Kč	109,96 Kč	115,68 Kč	207,89 Kč
2	54,40 Kč	99,15 Kč	113,50 Kč	121,44 Kč	236,80 Kč
2,5	51,49 Kč	98,94 Kč	117,15 Kč	127,48 Kč	266,58 Kč
3	49,13 Kč	98,73 Kč	120,92 Kč	133,83 Kč	297,62 Kč
3,5	47,18 Kč	98,52 Kč	124,81 Kč	140,49 Kč	330,18 Kč
4	45,53 Kč	98,31 Kč	128,83 Kč	147,48 Kč	364,48 Kč
4,5	44,13 Kč	98,10 Kč	132,97 Kč	154,82 Kč	400,71 Kč
5	42,91 Kč	97,89 Kč	137,25 Kč	162,52 Kč	439,03 Kč
5,5	41,84 Kč	97,68 Kč	141,67 Kč	170,61 Kč	479,61 Kč
6	40,91 Kč	97,47 Kč	146,22 Kč	179,10 Kč	522,63 Kč

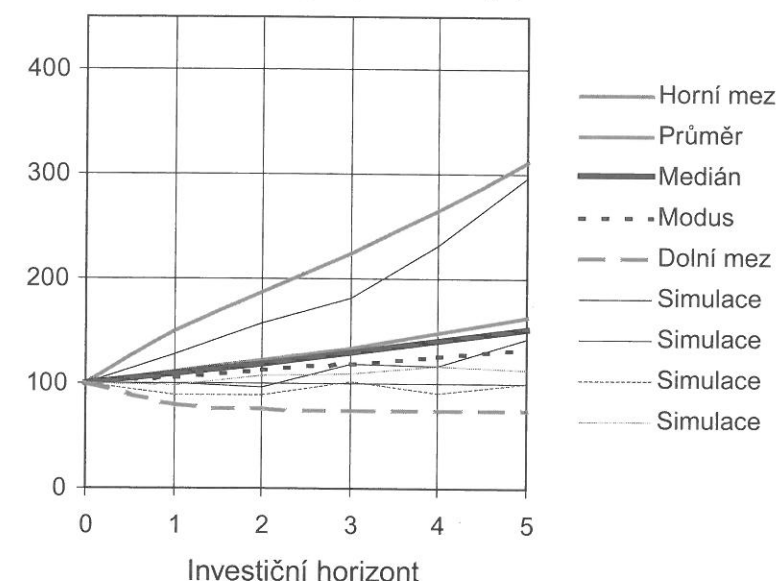
Je zřejmé, že „núžky“ intervalového odhadu se o něco zúžily. Průměrný výnos v pětiletém horizontu se nezměnil (62,5 %), zatímco střední hodnota výnosu se zlepšila: 52,4 %. Vidíme, že **diverzifikace nejen snižuje riziko, ale také zvyšuje střední hodnotu očekávaných výnosů**. Význam tohoto efektu roste s investičním horizontem. To je velice důležité! Je překvapující, že většina standardních učebnic financí věnuje tomuto efektu velmi malou nebo žádnou pozornost. Naprostá většina učebnic se zabývá pouze aritmetickým průměrem výnosů, a některé dokonce tyto pojmy libovolně zaměňují. Jednou ze světových výjimek je John Hull: *Options, Futures, and Other Derivatives* (Prentice-Hall 1997), která poskytuje velmi podrobnou statistickou analýzu chování kursů cenných papírů.

Nejzajímavější posun nastal u modu (nejčastější hodnoty), který je nyní pozitivní (34,1 %). Pravděpodobnost ztráty v pětiletém investičním horizontu je rovna 11,5 %, což je asi třetinová hodnota ve srovnání s investicí do jediné akcie.

Věnujme však pozornost ještě opačnému extrému: investování do jediné vysoce rizikové akcie s velmi vysokým očekávaným výnosem. Mnoho amatérských investorů se takto chová například při nákupu „internetových akcií“. Pro účely našeho modelu předpokládejme, že investujeme do jediného titulu, který nabízí vysoké výnosy (pokud bychom

¹⁶ Při odhadech očekávaných výnosů akcií je sice dobré vycházet z historických statistik, ale není nutné a dokonce ani možné se jimi slepě řídit – už jen z toho jednoduchého důvodu, že pro různá historická období vycházejí různé průměrné výnosy.

Simulace vývoje hodnoty portfolia



Zdroj: autor

předpokládali průměrné očekávané výnosy ve výši 25 % ročně na základě tab. 7.1), ale zároveň má také velmi vysokou volatilitu (70% volatilita je hodnota u „internetových“ akcií celkem obvyklá; totéž platí i pro jiné spekulativní akcie nových podniků). Ačkoli průměrný očekávaný výnos v pětiletém horizontu dosahuje velmi pozoruhodné hodnoty 1 951,6 %, střední hodnota očekávaného výnosu je záporná: – 10,4 %. Vidíme, že vysoká volatilita může mít opravdu dramatický vliv na výši výnosů. To však ještě není nic proti nejčastější hodnotě výnosu: výpočet hodnoty modu ukazuje neuvěřitelnou – 92,3% ztrátu jakožto nejčastější hodnotu výnosu. (Viz historie mýtních společností z první poloviny 19. století, viz podkap. 7.7.) Pravděpodobnost ztráty činí 53 %. Pravděpodobnost horší než desetiprocentní ztráty dosahuje 50,4 % – jde tedy spíše o hazard než o skutečnou investiční strategii.

Jak intuitivně tušíme (a jak ukazuje graf simulovaných výnosů na straně 130), relativně vysoké průměrné výnosy spekulativních akcií nových malých podniků jdou na vrub několika málo „hvězd“, které se skutečně prosadí a přinesou zisky v řádech stovek nebo dokonce tisíců procent. Z populárního odvětví počítačového průmyslu lze uvést například Microsoft, Dell nebo Apple. Na druhé straně existuje obrovské množství počítačových firem, které se neprosadily a zanikly. Autor si zde dovoluje s nostalgií vzpomenout na svůj první počítač značky Commodore 64, který později vystřídal stroj Atari ST. Obě tyto firmy dnes patří minulosti stejně jako třeba Amstrad, Sinclair nebo mnoho jiných, dříve slavných firem 80. let, na které si dnes málokdo vzpomene.

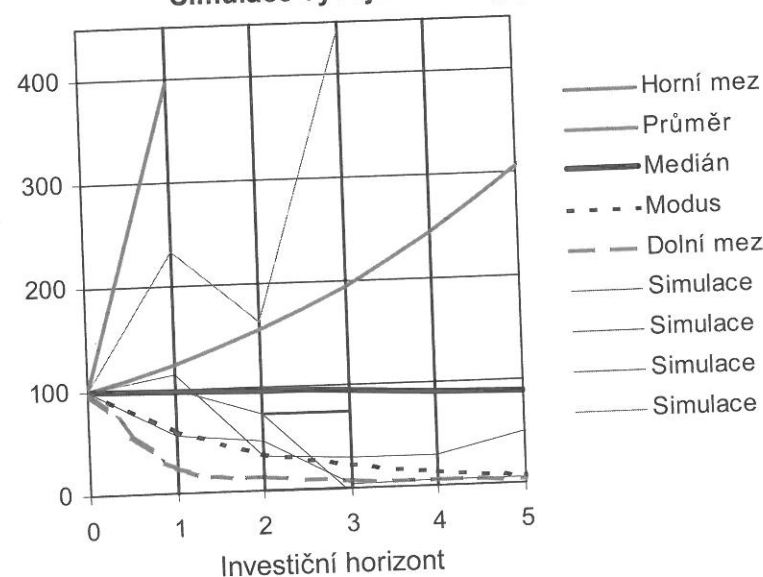
Vyhlídka tisíciprocentních zisků je možná vzrušující, ale záporná střední hodnota výnosu a nadpoloviční pravděpodobnost ztráty nutí vystřízlivět z opojných snů o snadném zbohatnutí. Výzkumy washingtonského Industrial Research Institute říkají, že ze sta menších výzkumných inovačních projektů jen asi desetina dospěje do stadia velkých projektů.

Z nich opět jen asi jedna desetina je skutečně úspěšných. Řádově podobné poměry platí pro úspěšnost malých začínajících firem, které působí v odvětvích vyspělých technologií.

5.4 Volatilita a efekt velikosti

Občas se jako míra rizika akcií uvádějí různé poměrové ukazatele vycházející z účetních výkazů, například poměr vlastního jmění k zadluženosti podniku. Tyto ukazatele jsou užitečné především v oblasti podnikových financí, avšak pro portfoliového investora mají malý praktický význam. Jejich souvislost s reálným chováním cen akcií je totiž velmi problematická. Jedním z mála skutečně spolehlivých faktorů, které systematicky ovlivňují rizika akcií, je velikost neboli tržní kapitalizace firmy. Je běžně známo, že akcie malých společností bývají rizikovější (měřeno volatilitou) než akcie velkých společností (tzv. *blue chips*). Protože vyšší riziko bývá odměňováno vyššími výnosy, existuje tzv. efekt velikosti.

Simulace vývoje hodnoty portfolia

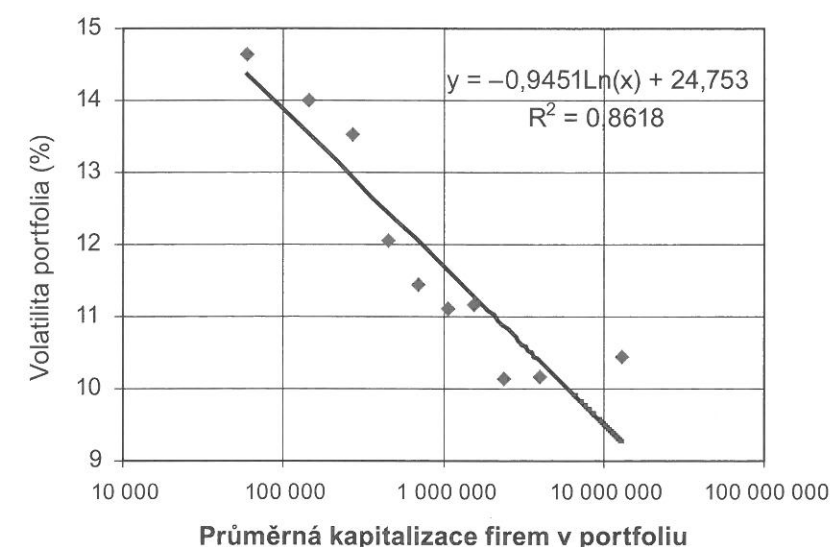


Zdroj: autor

Praktický důsledek: portfolia nebo fondy zaměřené na malé akcie (což se může týkat i velkých akcií na malých burzách, například na BCPP) je vhodné vždy hodnotit jako agresivní. Konzervativní, tedy relativně málo rizikové akciové investice jsou výhradně záležitostí velkých kapitálových trhů vyspělých zemí.

Jak ovšem hodnotit akcie některých tzv. „internetových“ firem, jejichž tržní kapitalizace je velmi vysoká a riziko enormní? Zde je zapotřebí vzít v úvahu skutečnost, že na veřejném trhu se obchoduje zpravidla jen zlomek akcií těchto firem, často méně než 10 % celkového kapitálu. Zbytek zůstává na účtech zakladatelů, partnerů nebo rizikových kapitalistů. Ačkoli teoretická tržní kapitalizace firmy Yahoo může být srovnatelná s Boeingem, v praxi se stále chová jako malá akcie.

Velikost firem a volatilita akcií



Zdroj: Said Elfakhani, Tarek Zaher

5.5 Volatilita a hodnocení výkonnosti portfolií

Volatilita nám může do jisté míry pomoci rozlišit, zda výkonnost dvou různých portfolií je otázkou náhody či skutečných schopností. Použijeme takzvaný *t*-test, který je běžným nástrojem testování statistických hypotéz. Budeme porovnávat výnosy portfolia A a portfolia B během určitého období.

Označme:

- R_A výnosy portfolia A v přepočtu na jedno období (např. per annum);
- R_B výnosy portfolia B v přepočtu na jedno období;
- σ_A volatilitu výnosů portfolia A v přepočtu na jedno období;
- σ_B volatilitu výnosů portfolia B v přepočtu na jedno období;
- N počet období (např. let).

Hodnota statistiky *t* bude rovna:

$$t = \frac{|R_A - R_B|}{\sqrt{\frac{\sigma_A^2 + \sigma_B^2}{2 \cdot N}}}$$

Nebudeme zde podrobněji uvádět, jak byl tento vzorec odvozen a jaký je jeho přesný význam. Pro praktické účely postačí vědět, že vyjde-li hodnota *t* větší než 2, existuje nejméně 95% pravděpodobnost, že průměrné hodnoty výnosů obou portfolií se navzájem

skutečně liší¹⁷. Pokud bude t nižší než 2, nelze tvrdit, zda se střední hodnota výnosů portfolia A významně liší od střední hodnoty výnosů portfolia B.

Stručně řečeno, t -test nám do jisté míry umožňuje odlišit skutečně nadprůměrně (nebo naopak podprůměrně) výkonné manažery portfolií od těch, jejichž nadprůměrné (či podprůměrné) výsledky jsou pouze věci náhody. Musíme si ovšem uvědomit, že **žádná statistika nemůže nic dokázat**. Statistický test může odmítnout hypotézu, že mezi výkonností dvou fondů (nebo fondu a indexu) není žádný rozdíl.

Nemůže však v žádném případě předpovědět, že ten či onen fond bude i nadále překonávat konkurenci.

Příklad: Dva fondy českých obligací

Srovnáváme výkonnost dvou podílových fondů orientovaných na české dluhopisy. Jeden fond je spravován Švýcarskou kreditní společností a jeho roční výnos dosáhl ke konci srpna 1999 hodnoty 9,96 %. Manažerem druhého fondu je Mezinárodní nizozemská společnost (oba názvy pokládáme za fiktivní) a jeho výnos dosáhl hodnoty 27,3 %. Během posledních dvanácti měsíců měla volatilita obou fondů hodnotu 3 %, respektive 5 %. Výkonnost fondů srovnáváme v období jednoho roku ($N = 1$).

Po dosažení do vzorce získáme hodnotu $t = 4,21$ – což znamená, že výkonnost obou fondů byla s 95% pravděpodobností významně odlišná. Manažeri Mezinárodní nizozemské tedy zřejmě odvedli během minulých dvanácti měsíců lepší výkon než manažeri Švýcarské kreditní. (Statistický test nám už ovšem neřekne, **proč** tomu tak bylo a jak se lišily myšlenkové postupy portfolio manažerů obou společností.)

Příklad: LTCM

Fond Long Term Capital Management (viz kapitola 2 – Základy investiční psychologie) byl onehdy obdivován pro vysokou výkonnost. Během let 1994 – 1996 vypadaly jeho výnosy v porovnání s akciovým indexem S&P 500 takto:

Tabulka 5.5 Výnosy v letech 1994–1996

	LTCM (%)	S&P 500 (%)
1994	19,90	1,30
1995	42,80	37,40
1996	40,80	23,10

Zdroj: Dow Publishing

Řekněme, že by nás během roku 1997 navštívil osobně profesor Robert Merton a přemlouval by nás, abychom investovali minimálně pět milionů dolarů na nejméně tři roky. Zárukou výkonnosti je tým nejinteligentnějších manažerů na světě včetně dvou nositelů Nobelovy ceny a pětadvaceti držitelů vědecké hodnosti PhD. Jak bychom měli profesoru Mertonovi odpovědět?

¹⁷ Znalci statistiky vědí, že uvedený výpočet předpokládá standardní normální rozdělení výnosů. Znalci finanční matematiky vědí, že tento předpoklad nebývá v případě výnosů cenných papírů dokonale splněn. To však nic nemění na základním principu, který zde uvádíme.

Rozdíl mezi výkonností LTCM a výnosy indexu vypadá na první pohled impozantně. Jenomže po dosažení do vzorce zjistíme, že hodnota t -statistiky je rovna pouze 1,80. To nestačí k přijetí hypotézy, že výnosy LTCM konzistentně překonávají výnosy indexu. Nabídka profesora Mertona bychom tedy spíše odmítli (šetrně, aby nám nevynadal do hlupáků), a dobře bychom udělali. V roce 1997 již LTCM za výnosem indexu zaostával a v září 1998 s velkým rachotem zkrachoval. Investoři, kteří důvěřovali špičkovým kvalitám týmu profesora Mertona a neobtěžovali se s t -testem, přišli téměř o všechno.

Příklad: Akciový fond Legg Mason Value Prim a index

V roce 1998 zaostalo téměř 90 % amerických akciových fondů za výkonností indexu S&P 500. Jedním z mála fondů, kterým se podařilo index překonat (a to dokonce o 20 %), byl Legg Mason Value Prim spravovaný Williamem Millerem. I v rámci desetiletého srovnání (červenec 1989 až červenec 1999) patřil tento fond do vybrané skupiny jednoho procenta nejvýnosnějších amerických fondů. Lze se skutečně spoléhat na nadprůměrné schopnosti manažera fondu Legg Mason Value Prim?

Podívejme se na fakta. Během deseti let činil průměrný anualizovaný výnos tohoto fondu 19,99 %, což bylo o 2,76 % ročně více, než kolik činil průměrný výnos indexu S&P 500. Volatilita výnosů fondu činila 32 %, volatilita výnosů indexu 21 %. Po dosažení těchto čísel do vzorce získáme hodnotu $t = 0,32$, což zdaleka nepostačuje k odmítnutí hypotézy, že výkonnost fondu Legg Mason Value Prim se v zásadě neliší od výkonnosti indexu. Zajímavá je otázka, jak dlouhé doby by bylo zapotřebí, abychom mohli na 95% hladině pravděpodobnosti rozhodnout, že výnosy fondu překonaly výnosy indexu.

Pokud budeme optimisticky předpokládat, že výnosy a volatilita zůstanou na stejné úrovni, potřebovali bychom asi čtyři sta let, abychom mohli skutečně zodpovědně prohlásit, že fond konzistentně poskytuje výnosy nad úroveň průměrného tržního indexu. Vzpomeňme si na Teda Aronsona (viz podkap. 1.17) a jeho skepticismus ohledně možnosti výběru nadprůměrných investičních manažerů. Potřebná doba čtyř století je zhruba uprostřed intervalu dvaceti až osmi set let, který Aronson uvádí jako potřebný pro odlišení skutečných schopností a náhody. Nyní tedy máme jeho tvrzení podloženo výpočtem.

Proč jsme však byli schopni prohlásit, že fond obligací Mezinárodní nizozemské překonal konkurenci na statisticky významné úrovni během pouhého jednoho roku? Důvodem byla výrazně nižší volatilita obligací ve srovnání s akciemi. Volatilita výnosů hraje při hodnocení výkonnosti zásadní a často opomíjenou roli. Není totiž žádné umění mít štěstí a dosáhnout vysokých výnosů při velkém riziku. Ale ani seriózní statistika nezaručí, že výnosy fondů, které byly prokazatelně dobré v minulosti, se budou opakovat. Statistika hovoří o minulosti, ale není žádnou zárukou, že trend historické výkonnosti bude pokračovat i v budoucnosti. Statistické testy by měly být chápány jako „první pomoc“ proti klamavým reklamám fondů a proti manažerům, kteří jsou „nadprůměrní“ jen zdánlivě.

Statistika rovněž není schopna zachytit význam lidského faktoru, který je ve financích zásadní. Co když špičkový manažer po deseti nebo dvaceti letech prokazatelně nadprůměrné výkonnosti odejde do důchodu, onemocní duševní chorobou, propadne alkoholu anebo dokonce přejde ke konkurenci? Konečně, volatilita není zdaleka jedinou mírou rizika. Zejména u pevně úročených cenných papírů hraje velmi významnou roli schopnost dlužníka hradit své závazky – kreditní riziko, které nelze vyjádřit pomocí volatility.

Poznámka z roku 2007: Fondy fondů a diverzifikace manažerského rizika

V původním vydání jsem se nevěnoval problematice diverzifikace manažerského rizika. Fondy fondů, pokud tehdy existovaly, byly drahé a jejich výkonnost byla nepřesvědčivá. V roce 2007 se ale situace změnila s příchodem fondů Pioneer Multibrands, které umožňují velmi širokou diverzifikaci nejen napříč regiony a odvětvími, ale také mezi různými manažery.

Fondy Pioneer Multibrands umožňují natolik dobrou diverzifikaci, že i méně náročný investor se obejde bez dalších fondů, akcií či jiných cenných papírů. Kromě toho je jištěný proti měnovému riziku, což je další výhoda. Průměrný výnos fondu Multibrand Progressive je velmi blízký výnosům indexu MSCI World. To však je vlastně dobrá zpráva: ukazuje se, že jde o poplatkově efektivní a skutečně globálně diverzifikovaný fond. Tento aktivně řízený fond lze doporučit – byť poněkud paradoxně – jako alternativu globálního indexového fondu, který není na českém trhu k dispozici.

5.6 Volatilita a inflace

Jak vypočteme výnosy a rizika investic v inflačním prostředí? Pro výpočet reálných výnosů použijeme následující vzorec:

$$R_r = (1 + R) / (1 + i) - 1,$$

kde R_r je reálný očekávaný výnos, R je očekávaný nominální výnos (neочиštěný o inflaci) a i je prognóza inflace – vše v procentech. Nominální výnos ve výši 4,5 % po očištění o 9% inflaci se tedy bude rovnat reálnému výnosu v hodnotě – 4,13 %.

Volatilita nominálních výnosů σ se skládá s volatilitou inflace σ_i za pomoci korelačního koeficientu ρ , který udává souvislost nominálních výnosů s inflací:

$$\sigma = \sqrt{\sigma_r^2 + \sigma_i^2 + 2 \cdot r \cdot \sigma_i \cdot \rho}.$$

Jestliže je tato korelace dokonale záporná (tj. pokud inflace bezprostředně snižuje výnosy a platí $\rho = -1$), je volatilita reálných výnosů rovna součtu volatilit nominálních výnosů a volatility inflace:

$$\sigma_r = \sigma + \sigma_i.$$

Toto je případ korunových pevně úročených cenných papírů. U cenných papírů, jejichž výnosy na inflaci nezávisí, je celková volatilita reálných korunových výnosů zahraničních cenných papírů rovna:

$$\sigma = \sqrt{\sigma_r^2 + \sigma_i^2}.$$

Následující vztah platí pro cenné papíry, jejichž výnosy jsou dokonale kladně korelované s inflací, tj. jejichž cena roste v souladu s tempem inflace a které mohou sloužit jako dokonalá ochrana proti inflaci (*inflation hedge*). V takovém případě pro volatilitu reálných výnosů platí:

$$\sigma_r = \sigma - \sigma_i.$$

Podle zkušeností z hyperinflačních ekonomik se mohou někdy podobně chovat výnosy akcií. Často se však stává, že vysoká inflace bývá doprovázena dalšími ekonomickými a politickými problémy, které poškozují akciový trh. Cenné papíry, jejichž výnosy by byly perfektně korelované s inflací, neexistují. Proto se nelze plně spoléhat na domácí akciový trh jako na dokonalou pojistku proti inflaci.

5.7 Volatilita a měnové riziko

Je optimální vyvarovat se měnových spekulací, avšak je prakticky nemožné se vyhnout měnovému riziku, pokud investujeme do mezinárodně diverzifikovaného portfolia. A protože Česká republika představuje jen nepatrný zlomek světové ekonomiky, rozumný český investor by měl diverzifikovat své portfolio v mezinárodním měřítku. Bylo by příliš riskantní koncentrovat všechny finanční prostředky uvnitř tohoto miniaturního teritoria. Měnové riziko je tedy nutnost, se kterou racionální investor musí počítat. Ale jak?

Měnové riziko podobně jako riziko akcií lze vyčíslit pomocí volatility. Řekněme, že odhad volatility amerického akciového indexu S&P 500 činí 16 %, zatímco volatilita kursu dolaru vůči kursu koruny činí zhruba 9 %. Jaká bude volatilita amerického akciového indexu vyjádřená v korunách (tj. s ohledem na měnové riziko)?

Předpokládejme, že dolarový kurs koruny a kurs amerických akcií jsou na sobě nezávislé. (Jelikož nelze najít žádný rozumný ekonomický důvod pro závislost obou kursů, je tento předpoklad naprosto rozumný.) Korunovou volatilitu amerických akcií v tomto případě vypočítáme jednoduše podle vzorce:

$$\sigma = \sqrt{\sigma_{index}^2 + \sigma_{USD/Kč}^2},$$

tedy:

$$\sigma = \sqrt{16^2 + 9^2} = 18,4.$$

V důsledku měnového rizika je celková volatilita amerického indexu vyjádřená v korunách poněkud vyšší. V porovnání s rizikem akciového trhu je však měnové riziko v tomto případě víceméně zanedbatelné. Zvýšení rizika tedy nemusí pro akciového investora představovat závažný důvod proti americkým akciím (nebo obecně proti zahraničním akciím vůbec).

Jiná situace však může nastat v případě pevně úročených cenných papírů. Představme si situaci českého investora, který prahne po maximálním bezpečí. Zajímá se tedy o krátkodobé americké pokladniční poukázky, které jsou považovány za jedny z nejbezpečnějších cenných papírů na světě. Jejich volatilita vyjádřená v dolarech se pohybuje pouze zhruba kolem jednoho procenta. Jak ovšem vypadá situace z pohledu korunového investora?

$$\sigma = \sqrt{1^2 + 9^2} = 9,1.$$

V důsledku měnového rizika dosahuje celkové riziko amerických pokladničních poukázek hodnoty 9,1 %. Nelze již tedy hovořit o investici s velmi nízkým rizikem. Náš investor by si proto měl potenciální nákup amerických pokladničních poukázek velmi dobře rozmyslet. Je velmi pravděpodobné, že investice do korunových, pevně úročených cenných papírů (ať už obligací nebo nástrojů peněžního trhu) by pro tohoto investora

byly vhodnější. Nelze však pronášet unáhlené soudy, aniž bychom provedli celkovou analýzu potřeb daného investora a stavu jeho portfolia.

Poznámka z roku 2008: Posilování koruny

Výše uvedený odstavec byl napsán v době, kdy mohutné posilování koruny z období 2002 – 2008 nikdo nepředvídal. Ačkoli stále platí, že v porovnání s rizikem akciového trhu je měnové riziko téměř zanedbatelné, trendové oslabování cizích měn vůči koruně má svůj význam. Jestliže investujeme do akcií nebo fondů v cizí měně bez jistění měnového rizika, musíme počítat s tím, že očekávaný výnos může být nižší o 2 – 5 % ročně. V době psaní šestého vydání této knihy vše nasvědčovalo tomu, že posilování koruny bude ještě nějaký čas trvat. Pozor tedy na cizí měny, zejména při investování do pevně úročených cenných papírů.

5.8 Riziko platební neschopnosti

U pevně úročených cenných papírů existují tři dominantní zdroje rizika. Jedním z nich je riziko změn úrokových měr, o kterém pojednává kapitola 7. Jak předpovídat výnosy. Druhým je riziko inflace, o kterém již byla řeč. Třetím zásadním faktorem je riziko platební neschopnosti, které se vyjadřuje pomocí ratingového hodnocení. Rating je písmenná zkratka, která udává pravděpodobnost vzniku platební neschopnosti bank, průmyslových podniků, ale také obcí nebo států. Bývá udělován specializovanými agenturami a jeho „výroba“ je po odborné stránce velmi náročná. Agentury vyhodnocují finanční sílu hodnoceného subjektu, jeho postavení na trhu, případná legislativní a politická rizika atd.

Na neznalost ratingového hodnocení doplatila již dlouhá řada českých vkladatelů, neboť měli své finanční prostředky uloženy u bank, které později zkrachovaly. Zkrachovalé české banky totiž vesměs ratingové hodnocení postrádaly. Pouhá znalost existence ratingového hodnocení tak mohla informovanému vkladateli ušetřit hodně peněz. Hodláme-li svěřit své peníze jakékoli peněžní instituci (ať už jde o banku, investiční společnost či makléřskou firmu), neuděláme žádnou chybu, zeptáme-li se na její ratingové hodnocení. Existují sice i solidní firmy, které rating dosud nemají, avšak dobrý rating vždy znamená vyšší bezpečí a menší stupeň nejistoty.

Výhoda ratingu spočívá v tom, že jej může použít prakticky každý. K porozumění jeho významu není třeba žádného odborného vzdělání. Je pouze nutné vědět, že rating existuje a co vlastně znamená. O významu ratingu poskytují alespoň stručný přehled následující tabulky. Pro úplnost dodejme, že kromě stupňů AAA až CCC některé agentury rozlišují ještě stupeň D (platební neschopnost, angl. *default*), popřípadě *n/r* (nehodnoceno – *not rated*).

Ratingová stupnice podle Standard & Poor's

1. Investiční dlouhodobý rating

AAA Potenciál emitenta plnit závazky je velmi vysoký.

AA Potenciál emitenta plnit závazky je jen nepatrně nižší než u ratingu AAA.

A Potenciál emitenta plnit závazky je stále velmi silný, splnění závazků je však více ovlivněn nepříznivým vývojem podnikatelských, ekonomických a jiných podmínek.

BBB Tento stupeň stále vykazuje dostatečnou kapacitu emitenta plnit své závazky.

2. Neinvestiční (spekulativní) dlouhodobý rating

BB Emitent je vystaven nejistotám či možnostem nepříznivých podnikatelských a ekonomických podmínek, které by mohly vést k nedostatečné schopnosti emitenta splatit své závazky.

B Emitent je v současné době schopen splácet své závazky, zhoršené podnikatelské nebo ekonomické podmínky však pravděpodobně ohroží schopnost nebo ochotu emitenta splácet své závazky.

CCC Emitent je v současné době náchylný k nedodržení svých závazků; jejich splacení závisí na příznivých podnikatelských a ekonomických podmínkách, v případě nepříznivých podmínek emitent s velkou pravděpodobností nebude schopen své závazky splatit.

CC Emitent je velmi náchylný k nesplacení svých závazků.

C Emitent sice v současné době splácí své závazky, avšak jeho platební schopnost je velmi vážně ohrožena (např. na emitenta bylo uvaleno konkursní řízení).

Zdroj: Standard & Poor's

Tabulka 5.6 Rating a riziko platební neschopnosti

Rating	Pravděpodobnost platební neschopnosti (%)			
	Po jednom roce	Po pěti letech	Po deseti letech	Po dvaceti letech
Aaa	0,00	0,14	0,77	2,05
Aa	0,03	0,36	0,99	2,32
A	0,01	0,50	1,55	4,45
Baa	0,12	1,67	4,39	10,89
Ba	1,29	11,10	20,63	36,99
B	6,47	27,74	43,91	52,90

Zdroj: Moody's

Z tabulky je zřejmé, že rating je velmi účinný nástroj pro předpovídání platební neschopnosti podniků. Finanční trhy jsou si toho samozřejmě vědomy, což se projevuje na ceně kapitálu. Podniky s ratingem investičního stupně (tj. Baa nebo lepším podle stupnice Moody's) mají možnost půjčovat si peníze za nižší úroky než podniky tzv. spekulativního stupně (rating Ba a horší).

V USA se během 90. let pohybovalo rozpětí mezi výnosy obligací vydaných podniky spekulativního stupně a výnosy federálních pokladničních poukázek (tzv. *spread*) v rozmezí 2,8 % (1997) – 7,9 % (1991). Rozdíl v kvalitě dlužníků se ovšem promítá do ceny kapitálu všude na světě, nejen v USA. Subjekty, které jsou nuceny platit za kapitál vysokou cenu, jsou vždy rizikovější. Krajním případem jsou různé podvodné firmy nabízející „zaručené“ 25% roční zhodnocení. **Podvodníci vždy hovoří o zárukách, kdežto slušné firmy klienty spíše upozorňují na možná rizika.**

Ale i zcela legální podnikání je nebezpečné, když slibuje nepřiměřený zisk. V době, kdy vzniká tento text, visí v Praze velké plakáty s reklamou jisté záložny. Centrálním motivem reklamy je text „Úrok 16,2 % vám v bance nedají!“ Pravda, v žádné solidní bance není dostupný tak vysoký úrok z vkladů. Ovšem zhruba 10% rozdíl hovoří o tom, že v příslušné záložně možná nedostanete nazpět ani jistinu. Riziko podnikání musí být při takto vysokém rozpětí obrovské. Praktický postřeh pro potenciálního klienta bank nebo

jiných peněžních ústavů: vybírejme si vždy banku, která má rating investičního stupně. Zásadně se vyhýbejme vkladům nebo jiným investicím s podezřele vysokým úrokem.

Tabulka 5.7 Zbytková hodnota dluhů (cenných papírů) po vyhlášení platební neschopnosti v letech 1970 – 1998

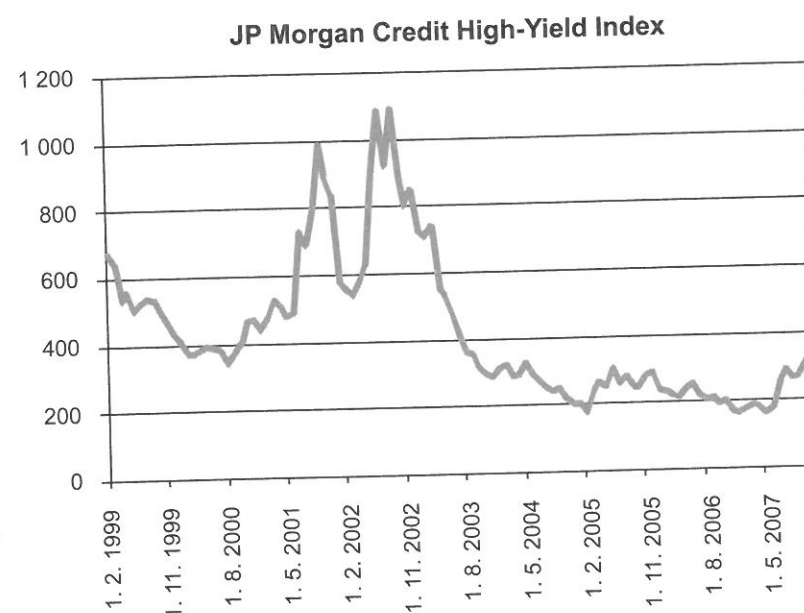
Typ dluhu (cenného papíru)	Průměrná zbytková hodnota po bankrotu
Bankovní úvěry zajištěné zástavou	70 %
Obligace zajištěné zástavou	55 %
Nezajištěné obligace	51 %
Podřízený dluh	34 %
Preferenční akcie	10 %

Zdroj: Moody's

Doposud jsme se zabývali pravděpodobností bankrotu. Když však již k bankrotu dojde, nemusí to vždy znamenat, že věřitel přijde o celou hodnotu jistiny. Statistika agentury Moody's poskytuje představu o tom, jaké bylo průměrné historické procento hodnoty, kterou se podařilo po bankrotu zachránit. Na jedné straně vidíme, že ani zástava obvykle nepředstavuje stoprocentní krytí poskytnutých úvěrů. Na druhé straně se ukazuje, že ani nezajištěný nebo podřízený dluh nebývá po bankrotu zcela bezcenný (alespoň v průměru sledovaném agenturou Moody's; v individuálních případech je možné leccos).

Kreditní spread (rozpětí mezi výnosy rizikových dluhopisů a státních dluhopisů, u nichž se předpokládá nulové kreditní riziko) je důležitým ukazatelem vývoje zdraví a finanční stability ekonomiky v místním i světovém měřítku.

Index JP Morgan Credit High-Yield ukazuje průměrné rozpětí mezi yieldy (výnosy do doby splatnosti) rizikových podnikových dluhopisů spekulativní kategorie a yieldy



Zdroj: Bloomberg

amerických státních dluhopisů. Období 2000 – 2003 vykazuje velmi vysoké hodnoty v důsledku působení celé řady rizikových faktorů: prasknutí internetové bubliny, hospodářská recese, podvody v Enronu a podobných firmách, 11. 9. 2001 v USA, války v Afghánistánu a Iráku, atentáty v Londýně a Madridu apod.

V roce 1999, v době prvního vydání Investiční strategie, jsem věru netušil, jak dramatické a na události bohaté bude první desetiletí třetího tisíciletí! A to ještě zřejmě není vše: povšimněte si opětového nárůstu spreadu v průběhu roku 2007 v důsledku prasknutí bubliny tzv. substandardních hypoték v USA.

Sledování kreditních spreadů se vyplatí i těm, kteří se rizikovým dluhopisům vyhýbají. Platí totiž železná zásada, že riziko high-yield dluhopisů se týká i akcií. Když high-yield spread roste, klesají akciové indexy, a naopak. Index high-yield navíc funguje jako celkem včasný indikátor, na rozdíl od makroekonomických ukazatelů jako je např. HDP, atd. High-yield spread je nezbytnou součástí systému včasného varování.

5.9 Praktické závěry

- **Volatilita je základním prostředkem analýzy rizika.** Lze bez přehánění říci, že na volatilitě stojí celá moderní teorie portfolia.
- Pro dlouhodobého investora má volatilita význam hlavně proto, že v jejím důsledku se průměrný budoucí výnos liší od střední hodnoty výnosu a od nejpravděpodobnější hodnoty výnosu. Znalost těchto efektů má zásadní praktický význam.
- **Základním prostředkem pro snížení volatility je diverzifikace.** Ačkoli se občas vyskytují názory, že diverzifikace vede pouze k průměrným výsledkům, jde o falešnou kritiku plynoucí z neznalosti základních pojmů. V delším časovém horizontu vede diverzifikace ke zvýšení střední hodnoty výnosu.
- Ačkoli výši volatility lze snadno spočítat na základě historických časových řad, je nutné brát v úvahu, že jde vždy jen o odhady budoucí volatility. Minulost sice může sloužit jako vodítko, „přesně“ vypočtenou hodnotu minulé volatility ovšem nelze pokládat za dokonalou předpověď budoucnosti.
- **Ratingové hodnocení má zásadní význam pro analýzu pevně úročených cenných papírů** a každý racionální investor (i drobný střádal) by měl znát jeho podstatu a význam. Dodejme, že navzdory kritice ratingových agentur po finanční krizi 2007 – 2010.
- **Předpovídat výnosy je obecně obtížné. Předpovídat a omezovat rizika je snazší.** Proto by analýza rizika měla být pokládána za základní složku analýzy cenných papírů. Předpovídání výnosů je méně významné.

6. Dynamika a diagnostika burzovních krachů

„Zkušenost nespočívá ve vašich zážitcích, nýbrž v tom, co s nimi uděláte.“

Aldous Huxley, anglický spisovatel

Burzovním krachem rozumíme pokles trhu v řádech desítek procent během několika dní nebo týdnů. Krach bývá samozřejmě spojen s velmi výrazným nárůstem volatility trhu. Může také představovat důvod pro porušení zásady „nikdy nečasovat trh“. Proto je vhodné věnovat těmto jevům speciální pozornost.

Existují v zásadě dva druhy burzovních krachů. První, který můžeme nazývat „benigní“, je zpravidla brzy překonán obnoveným růstem. Nemá prakticky žádné makroekonomické důsledky. Investor, který benigní krach jednoduše „zaspí“, neudělá žádnou chybu, a navíc ušetří transakční náklady. Typickým případem benigního krachu je pád akciových trhů ve vyspělých zemích v říjnu 1987 nebo v září 1998.

Druhý typ krachů (které nazveme krachy „maligními“ neboli zhoubnými) je mnohem nebezpečnější. Jejich následky mohou trvat léta nebo dokonce desetiletí. Například americké akcie dosáhly po krachu v roce 1929 své původní rekordní reálné hodnoty až během 50. let. Japonský akciový index Nikkei se koncem 20. století stále pohyboval zhruba na necelé polovině maximální úrovně, které dosáhl v prosinci 1989. Investor, který se střetne s maligním krachem, udělá nejlépe, když daný trh na mnoho let opustí – i za cenu ztrát. Maligní krachy jsou rovněž doprovázeny rozsáhlými makroekonomickými i mikroekonomickými problémy (hospodářská stagnace, nezaměstnanost, potíže bankovního sektoru, *credit crunch*¹⁸ atd.)

Předpovídat krachy nelze a pokusy v tomto směru mají téměř bez výjimky šarlatánský charakter. Existují však jisté diagnostické techniky, které umožňují včas rozeznat benigní a maligní krach.

6.1 Jednoduchý matematický model burzovních krachů

Jednoduchý a přitom velmi realistický model krachů na kapitálových trzích lze sestavit následujícím způsobem. Předpokládejme, že:

- Existuje vnitřní hodnota kapitálového trhu, která je dána součtem diskontovaných budoucích výnosů, jaké by investor v budoucnosti získal v ideálním případě nulového rizika¹⁹.

¹⁸ Tento termín, označující situaci, kdy banky nepůjčují peníze, přestože mají dostatek zdrojů, výstižně překládá známý ekonom Miroslav Singer jako „kreditní křupnutí“.

¹⁹ Koncem srpna 1999 napsal James Surowiecki v časopise *Slate*: „Skutečně se zdá, že investoři dnes pokládají akcie za méně rizikové než dříve, věří, že inflace nepředstavuje dlouhodobou hrozbu a že hospodářská dominance amerických společností – spojená s nedávným neobvyklým růstem zisků – může dlouhodobě pokračovat. Dejte si tyto věci dohromady a vyjde vám silný argument pro vyšší ceny akcií. Jákýkoli z těchto předpokladů může být ovšem mylný.“ Předpoklady, které Surowiecki uvádí, se velmi blíží definici ideálního případu nulového rizika.

- Trh je v zásadě efektivní, což znamená, že ceny akcií se přizpůsobují novým úrovním své vnitřní hodnoty prakticky okamžitě, jakmile se tato vnitřní hodnota změní v důsledku vzniku nových informací. (Náš model však nevyžaduje, aby efektivita trhu byla dokonalá.)
- Účastníci trhu mají averzi vůči riziku, což znamená, že trh vyžaduje diskont (slevu) za riziko. Výše tohoto diskontu bude úměrná výši rizika. Skutečná hodnota trhu (vyjádřená například hodnotou akciového indexu) bude proto vždy menší nebo rovna hypotetické vnitřní hodnotě, která předpokládá nulové riziko trhu.

Náš model bude simulovat fungování kapitálového trhu v diskrétních krocích, které odpovídají jednotlivým obchodním dnům. Uvedeným předpokladům odpovídá tento rekurentní vzorec pro výpočet hodnoty akciového indexu P v t -ém kroku simulace:

$$P_t = \frac{P_{t-1}}{1 + c \cdot \sigma_t} + (F_{t-1} - P_{t-1}),$$

- kde P je tržní cena akciového indexu;
 σ_t je historická volatilita výnosů simulovaného aktiva v t -ém kroku simulace (udává hodnotu rizika, tak, jak je v daném simulačním cyklu vnímáno trhem);
 c je koeficient averze vůči riziku;
 F je fundamentální (vnitřní) hodnota akciového indexu.

Metoda výpočtu σ_t není záměrně uvedena. Existuje řada způsobů, jak určit volatilitu, přičemž nelze jednoznačně stanovit, který je optimální²⁰. Pro jednoduchost budeme jako míru rizika brát v úvahu pouze historickou volatilitu. Pokud je riziko nulové ($\sigma_t = 0$) nebo pokud trh je rizikově neutrální, výše uvedený vzorec nabývá formy:

$$P_t = F_{t-1},$$

což znamená, že v ideálním případě bude tržní index dokonale sledovat poslední vnitřní hodnotu trhu.

Jestliže bude F sledovat geometrickou náhodnou procházku s normálním rozdělením výnosů (což je klasický model chování kapitálových trhů vycházející z moderní teorie portfolia), bude P překvapivě věrně simulovat vývoj indexů reálných kapitálových trhů, zejména včetně „benigních“ krachů. Podobnost s reálnými časovými řadami indexů zahrnuje také tzv. nadměrnou špičatost (*excess kurtosis*) rozdělení výnosů, což je jev, který je ve finančních časových řadách běžný a není dosud uspokojivě teoreticky vysvětlen. Uvedený rekurentní model krachů na kapitálovém trhu rovněž ukazuje, že akciové kursy mohou náhodně kolísat i bez zřejmé vnější příčiny. To je samo o sobě zajímavé, protože hypotéza efektivních trhů hovoří o změnách cen pouze v důsledku působení nových informací.

²⁰ V našem modelu používáme „nejklasičtější“ způsob výpočtu volatility: standardní odchylku výnosů. Nicméně i při tomto přístupu existuje možnost volby, za jak dlouhou historii bude standardní odchylka výnosů počítána. V reálném světě je věc komplikována psychologickými faktory, které jsou ze samé podstaty věci nevyčíslitelné.

Jak simulovat „maligní“ krachy typu Černého pátku anebo ruské krize? Za tímto účelem zavedeme do modelu nelineární prvek. Jestliže během „benigního“ krachu dojde k většímu poklesu P , než kolik činí jistá kritická hranice, dojde k poklesu vnitřní hodnoty trhu F . Nejjednodušším způsobem lze tento efekt vyjádřit takto:

$$\text{jestliže } \frac{P_t}{P_{t-1}} - 1 < L_K, \text{ potom } F_t = F_{t-1} \cdot K_K,$$

- kde L_K je kritický práh ztráty,
 K_K je koeficient z intervalu (0;1), který určuje pokles vnitřní hodnoty trhu v reakci na pokles ceny přesahující kritický práh L_K .

6.2 Historické zkušenosti

Jinými slovy: jestliže pokles akciového indexu překročí určitou mez, může akciový krach způsobit krizi reálné ekonomiky – krizi, která způsobí pokles vnitřní hodnoty trhu a další pokles hodnoty akcií. Podmínky, za nichž k tomuto jevu může dojít, popisuje novinář Frederick Lewis Allen ve svém líčení průběhu Černého čtvrtka²¹ 24. října 1929 takto: „*Onen památný den začalo obchodování s akciemi na stabilní úrovni, avšak v obrovském měřítku. Akcie firmy Kennecott se objevily na trhu v bloku 20 000 kusů, akcie General Motors ve zhruba stejně velkém množství. Náhle se trend zlomil. Nápor prodejních příkazů byl znepokojivě silný. Kursy klesaly. (...) Než uplynula první hodina obchodování, bylo zřejmé, že kursy šly dolů s nebyvalou a ohromující silou. Zaměstnanci i klienti makléřských firem v celých Státech sledovali nejnovější kursy a dívali se jeden na druhého s výrazem překvapení a rozpaků. Odkud proboha přicházela ta záplava prodejních příkazů? Přesná odpověď na tuto otázku nebude asi nikdy známa. Zdá se však pravděpodobné, že principiální příčinou zlomu během první hodiny 24. října nebyla panika. (...) Příčinou problémů byly nucené prodeje. Nucený výprodej stovek tisíc akcií z účtů obchodníků, kteří se ocitli v problémech, protože jejich úvěrové účty byly úplně nebo téměř vyčerpané. Gigantická stavba trhu podložená spekulativními úvěry se začala hroutit pod vlastní vahou... Nebylo ani náznaku nějaké podpory. Dolů, dolů, dolů. Hluk na burzovním parketu přerostl v panický řev.*“

Vcelku náhodně zakolísání akciových kursů, které by za jiných okolností prošlo bez problémů, mělo drastický dopad. Index Dow Jones se během Černého čtvrtka snížil o 3,2 %. Předchozí den, ve středu 23. října 1929, poklesly americké akcie o 5,9 %. Tento pád znamenal překonání kritické hodnoty ztráty L_K , která měla za následek epidemii platební neschopnosti a Velkou hospodářskou krizi ve 30. letech. Platební neschopnost vyústila v další pokles kursů akcií, což mělo za následek snížení hodnoty akciových portfolií ve vlastnictví bank, podniků i jednotlivců. Ekonomika i akciový trh se ocitly na počátku klesající spirály, která vešla do dějin pod názvem Velká hospodářská krize²².

²¹ Někdy se v souvislosti s rokem 1929 hovoří o Černém čtvrtku, jindy o Černém pátku. Skutečností zůstává, že k největšímu propadu došlo v pondělí 28. října 1929, kdy index Dow Jones Industrial ztratil 12,33 %. Ve čtvrtek 24. 10. poklesl index pouze o 3,19 % a o den později dokonce mírně posílil.

²² Američané dnes dávají přednost názvu *Great Depression*. Slovo „krize“ se dnes již prakticky nepoužívá – právě proto, že dosud vyvolává neblahé vzpomínky na třicátá léta.

Klesající spirála charakteru Velké krize se může uskutečnit v případě, kdy je přítomno riziko selhání systému. V USA byl tímto rizikovým faktorem nezdravý stav bankovního sektoru, o čemž svědčí krach zhruba deseti tisíc bank během první poloviny 30. let. Podobné problémy měly koncem 20. století zejména Indonésie a Rusko. Další systémový problém představuje enormní korupce, která znemožňuje efektivní investování kapitálu.

Americká Velká krize trvala řadu let, ale přinesla výsledky: stabilní bankovní sektor a solidní regulaci kapitálových trhů. Společně s existencí právního státu (včetně fungování bankrotového zákona) přispěly tyto faktory k tomu, že se ve Spojených státech podobná krize již neopakovala. Když v roce 1987 došlo k ještě mnohem horšímu poklesu kursů akcií²³ než koncem října 1929, nemělo to žádné dopady na reálnou ekonomiku. Americký hospodářský systém byl dostatečně robustní, aby pokles akcií přežil ve zdraví. Řečeno terminologií našeho modelu, kritický práh ztráty byl díky solidnějšímu systému položen mnohem níže, takže krach nepřerostl do maligní fáze.

USA se z Velké krize poučily, nikoli však jiné světové ekonomiky. Mexická krize z přelomu let 1994 – 1995 měla velmi podobný mechanismus. Kombinace levných úvěrů a pevného měnového kursu měla na mexickou ekonomiku obdobný zničující dopad. Příliv levných peněz do Mexika způsobil tlak na inflaci. Růst cen při pevném kursu pesa vůči dolaru měl za následek růst dovozu a zhoršování zahraničně-obchodní bilance. Tento vývoj celkem přirozeně vedl k tlaku na devalvací měny. Neodvratná devalvace pesa v prosinci 1994 měla pak podobný dopad na mexickou ekonomiku jako pád akciových kursů v roce 1929 v USA. Také v tomto případě šlo o počátek spirály vedoucí k vážné hospodářské krizi.

Ukazuje se, že pevný kurs domácí měny (ať už jde o pevný kurs vůči zlatu, dolaru anebo jiné měně) je velmi často příčinou vážných hospodářských potíží, zejména je-li kombinován se snadným přístupem k levnému kapitálu. Asijská krize, která se otevřeně projevila v druhé polovině roku 1997, byla způsobena přesně stejnými faktory. Je to až únavné opakovat, ale kombinace nadbytku kapitálu a pevných kursů v zemích později postižených krizí (zejména v Thajsku, Indonésii, Jižní Koreji a Malajsii) vytvořila nerovnovážný stav. Velice živě dokládá tuto situaci krátká citace z hongkongského deníku *South China Morning Post* ze dne 30. května 1997 – v předvečer propuknutí asijské krize: „Dvě stě dvacet dva procent. Tolik činil během včerejška papírový zisk šťastných majitelů akcií Beijing Enterprises, když začalo oficiální burzovní obchodování. Pouhé tři desetiny procenta zájemců o akcie však mohly být uspokojeny. Většina upisovatelů si na nákup akcií z primární emise půjčila peníze – tolik, kolik jen bylo možné si půjčit. Jak se cena akcií bude vyvíjet dále, je otevřenou otázkou.“

Opět stará historie: levný kapitál a nákup akcií na úvěr. Od května 1997 do září 1998 poklesla hodnota akcií Beijing Enterprises na pětinu původní hodnoty. Investoři, kteří si půjčili peníze na nákup akcií, udělali velmi špatný obchod. Mnozí se zajisté dostali do značných těžkostí podobně jako jejich američtí kolegové před necelými sedmdesáti lety.

Vidíme, že mechanismus burzovních krachů a souvisejících hospodářských potíží funguje na celém světě velmi podobným způsobem. Nelze předpovídat datum vypuknutí krize, její

²³ Během dvou obchodních dní (pátek 16. 10. a pondělí 19. 10. 1987) poklesl index Dow Jones Industrial o 26,2 %.

intenzitu ani její konec. Nelze určit ani to, jaký impuls krizi bezprostředně nastartuje²⁴. Lze však identifikovat faktory, které byly nebezpečné během minulých krizí, a poučit se z minulých chyb. Z rekurentního modelu zároveň vyplývá, že ani stamiliardové záchranné balíky nemohou přinést trvalé odstranění nestability systému. Naopak, nadměrná štedrá mezinárodní pomoc může přispět k odkládání skutečných řešení.

6.3 Praktické závěry

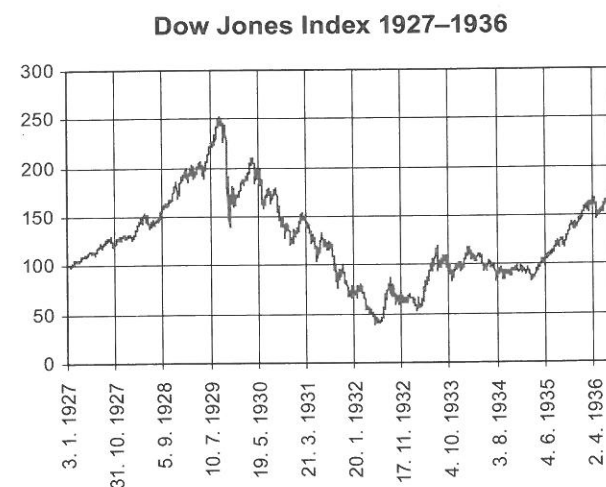
- **Nelze nijak předpovídat, kdy krach nastane.** Lze jen registrovat varovné příznaky a jednat (či nejednat) v souladu s nimi.
- **Jestliže ke krachu dojde, je důležité odhadnout, zda se jedná o krach benigní či maligní.** V prvním případě nemá smysl dělat nic – optimální je klidně počkat, až se bouře přežene. Benigní krach nijak nemění naše investiční záměry. V případě maligního krachu je optimální strategií opustit trh bez ohledu na rozsah realizovaných ztrát.
- **Ani benigní krach nemusí být zcela bezbolestnou záležitostí.** Na Tchaj-wanu došlo v roce 1990 k „benignímu“ krachu, během něž poklesl akciový index o 80 %. Tento propad sice nebyl doprovázen hospodářskou krizí, avšak zotavení z takto hlubokého propadu trvalo bezmála 10 let.
- Protože realizovat ztráty v důsledku maligního krachu je velice nepříjemné, **bývá lepší vyhnout se trhům, kde maligní krachy hrozí.** Jsou to kapitálové trhy s nedostatečnou právní a organizační úpravou kapitálového trhu, s nedostatečnou úrovní poskytování informací, akciové trhy zemí s vysokou úrovní korupce a trhy, kde je propojen svět obchodu a svět politiky²⁵. Významným rizikovým faktorem je vysoká úroveň krátkodobého zadlužení²⁶, avšak celková úroveň deficitu státního rozpočtu nehraje významnou roli.
- **Velmi riskantní jsou trhy s fixním měnovým režimem, kdy je místní měna „zavěšena“ na tzv. tvrdé měny.** To byl i případ měnové krize v ČR v květnu 1997. Ačkoli nešlo o skutečně vážnou měnovou krizi (kurs koruny oslabil jen relativně mírně a záhy se vzpamatoval), důsledky těchto událostí byly pro ekonomiku i pro akciový trh velmi nepříznivé. Fixní měnový režim může výrazně zhoršit průběh hospodářské recese, jak se stalo v 90. letech 19. století v USA (v důsledku zlatého standardu) a v 90. letech 20. století například v Hongkongu nebo v Argentině (měny těchto zemí byly pevně vázány na americký dolar podobným stylem, jakým byl americký dolar o sto let dříve vázán na zlato).
- **Velmi nebezpečné je, když veřejnost masivně investuje vypůjčený kapitál.** Tento faktor byl v roce 1929 pravděpodobně klíčovým pro vypuknutí Velké krize.

²⁴ V říjnu 1929 byl startovním impulsem náhodný pokles akciových kursů. V případě asijské krize v roce 1997 jím byla nucená devalvace thajského bahtu.

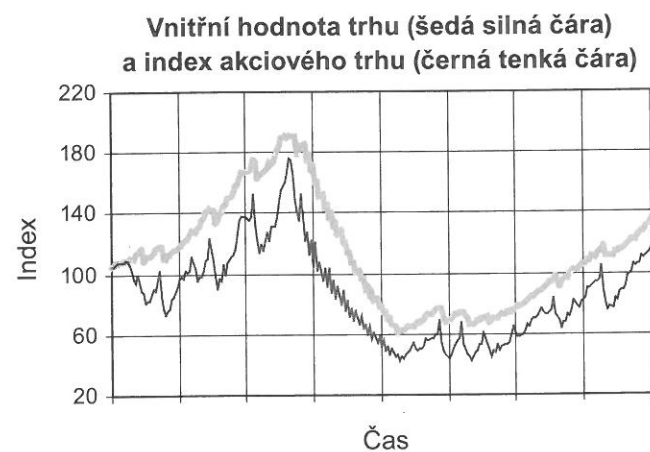
²⁵ Což byla v 90. letech přesná charakteristika českého akciového trhu. Však také pokles kursů českých akcií v letech 1994 – 1998 nesl všechny znaky maligního krachu.

²⁶ Steven Radelet a Jeffrey Sachs: *The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies and Prospects*, 1998 (nepublikovaný rukopis). Radeletova a Sachsova práce se soustřeďuje na asijskou krizi, avšak faktor vysokého krátkodobého zadlužení byl přítomen i během ruské a mexické měnové krize.

- **S krachy jak maligními, tak benigními je nutné počítat i v 21. století.** Existovaly v minulých stoletích, ve 20. století a bezpochyby budou vznikat i ve třetím tisíciletí. Žádná „globální finanční architektura“ je neodstraní. Zejména profesionální organizace spravující portfolia cenných papírů by proto měly umět s nimi počítat – a to doslova. K tomuto účelu může posloužit rekurentní model vývoje cen na kapitálových trzích, který byl představen v této kapitole.
- **Konečně, trh po krachu může představovat extrémně atraktivní investiční příležitost.** Jde samozřejmě o to poznat, zda krach byl benigní (tedy krátký), anebo maligní (pokračující po dobu několika let po prvotním poklesu.)



Graf Průběh Velké krize na americkém akciovém trhu
Zdroj: William Schwert



Graf Ekonomická krize simulovaná rekurentním modelem kapitálového trhu
Zdroj: Pavel Kohout



Graf Vývoj ruského akciového indexu RTSI od května 1996 do července 1998
Zdroj: Reuters

7. Jak předpovídat výnosy

„Jisté je jen jedno, a sice, že jisté není nic.“

Lao-c’

„Dubio ergo cogito ergo sum.“²⁷

René Descartes

7.1 Problémy s prognózami

„Porostou úrokové sazby? Kam půjde akciový trh? Tyto otázky jsou zpravidla nejméně důležité, protože nikdo je nemůže zodpovídat soustavně a s jistotou. Anebo otázky typu: Kde bude akciový trh za šest měsíců od nynějška? U nás ve firmě Morningstar hledáme dobré podílové fondy. Jedním z trendů, které jsme objevili, je, že nejlepší manažeři jsou takoví, kteří tráví nejméně času debatováním, kterým směrem půjde akciový trh.“

Tento názor vyjádřil Don Phillips, ředitel a zakladatel firmy Morningstar (agentury, která hodnotí výkonnost amerických podílových fondů), v rozhovoru s Kenem Sternem, autorem knihy *Secrets of the Investment All Stars (Tajemství investičních hvězd)*. Předpovídání výnosů investic na kapitálových trzích je zcela zaslouženě disciplínou, která nemá dobrou pověst. Tato činnost totiž hraničí s nemožností.

Přesto se však bez prognózování neobejdeme. Ať už pracujeme jako investiční profesionálové, nebo se jen staráme o své vlastní peníze, vždy musíme mít alespoň velmi hrubou představu o tom, co nám mohou v budoucnosti poskytnout výnosy z cenných papírů či z jiných typů investic – navzdory skeptickým názorům Dona Phillipse a Lao-c’. Některé finanční instituce, zejména pojišťovny a penzijní fondy, musejí na rozdíl od podílových fondů předpovídat dlouhodobé výnosy cenných papírů ve svých portfoliích, aby mohly plnit své závazky vůči klientům.

Mnohem důležitější však je předpovídání rizik, abychom věděli, o kolik můžeme v nejhorším případě přijít. Předpovídat tedy musíme, ať už chceme nebo ne. Podívejme se nyní na tuto problematiku z ryze praktického hlediska: zajímá nás spíše robustnost než přesnost předpovědí a také nechceme trávit touto činností zbytečně mnoho času. Čas, který ušetříme na předpovídání výnosů, budeme věnovat předpovídání rizik. Předpovídat rizika je za prvé užitečnější, a za druhé má tato činnost ve srovnání s předpovídáním výnosů mnohem solidnější teoretický i praktický základ.

Soustředíme se na předpovídání v krátkodobém horizontu (do jednoho roku) a v dlouhodobém horizontu (několik let až desetiletí). Než se však pustíme do diskuse o výnosech a rizicích jednotlivých typů investic, měli bychom si uvědomit několik důležitých skutečností.

- **Kapitálový trh se nechová jako počasí.** Všichni známe problémy s předpověďmi počasí. Meteorologové „vidí“ pouze několik dní do budoucnosti. Úspěšnost krátkodo-

²⁷ Pochybuji, tedy myslím, tedy jsem.

bých předpovědí se pohybuje kolem 85 %. S rostoucím časovým horizontem rychle klesá spolehlivost: dlouhodobé (měsíční) předpovědi mají již jen asi 65% úspěšnost, předpovídat počasí na delší dobu nemá cenu. Podobně se na kapitálový trh často dívají i laici. „To nemůžete předpovídat kursy akcií ani na dva dny dopředu?“ zní častá udivená otázka. Ne, není to možné. Právě krátkodobé (i velmi krátkodobé) předpovědi chování kapitálových trhů nemají žádnou cenu. Jistou platnost mohou mít jen ve speciálních případech: například na nelikvidních trzích, kde se projevují časté převisy poptávky nebo nabídky. Na takovýchto trzích však bývá obtížné realizovat z úspěšných předpovědí nějaký zisk.

- **Čím vyspělejší trh, tím je předpovídání obtížnější.** Občas se objevuje názor, že český kapitálový trh se chová nepředvídatelně, protože ještě není dostatečně vyspělý. Pravý opak je ovšem pravdou. Čím vyspělejší a efektivnější je trh, tím hůře lze předpovídat jeho chování v blízké budoucnosti. Tímto zdánlivě paradoxním zjištěním byl překvapen již slavný britský statistik sir Maurice Kendall, když v 50. letech zjistil nepředvídatelné chování cen na chicagské komoditní burze. Sir Maurice byl svým zjištěním překvapen tím spíše, že (jak poznamenal ve své práci): „*Chicago není žádný zapadákov a tamní burza je velmi vyspělá.*“ Dnes už víme, že nešlo o výjimku, nýbrž o pravidlo.
- **Dlouhodobé odhady bývají někdy spolehlivější než krátkodobé.** Skutečně neexistuje seriózní možnost, jak předpovídat vývoj kursů cenných papírů (zejména akcií) na měsíc či na rok dopředu. Kupodivu se výnosy akcií chovají mnohem pravidelněji v dlouhém časovém horizontu než v krátkém. Jakékoli krátkodobé předpovědi výnosů cenných papírů jsou v lepším případě podezřelé, v horším případě úmyslně zavádějící. V žádném případě však krátkodobé předpovědi výnosů akcií nepředstavují seriózní nástroj pro investiční rozhodování.

7.2 Nástroje peněžního trhu

Relativně nejjednodušším úkolem je krátkodobé prognózování výnosů nástrojů peněžního trhu: vkladů, pokladničních poukázek, směnek apod. Tyto nástroje mají pevně stanovený výnos do doby splatnosti, takže prakticky není co řešit. Výjimku ovšem mohou tvořit vklady u nesolidních bank nebo směnky pochybné kvality, u nichž si nejsme jisti, zda budou splaceny.

Je rovněž třeba zdůraznit jeden podceňovaný fakt. Jestliže se dnes rozhodneme provést termínový vklad u solidní banky na jeden rok, znamená to bezrizikovou investici, jejíž nominální výnos je dokonale předvídatelný v jednoletém horizontu. Jiná situace nastane, pokud bychom chtěli provést například dvě po sobě následující půlroční investice. Ačkoli náš celkový investiční horizont se nemění, do hry vstupuje reinvestiční riziko: nevíme, jaké úrokové sazby budou platit za půl roku.

Tato skutečnost představuje jistý problém pro odhady výnosů fondů peněžního trhu. Tyto fondy obvykle investují do nástrojů s průměrnou dobou splatnosti kratší než devadesát dní. Navíc musejí počítat s průběžnými přítoky a odtoky kapitálu. Nelze tedy přesně stanovit, jaké budou výnosy těchto fondů za rok – zde vstupuje do hry reinvestiční riziko. S rostoucím časovým horizontem se riziko pochopitelně zvyšuje: můžeme mít jisté

představy o tom, jak budou vypadat úrokové sazby za rok, ale máme jen velmi chabé šance předpovídat úrokové míry na tři, pět nebo více let dopředu.

Příklad: Pokles úrokových sazeb a reinvestiční riziko

U termínových vkladů (jsou-li vedeny u solidních bank) neriskujeme, že přijdeme o peníze. Riziko však spočívá v možnosti, že naše výnosy budou časem nižší, než jsme čekali.

Počátkem 80. let byly americké úrokové sazby dosti vysoké. Roční termínové vklady přinášely deset i více procent a mnozí vkladatelé žili v přesvědčení, že tomu tak bude navždy. Kdo by však byl očekával, že takto vysoké sazby přetrvají, byl by na velkém omylu. Protiinflační politika Federálního rezervního systému vedla k rychlému a výraznému poklesu inflace. S jistým zpožděním poklesly také úrokové míry. Střádalové, kteří se „namlsali“ na 10% výnosech, se později museli spokojit s mnohem nižšími sazbami (viz tab. 3.1).

Podobných omylů jako drobní střádalové se však občas dopouštějí i profesionální správci portfolií. Začátkem 21. století se vyostřuje problém v celém odvětví životních pojišťoven v Japonsku. Životní pojišťovny zde (podobně jako i jinde na světě) garantují klientům jistou minimální míru zhodnocení vybraných pojistných premií. Nastrádaná částka je posléze klientovi vyplacena při dožití smluvně stanoveného věku. V Japonsku byly pojišťovny povinny garantovat 6% roční výnos. Tento úkol nebylo příliš obtížné plnit do té doby, než se japonské úrokové sazby v 90. letech přiblížily nule. Kdysi vysoce ziskové pojišťovny se dostaly do obrovských problémů, které ještě zdaleka nejsou vyřešeny. Dodejme, že podobným problémům čelí i pojišťovny evropské.

Poznámka z roku 2008: Pokles úrokových sazeb

Globální pokles úrokových sazeb, který trval od 80. let, je praktickou ilustrací reinvestičního rizika. V prvním vydání z roku 1999 jsem uvažoval s výnosy nástrojů peněžního trhu v hodnotách kolem 4 – 5 % ročně. V roce 2008 bylo možné počítat jen s rozmezím výnosů 2,0 až zhruba 3,5 %. To vše při inflaci, která začátkem roku 2008 přesáhla 7,5 %. Reinvestiční riziko se projevovalo.

Poznámka z roku 2010: Další pokles úrokových sazeb

Na finanční krizi reagovaly centrální banky ještě další sérií snižování základních sazeb. To se dotklo i výnosů termínových vkladů a spořicíh účtů. Úročení těchto instrumentů se v době poslední revize tohoto textu pohybovalo kolem dvou procent.

7.3 Dluhopisy neboli obligace

Odhad výnosů dluhopisů (či obligací – rozdíl je jen v tom, že termín „dluhopis“ je z hlediska českého práva korektnější) je složitější. Platí to i v krátkém časovém horizontu. Zatímco v případě nástrojů peněžního trhu hrají roli pouze úrokové výnosy, u obligací je významná také složka kapitálového zhodnocení, případně znehodnocení. Čím má obligace delší dobu do splatnosti, tím větší je vliv různých rizikových faktorů (zejména kolísání úrokových měr a politických událostí) na ceny obligací.

Častým zdrojem zmatků u obligací je rozdíl mezi celkovými výnosy a výnosem do doby splatnosti. Angličtina zde rozlišuje termíny *returns* a *yields*, pro které má čeština jediný výraz: výnosy. Laici jsou navíc často zmateni tím, že výnos do doby splatnosti se obvykle liší od hodnoty vyplácených kuponů. Vysvětleme si tyto rozdíly na příkladu.

Příklad: České státní dluhopisy

Mezi nejpopulárnější české cenné papíry dlouho patřily státní dluhopisy. Vezměme si například státní dluhopis splatný dne 7. srpna 2003, který vyplácí každoročně kupon v hodnotě 10,9 % z nominální hodnoty.

Jaký výnos nám tento dluhopis poskytne? Odpověď závisí především na ceně, za jaký jsme jej koupili. Pokud jsme dluhopis koupili za nominální hodnotu (tedy za 100 %, protože ceny obligací se obvykle udávají v procentech), bude náš **výnos do doby splatnosti** (*yield*) roven výši kuponu. Je to stejná situace, jako kdybychom naše peníze uložili na termínový vklad, který poskytuje 10,9% úrok (pro jednoduchost počítáme všechny výnosy bez ohledu na daně) a který vyprší 7. srpna 2003.

Na rozdíl od termínových vkladů je však většina dluhopisů obchodována na kapitálovém trhu. Jejich tržní ceny se tedy pochopitelně mění podle očekávání účastníků trhu. Například dne 1. dubna 1999 bylo možné tento dluhopis koupit na kapitálovém trhu za 112 % nominální hodnoty. Jaký bude náš výnos do doby splatnosti? Lze vypočítat (například pomocí funkce YIELD tabulkového kalkulátoru Microsoft Excel nebo Open Office Calc), že výnos do doby splatnosti bude činit 7,53 %.

Kursy obligací ovšem kolísají. Pokud nebudeme držet zmíněnou obligaci až do doby splatnosti, může být náš skutečný celkový výnos (*total return*) nižší nebo vyšší než dříve vypočtený výnos do doby splatnosti. Jako střední odhad celkového výnosu však můžeme použít zmíněnou hodnotu 7,53 %. Očekáváme-li změnu úrokových sazeb, upravíme náš odhad výnosu o možný kapitálový výnos nebo ztrátu.

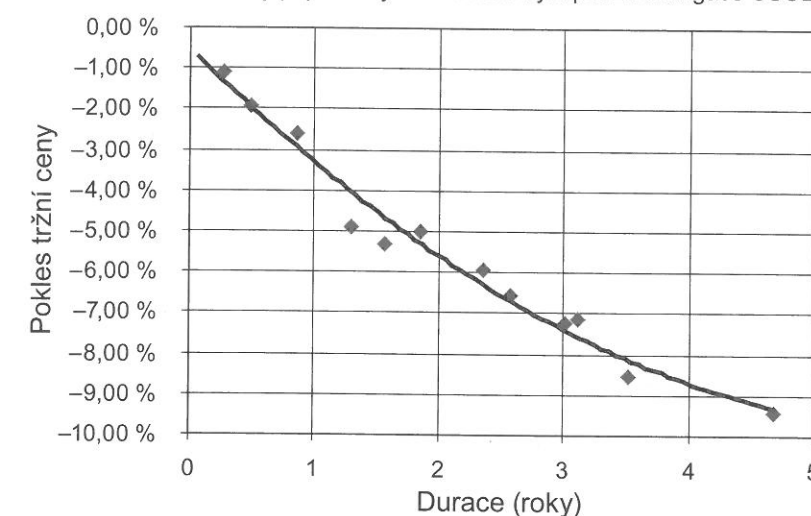
Konečně je nutné uvést důležitou poznámku, že veškeré uvedené výpočty neberou v úvahu otázku daní. Tento problém je však třeba řešit pro každý individuální případ ve spolupráci s daňovým poradcem.

Odhadnout budoucí kapitálový výnos nebo ztrátu je ovšem obtížnější záležitost než výpočet výnosu do doby splatnosti. Kapitálové výnosy obligací závisí na pohybech úrokových měr a na době splatnosti obligací – přesně řečeno na duraci obligací. Durace, průměrná doba splatnosti kuponových plateb a jistiny, je jedním ze základních ukazatelů rizika obligací. Očekáváme-li pokles úrokových sazeb, lze u dlouhodobých obligací (tj. u obligací s vyšší durací) očekávat vyšší kapitálové výnosy než u krátkodobých nástrojů. Obdobně, pokud očekáváme růst úrokových sazeb (který obvykle doprovází vyšší inflaci a vyskytuje se také během měnových krizí), očekáváme tím pádem také znehodnocení obligací.

Graf na straně 153 ukazuje, jakým způsobem poklesly ceny českých obligací v reakci na růst úrokových sazeb v období od konce května až do poloviny června 1997. Souvislost mezi durací a poklesem kursu je zřejmá. Je nutné zdůraznit, že o rok později byly okolnosti příznivé pro majitele obligací s delší durací, jejichž kursy se zhodnotily více než kursy méně rizikových obligací s kratší durací.

Reakce českých vládních dluhopisů* na měnovou krizi v květnu 1997

* Jako cenný papír s nejkratší durací byla použita obligace ČSOB



Zdroj: ING Barings

Jak vyplývá z předcházejícího textu, riziko obligací je velmi úzce svázáno s dobou splatnosti. Krátkodobé obligace (do 3 let) proto mívají volatilitu typicky v rozmezí 2,5 – 4 %, střednědobé obligace (3 – 10 let) od 4 do 6 % a dlouhodobé obligace (10 – 50 let) 6 – 10 %. Obligace s nekonečnou dobou splatnosti (tzv. konzoly nebo perpetuity, které se vyskytují především ve Velké Británii) mají volatilitu blízkou stabilnějším akciím – zhruba kolem 12 – 15 %²⁸.

Poznámka:

Technická stránka výpočtů výnosu do doby splatnosti a durace obligací a jiných pevně úročených cenných papírů není hlavním tématem této publikace. Zájemci o tuto problematiku mají k dispozici poměrně bohatou literaturu, například publikaci Investiční matematika (S. Steigauf, GRADA Publishing, 1999, str. 37 – 127) nebo Finanční matematika pro každého (J. Radová a P. Dvořák, GRADA Publishing, 2009, kap. 13.2).

7.3.1 Jak jsem investoval do obligací: riziko státu v praxi

Nedávno jsem investoval do dluhopisů. Žádný velký kapitál: vešel jsem se do 1 700 Kč. A měl jsem dobrý pocit.

Zvědavého čtenáře jistě napadne, do jakých dluhopisů jsem asi investoval, a jak to, že jsem je pořídil tak levně. Snadná odpověď: nekupoval jsem je v bance ani na burze, nýbrž ve vetešnictví. Zachovalý exemplář československé státní obligace z roku 1921 byl

²⁸ Alespoň v nedávné době. V obdobích s vysokou inflací může být volatilita obligací s dlouhou dobou splatnosti výrazně vyšší než volatilita akcií.

velmi levný, ruský carský imperátorský dluhopis z roku 1894 jen o něco málo dražší. Tak končí dlouhodobé dluhopisy finančně nestabilních států: v bazaru uprostřed harampádí.

A to je příběh, ze kterého by si měli vzít příklad všichni dlouhodobí investoři. Oba zmíněné dluhopisy jsou učebnicovými ukázkami rizik zdánlivě bezpečných investic. V roce 1921 trh optimisticky očekával, že jistina československého dluhopisu bude v roce 1951 splacena v plné nominální hodnotě 100 britských liber. Ve skutečnosti onen dluhopis nese razítko z roku 1946, které oznamuje posun splatnosti na rok 1960. Během války totiž exilová vláda přirozeně neměla prostředky na dluhovou službu.

Na zadní straně dluhopisu jsou kupony s letopočty 1957 – 1960. V roce 1960 ovšem vládu nově přejmenované Československé socialistické republiky ani vzdáleně nenapadlo cokoli platit. Všechny dluhopisy byly prohlášeny za neplatné již při komunistickém státním bankrotu v roce 1953, o kterém se oficiálně mluvilo jako o „měnové reformě“. Majitel mého dluhopisu stříhal kupony ještě pár let a pak to vzdal. Obdobný příběh by se dal vyprávět o ruském dluhopisu z roku 1894, který byl denominovaný ve zlatem krytých rublech. Také jejich majitel se snažil uplatňovat svá práva ještě několik let po bolševické revoluci. Marně.

Pro investora však jsou nebezpečné i dlouhodobé dluhopisy politicky zcela stabilních a demokratických států. Ve finanční literatuře se často používá termín „bezriziková investice“, která je definována jako výnos vládního dluhopisu státu s dobrou kreditní kvalitou. Tento termín je používán i v této knize, ovšem vždy s varováním, že žádná vláda není bezriziková. Zejména v dlouhém období.

Britský investor, který v roce 1970 investoval do dluhopisů své vlády v domněnku, že se jedná o bezrizikovou investici, by během následujících 30 let splakal nad výdělkem. Libra z roku 2000 měla jen asi desetinou kupní sílu ve srovnání s librou z roku 1970 (a to ještě počítáme s klasickým indexem spotřebitelských cen a neuvažujeme kupní sílu na trhu nemovitostí, která upadla ještě mnohem více). Stát sice viditelně nezbankrotoval, ovšem půjčil si hodnotnou měnu, a tu pak znehodnocenou vrátil.

Inflace zdevastovala hodnotu pevně úročených investic nejen ve Velké Británii. Postiženy byly prakticky všechny země, některé méně (Švýcarsko, Německo), jiné více (Itálie), jiné velmi těžce (Brazílie a většina tzv. zemí třetího světa). Inflace je ve své podstatě nástroj přerozdělování, protože snižuje reálnou hodnotu dluhů. V inflačním prostředí je dobré se zadlužit. Naopak není dobré dluhopisy kupovat.

Koncem listopadu 2007 emitovalo české ministerstvo financí dluhopisy splatné za 50 let. Kdo si může takovéto cenné papíry koupit? Kupon činí 4,85 % ročně, což znamená, že investor, který je koupil v nominální hodnotě, bude po dobu 50 let dostávat výnos z investované stokoruny ve výši 4 Kč a 85 haléřů. To není mnoho. Vzhledem k listopadové meziroční inflaci ve výši 5 % je to momentálně ztrátová investice. V budoucnu by mohl tento dluhopis přinést lepší zhodnocení v případě, že by inflace během příštího půlstoletí výrazněji klesala. Je to pravděpodobné?

Mnohem pravděpodobnější je bohužel opak: obnovení inflačních tlaků. V 80. letech začala ve světě „móda“ nezávislých centrálních bank, což umožnilo snížit inflaci. Nízkoinflační ekonomika fungovala řadu let velmi dobře. Dokonce existovaly i teorie, že inflace je potlačena navždy. Jenomže nízká inflace umožnila nízké úrokové sazby, ty umožnily

úvěrovou explozi, a výsledný nárůst objemu peněz v ekonomice začal tlačit na růst cen. Víceméně se opakuje cyklus, jaký světová ekonomika zažila zhruba v 60. letech. Po nich následovala neblahá 70. léta, která byla pro majitele dluhopisů pohromou.

Bude se historie opakovat? Ještě nedávno bych řekl, že v rámci Evropské unie již dvojciferná inflace nehrozí. A ejhle, listopadová inflace v Lotyšsku (rok 2007) se odhaduje v hodnotách kolem 15 %. Tedy číslo, které příliš neodpovídá teoriím o navěky nízké inflaci. Ano, Lotyšsko je malá otevřená ekonomika s pevným měnovým kursem, ale inflační tlaky dnes již hlásí i velké evropské ekonomiky. Listopadová inflace v eurozóně dosáhla meziročně 3 %, o polovinu nad cílem Evropské centrální banky. Není divu, roční expanze měnové zásoby o 10 – 11 % se prostě do inflace musí promítnout.

Vyspělé západní státy pravděpodobně nebudou trpět dvojcifernou inflací, ale v případě České republiky po přijetí eura lze mít určité obavy. Rozhodně bych nesázel vlastní peníze na to, že roční kupon ve výši 4,85 % přinese kladné reálné výnosy. Raději budu investovat do dluhopisů z vetešnictví. Ty svoji sběratelskou hodnotu neztratí, naopak, inflace ji bude zvyšovat. Sběratelských předmětů totiž bude na trhu omezený počet, zatímco peněz v ekonomice bude přibývat. To je také důvod dlouhodobého růstu cen uměleckých děl.

Zpět k riziku dluhopisů. Jestliže například v roce 2010 vzrostou úrokové sazby natolik, že výnos do doby splatnosti uvedeného padesátiletého státního dluhopisu vzroste na 6 % – což není až tak příliš a při současném vývoji inflace je to zcela představitelné – tržní cena dluhopisu poklesne bezmála o 18 %. Při růstu výnosu do doby splatnosti na 8 % poklesne cena „bezrizikového“ státního dluhopisu o více než 38 %. No nekupte to.

Rizikantní sázku na nynější dlouhodobé státní dluhopisy může podniknout jen blázen anebo penzijní fond. Tím se nechci dotknout svých kolegů a přátel pracujících v penzijních fondech, ale zákonodárců, kteří jim uložili povinnost investovat drtivou část majetku do „bezpečných“ státních dluhopisů. To je zastaralá a potenciálně nebezpečná koncepce. O tom, že české penzijní fondy nutně potřebují nový zákon, se mluví již hodně dlouho. Zákonodárce to ovšem příliš nezajímá.

Nechci ani tvrdit, že státním dluhopisům by se investor měl vyhýbat za každou cenu. Jsou nutnou součástí portfolií pro kratší až střední investiční horizont, jsou nepostradatelné pro konstrukci zajištěných fondů a strukturovaných produktů. Ale jakožto dlouhodobé investice se nikde ve světě a nikdy během posledních sta let příliš neosvědčily. Buď byla jejich hodnota zdevastována inflací, nebo státy nerespektovaly své závazky anebo – v nejlepším případě – jejich celkové výnosy hluboce zaostávaly za výnosy akcií.

(Finmag.cz, 20. 12. 2007)

7.3.2 Kdo vlastně vydělává na státních dluhopisech?

Zcela otevřeně: investoři vydělávají na státních cenných papírech jen někdy. Nejlepší výnosy bývají v dobách, kdy úrokové sazby klesají. Po většinu času však na emisi dluhopisů vydělává stát. Proč a jak?

Trh státních dluhopisů funguje zhruba takto:

- Stát hradí deficit svého hospodaření emisemi pokladničních poukázek (krátkodobé instrumenty) a dluhopisů (střednědobé až dlouhodobé instrumenty; nejdelší český státní dluhopis má dobu splatnosti v roce 2057).
- Tyto dluhopisy koupí převážně institucionální investoři: banky, pojišťovny, penzijní fondy, podílové fondy. Z toho na zahraniční subjekty připadalo podle údajů z roku 2008 asi 38 %. Mnozí tito investoři kupují státní dluhopisy za všech okolností, ať už je jejich výnos jakýkoli: zákony a předpisy přikazují mnoha institucím investovat určitou minimální část portfolia do státního dluhopisů, protože jsou považovány za bezpečné.
- Stát má tedy zabezpečený „odbyt“ svých dluhopisů. Ať se děje cokoli, stát má jen málokdy problémy s tržním umístěním svých cenných papírů, protože tento trh je uměle vytvořen nebo přinejmenším deformován legislativou.
- V této kapitole již bylo vysvětleno, co se děje během finančních krizí „moderního typu“: úrokové sazby klesají. Zároveň je trh zaplavován hotovostí, která má za následek zvýšení inflace. I když jsou krizové operace centrálních bank jen dočasné, nikdy jejich účinek není plně sterilizován. Výsledek: vyšší inflace, nižší výnosy pevně úročených cenných papírů.

V období březen 2003 až březen 2008 rostl index spotřebitelských cen v průměru o 3,17 % ročně. Výnos indexu státních dluhopisů Patria GPRI však ročně činil 2,82 %, a to jsme ještě nezačali počítat s poplatky. Ano, lze tvrdit, že šlo o výjimečné období, ale není zřejmé, kolik takových výjimečných období ještě bude.

Státní dluhopisy tedy představují třídu aktiv, na kterých nelze zbohatnout. Přesto je nelze úplně odsuzovat. Mají nárok na existenci v portfoliu rozumného investora. Kde je pro státní dluhopisy a odvozené nástroje náležité a vhodné místo?

- Instrumenty se státní podporou, například penzijní fondy nebo životní pojistky vázané na dluhopisy. Státní příspěvek či daňová úleva pomáhají eliminovat nízké výnosy.
- Krátkodobé či střednědobé „zaparkování“ finančních prostředků. Například v rámci instrumentů pravidelného investování mohou mít dluhopisové fondy svůj užitek.

V budoucnosti nelze plně spoléhat na historické statistiky, které pro dluhopisy uvádějí průměrné roční výnosy v hodnotě 6,0 – 7,6 %. Tyto statistiky z vyspělých zemí ovšem zahrnují i éru 70. a 80. let, kdy byly výnosy státních dluhopisů mnohem vyšší v důsledku dvojciferné inflace.

Jako nejlepší vodítko pro očekávané krátkodobé a střednědobé (roční až několikaleté) výnosy státních dluhopisů slouží výnosová křivka. Ta v této roli funguje mnohem lépe než historie.

7.4 Akcie: co hýbe trhem a co ne

Často se pro burzu používá nadnesené přirovnání „barometr ekonomiky“. Ovšem akciové trhy mají jen velmi volný vztah k vývoji reálné ekonomiky. I v relativně klidnějších

obdobích jsou akciové indexy zhruba patnáctkrát volatilnější než vývoj hrubého domácího produktu.

Akcie představují nárok na část budoucích zisků akciových společností – cena akcií by tedy měla odpovídat součtu budoucích diskontovaných peněžních toků. Bylo by tedy racionální předpokládat, že akciové indexy budou kolísat řádově obdobně jako ekonomika. (Možná o něco více, když uvážíme roli časové hodnoty peněz a jejího kolísání.) Takto by tomu bylo v případě dokonale racionálního a efektivního akciového trhu, který nepodléhá emocím a který odráží nejlepší nezkraslený odhad budoucích zisků. Ve skutečnosti však akciové trhy vykazují volatilitu vyšší o desítkový řád. Vývoj reálné ekonomiky se do cen akcií promítá jen chabě.

Nabízí se tedy otázka, co je hlavním hybatelem akciových indexů, když ekonomika to není. Tito hybatelé jsou tři, přičemž jejich důležitost roste s dlouhodobostí jejich působení.

V krátkodobém měřítku jsou hlavním hybatelem akciového trhu hormony. Dva vědci z univerzity v Cambridge, John Coates a Joe Herbert, se zabývali fungováním hormonů v tělech obchodníků na londýnské burze. Zjistili, že význam hormonů je značný: když se obchodníkům daří, roste v jejich organismu koncentrace testosteronu. Tento hormon povzbuzuje obchodníky k větší agresivitě a rizikovému chování. Když se obchodníkům nedaří, roste hladina stresového hormonu kortizolu. Začnou panikařit – což rovněž vede k rizikovému chování.

Ve střednědobém horizontu hraje roli sociální polarizace názorů. V dobrých dobách se investoři rádi navzájem ujišťují, že vše je skvělé a bude ještě lepší. V dobách poklesu trhů se naopak navzájem přesvědčují, jak je situace zlá. (A samozřejmě si notují v tom, že Velká deprese se bude opakovat, ano, neposlouchejte ty povrchní optimisty, kteří všechno jen zlehčují, bude zle, ojoj, bude velmi zle.)

Sociální polarizace není jen lidským jevem, byla popsána i u relativně jednoduchých organismů, jakými jsou mravenci. Na jiném místě této knihy je popsán experiment s mravenci a dvěma miskami s krmením podle knihy Paula Ormeroda. Není tedy třeba jej popisovat zde. Můžeme přejít hned k předpovídání výnosů akciových indexů v dlouhém horizontu.

V dlouhodobém horizontu má zásadní význam zásadní ekonomická veličina: objem peněz v ekonomice. Od objemu peněz se odvíjí i růst nominálního hrubého domácího produktu. V roce 1929 činil americký HDP celkem 103,6 miliardy dolarů. Údaj za rok 2009 činí podle Bureau of Economic Analyses 14 256,3 miliardy dolarů. To odpovídá průměrnému ročnímu růstu 6,35 % (geometrický průměr míry růstu, která je adekvátní složenému úročení).

Kdyby akcie rostly proporcionálně k velikosti ekonomiky, dosahovaly by průměrného cenového růstu v podobných číslech. Ve skutečnosti rostl akciový index Dow Jones Industrial 30 během období 1929 – 2009 jen 4,65% tempem; připočteme-li průměrně zhruba tři procenta dividendového výnosu ročně, dostáváme se k celým osmi procentům průměrného ročního celkového výnosu. To je méně než tradičně udávaná hodnota 10 % ročně obsažená ve většině historických statistik; příčinou je samozřejmě panika během roku 2008.

V konečném důsledku: ať už je panika jakkoli zběsilá, ať stresový hormon kortizol teče proudem, v konečném důsledku se o růst akciových trhů postará růst objemu peněz v ekonomice. Dlouhodobý trend nakonec překoná krátkodobé výkyvy, ať jsou jakkoli divoké. Platí to dokonce i pro ekonomiku trpící vysokou inflací, s čímž má bohaté zkušenosti například Latinská Amerika.

Ropuchy na Wall Street

(Podle časopisu *The Economist*, 17. duben 1999 – upraveno)

V současné době představuje doporučení „prodat“ pouhé procento veškerých rad, které analytici poskytují ohledně akcií, zatímco 68 % doporučení zní „koupit“. Začátkem 80. let byl počet prodejních a nákupních doporučení přibližně v poměru 1 : 1. Časopis *The Economist* stejně jako řada jiných pozorovatelů trhu má dlouhodobé podezření, že analytici se vyhýbají onomu slovu na „p“ z toho důvodu, že se jim jeho používání nevyplácí – že jim dokonce za jeho používání hrozí propuštění z práce.

Na veřejnosti makléřské firmy z Wall Street tvrdí, že jejich výzkum je objektivní a že jejich extrémní optimismus byl více než potvrzen během několika minulých let. V soukromí připouštějí, že doporučení „prodat“ škodí obchodu – dodávají však, že jejich klienti jsou schopni číst mezi řádky.

Arthur Levitt, předseda Komise pro cenné papíry a burzy, o tom však není zcela přesvědčen. Vyjádřil znepokojení nad tím, že příliš mnoho investorů dostává doporučení k nákupu akcií, které analytici popisují jako „žaby, které jsou ve skutečnosti zakletými princí“. Bohužel, jak konstatoval pan Levitt, „někdy je žába prostě jenom žába“. Naneštěstí (jak dodává *The Economist*) finanční analýza na Wall Street je sama o sobě zvláště ošklivá ropucha.

7.5 Odvětví v dlouhodobém horizontu

„První samočinný počítač ENIAC má osmnáct tisíc elektronek (jen pro srovnání, v rádiu jsou dvě až pět), zabírá dvě poschodí a váží třicet tun. V následujících desetiletích se počet elektronek v počítači sníží zhruba na tisíc a váha na jednu až dvě tuny.“

Časopis *Popular Mechanics Journal*, 1949

Zajímavou problematikou je předpovídání dlouhodobých trendů různých odvětví. Trendy v technickém vývoji skutečně často mívají delší trvání a je možné (při zachování určité opatrnosti) je využívat pro prognostické účely. Ale je třeba mít na paměti, že příznivá budoucnost určitého odvětví zdaleka nezaručuje světlé zítřky pro kterýkoli podnik v něm působící. Jason Zweig z časopisu *Money* uvádí příklad automobilového průmyslu.

Před devadesáti lety (tj. v roce 1909) již bylo zřejmé, že vynález automobilu bude mít zásadní význam pro budoucnost průmyslu a společnosti. O velké budoucnosti motorismu málokdo pochyboval. Zdálo by se proto dokonale logické investovat do akcií výrobců automobilů.

Ale do kterých konkrétních podniků? Nikdo nevěděl, komu bude patřit budoucnost: zda firmě Hupp, Packard, Pierce-Arrow, Road Runner nebo Stanley. Dnes víme, že vítězem

se nestala žádná z nich. Prakticky všichni, kdo v roce 1909 oprávněně věřili ve velkou budoucnost motorismu, investovali špatně. Průkopnické firmy byly záhy smeteny nově příchozími: Hudson, Nash, REO, Studebaker, Auburn, Kelvinator – a také General Motors a Chrysler. Díky časovému odstupu víme, že právě dvě posledně jmenované firmy (spolu s Fordem, jehož akcie jsou veřejně obchodovatelné teprve od roku 1956) zvítězily a ovládly americký automobilový průmysl. Tehdy však situace nevypadala zdaleka tak jednoduše.

Pokud nemáme skutečně mimořádně silný důvod věřit v dlouhodobý úspěch nějaké konkrétní firmy (což nemáme prakticky nikdy), nedopustíme se žádné chyby, když budeme pokládat budoucí výnosy všech akcií daného odvětví a podobné velikosti za rovnocenné.

7.6 Dialog optimisty a skeptika

Podobně jako generálové, kteří jsou vždy perfektně připraveni na minulou válku, jsou i ekonomové a analytici skvěle obeznámeni s problematikou minulých krizí a boomů. Lze znalost ekonomické historie uplatnit v praxi? Zkusme si představit, jak asi mohl vypadat rozhovor dvou analytiků někdy v roce 1906:

Optimista: *Je nepochybné, že 20. století bude patřit automobilům a jejich výrobcům. Jen pohleďte, výroba automobilů ve Spojených státech vzrostla za poslední 3 roky téměř trojnásobně! Podle odhadů se příští rok vyrobí přes 40 000 motorových vozidel!*

Skeptik: *To je sice zajímavý růst, ale kdo automobily kupuje? Jedině techničtí nadšenci, kteří jsou schopni tolerovat jejich nespolehlivost. Trh je tedy dost malý, což je důvod, proč už tolik automobilových výrobců zkrachovalo. Například pan Henry Ford zkrachoval už dvakrát. Nyní se pokouší uspět potřetí. Tentokrát prý zkouší štěstí s levným motorovým vozem pro široké vrstvy. Jenomže kdo z širokých vrstev má dost peněz, aby si mohl dovolit zaměstnávat svého chauffeura? Jenom opravdový výstředník nebo nadšený sportsman si bude řídit vůz sám. A takových není mnoho.*

Soudím tedy, že pan Ford zkrachuje i potřetí. Podle mého názoru jsou nyní dobrou investicí například Pullmanovy závody na výrobu železničních vagónů. Takoví Fordové přicházejí a odcházejí, ale Pullman, to je kvalita. Ten tu bude i za sto let.

O několik desítek let později (např. v roce 1953) by podobný rozhovor mohl vypadat třeba takto:

Optimista: *Budoucnost patří elektronice. Televize, rozhlas a možná dokonce i samočinné elektronkové počítače budou jednou patřit mezi významná odvětví ekonomiky. Velmi nadějně jsou pokusy s průmyslovým využitím polovodičů – za pár let si možná budeme moci koupit rozhlasový přijímač, který bude tak malý, že se vejde do dámské kabelky. A současné experimenty s barevnou televizí jsou rovněž velmi nadějně. Zde je největší prostor pro růst akciových kursů.*

Skeptik: *Závidím vám ten naivní optimismus. Cožpak nevíte, že sám pan Watson, ředitel firmy IBM – výrobce děroštitkových sčítacích strojů pro účetní a statistiky – nedávno odhadl, že Spojeným státům bude stačit jen asi čtyři až pět samočinných počítačů a zbytku světa zhruba také tolik? Je pravda, že počítačích strojů značky IBM 701 se prodalo již*

19 kusů, ale je prakticky vyloučené, aby se sektor samočinných počítačů stal masovým trhem.

Tranzistorové rádio zřejmě zůstane jen technickou hračkou: fyzikové dokázali, že polovodičové zesilovací prvky nelze zbavit šumu, takže kvalitní reprodukce zůstane doménou elektronek. A pokud jde o barevnou televizi... umíte si představit, jak bude drahá? A vůbec, kdo si myslíte, že bude mít čas dívat se každý den na televizi? Jak by to lidé mohli stihnout v dnešní uspěchané době?

Ostatně jsem dnes skeptický vůči akciím všeobecně – všichni odborníci přece říkají, že jsou nadhodnocené. Hlavně ti, kteří zažili Velkou krizi ve 30. letech, a ti o tom musejí přece něco vědět. Raději investuji do státních obligací, tam budou moje peníze v bezpečí.

Ubohý skeptik. Pokud by investoval do amerických státních obligací, ztratil by v důsledku inflace v následujících několika desetiletích možná polovinu, možná jen čtvrtinu svých peněz. Kdyby náš skeptik investoval do britských obligací, byl by na tom ještě mnohem hůře. A to by na tom byl ještě výborně ve srovnání s majiteli dluhopisů francouzských, švédských nebo italských.

Z celé historie vyplývá několik závěrů. Především, opatrnost nemusí být vždy jen matkou moudrosti. Často může mít mnohem hloupější potomstvo. Za druhé, nic netrvá věčně a dnešní „blue chips“ mohou sdílet osud Pullmanovy vagónky. Za třetí, existuje jistý nezanedbatelný rozdíl mezi optimismem a naivitou. Ale to je už jiný příběh.

7.7 Dilema internetového investora

„Nevím, na co by byl člověku doma počítač.“

Kenneth Olson, bývalý prezident Digital Equipment Corporation, 1975

Poznámka z roku 2008: z didaktických důvodů ponechávám následující text beze změny tak, jak vyšel v prvním vydání v roce 2000 i ve vydáních z pozdějších let. Podtržením zvýrazňuji ty pasáže textu, které bych raději nebyl kdy napsal a přiznávám se tímto veřejně k omylům. Na druhé straně tučně zvýrazňuji pasáže, které mají nadčasovou platnost a na kterých nemám co měnit.

Investovat nebo neinvestovat do akcií dynamického sektoru akcií působící v rámci „informační superdálnice“ neboli internetu? Tuto otázku dnes²⁹ řeší miliony drobných i větších investorů.

Jason Zweig z časopisu Money uvádí zajímavou historickou paralelu. Jsou jí tzv. mýtní společnosti neboli turnpike companies. Tyto firmy počátkem 19. století stavěly první americké dálnice – zpevněné silnice, které umožnily zrychlit provoz poštovních a osobních dostavníků na dvojnásobek. Díky nim poklesly náklady na přepravu tuny zboží ze 60 centů počátkem 19. století na 22 centů na mili v roce 1822. Nadšení mnohých cestujících z rychlé a levné dopravy občas dokonce vyústilo ve spontánní modlitby diků při příjezdu do místa určení.

²⁹ Dnes – v tomto případě se jednalo konkrétně o 13. červenec 1999, kdy byla psána tato část textu.

Akcíe mýtních společností samozřejmě patřily mezi velmi oblíbené. Jejich popularita dokonce předčila oblibu akcií internetových společností konce 20. století. Kolem roku 1800 působily dvě ze tří amerických společností (celkem 219) v dopravě. Ve 30. letech 19. století, když boom vrcholil, jich přibýlo dalších zhruba pět set. O jejich počáteční úpisy byl obrovský zájem, poptávka předčila nabídku někdy až v poměru 100 : 1. Navzdory obrovskému přínosu prvních amerických dálnic pro tehdejší hospodářství se jejich akcionáři dočkali těžkého zklamání. V Nové Anglii, kde působilo 230 mýtních společností, jich pouze šest (!) přineslo dlouhodobý kladný výnos (3 – 5 % p.a.). I ten však zaostával za výnosy tehdejších vládních obligací (5 – 7 % p.a.). Důvody? Cenová konkurence a nové technologie (plavební kanály a parníky, později železnice) srazily výši vybíraných mýtních poplatků na minimum. Jak Zweig podotýká, je ironické, že železniční společnosti často využívaly infrastrukturu vybudovanou mýtními společnostmi. Také průmyslová revoluce občas požírá své děti.

Vrat'me se však k našemu dilematu ohledně akcií internetových společností. Paralela s mýtními společnostmi nás nabádá ke skepticismu. Velmi jasně totiž ukazuje, že ani příznivá budoucnost průmyslového odvětví nezaručuje nadprůměrné výnosy akcií podniků, které v tomto odvětví působí. Kupodivu i na tak přesvědčivé argumenty, jaké přednesl proti internetovým akciím Jason Zweig, lze najít protiargumenty. Paralela „informační superdálnice“ a mýtních společností, které provozovaly první skutečné dálnice, není přesná. Doprava zboží, osob a pošty měla své limity, které byly dány rychlostí dostavníků (nijak závratnou), počtem obyvatel tehdejších USA, počtem amerických měst a objemem fyzické produkce zboží. Tyto limity celkem představovaly poměrně nízký „strop“ pro růst tržeb mýtních společností. Proto lze pochopit, že počáteční optimismus po krátkém období rozletu musel nutně narazit – a že náraz byl tvrdý.

Naproti tomu internet žádné fyzické hranice nemá. Počet jeho uživatelů dynamicky roste a hranice růstu je zatím v nedohlednu. Průměrný růst produktivity amerického průmyslu v letech 1990 – 1997 dosahoval necelých 2 % ročně. Naproti tomu růst produktivity v odvětví informačních technologií dosáhl hodnoty 24 % ročně. To však je stále ještě málo ve srovnání s některými konkrétními internetovými firmami. Například knihkupectví Amazon.com dosáhlo v letech 1996 – 1998 275% růstu produktivity (což je v ročním průměru 55% růst). Internetové obchodování a podnikání má tedy obrovský potenciál, který teprve začíná být využíván. Z hlediska investora je nesmírně lákavé, že z velké části nejde o přenos fyzického zboží (jako v případě internetového knihkupectví), ale o přenos informací (například v oblasti internetového bankovníctví). Zde je „strop“ růstu nesrovnatelně vyšší než v případě mýtních nebo automobilových společností.

Kromě toho dochází k synergickému efektu. Do fungování internetu je zapojena celá řada firem, které si nijak nekonkurují, nýbrž se navzájem podporují. „Internetový průmysl“ zahrnuje celé spektrum podniků: od výrobců hardware a software přes telekomunikační společnosti, poskytovatele spojení (Internet providers) až po internetová knihkupectví, makléřské firmy a reklamní agentury. Nabízí se opět paralela s automobilovým průmyslem, který v nejširším smyslu tohoto termínu zahrnuje všechno možné: od oceláren a ropných společností přes samotné automobilky až po výrobce autošamponů, aromatických stromečků a mobilních WC.

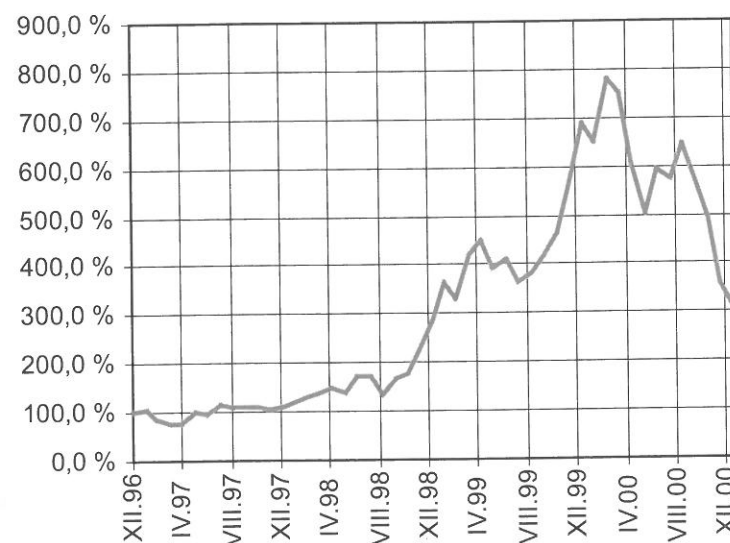
Který z mnoha článků internetového průmyslu poskytne investorům nejvyšší zisky? Největší prospěch z rozvoje americké dopravní infrastruktury měly v minulém století

průmyslové firmy. Ty získaly možnost levně a ve velkých objemech dopravovat suroviny a zboží. V roce 1884, kdy vydavatelství Dow Jones začalo vydávat svůj první akciový index, obsahoval tento index devět akcií železničních společností a dvě akcie průmyslových podniků (Charles Dow měl geniální intuici, když již v roce 1882 prohlásil: „Trh průmyslových akcií je předurčen stát se obrovským spekulativním trhem Spojených států.“

Dnes zní tato věta banálně, ale tehdy šlo o skvělou identifikaci příležitosti, která nebyla zdaleka tak zřejmá, jak se jeví ze současného pohledu. Odpovídalo to tehdejšímu relativně vysokému významu dopravy a malému významu průmyslu. **Akcie železničních společností, které tolik přispěly k rozvoji průmyslu, nyní patří minulosti a v centru zájmu je průmysl.** Je možné, že zanedlouho akcie společností, které používají internet pro účely zprostředkování obchodů, ztratí svoji zajímavost. Dosavadní růst produktivity firmy Amazon.com je sice impozantní, avšak dříve či později dojde v sektoru internetem podporovaného maloobchodu k podstatnému zostření konkurence a k poklesu obchodních marží. Internet bude stále více využíván přímo výrobcí zboží a poskytovateli služeb. Proč má zákazník platit knihkupci, když si může knihu objednat levněji přímo u nakladatele? Totéž platí i pro ostatní zboží a služby.

Podle dosavadních zkušeností z jiných odvětví se rovněž zdá, že vítězství bude patřit silným značkám. Naproti tomu firmy vyrábějící zboží a poskytující služby „komoditního typu“ (tj. snadno zaměnitelné) jsou pod vlivem konkurenčního boje nuceny snižovat obchodní marže na minimum podobně jako kdysi mýtní společnosti. Ale které značky se v budoucnosti prosadí a které zaniknou? Zde je namístě varování před dosavadními úspěchy některých „zavedených“ značek. Investoři, kteří se v roce 1920 rozhodovali mezi akciemi automobilek Chrysler nebo Pierce-Arrow, neměli lepší nástroj pro výběr akcií než náhodu. Analýzy finančních výkazů byly v tomto případě bezcenné. V přesně stejné situaci jsou dnes zájemci o investování do „informační superdálnice“.

Wilshire Internet Index



Zdroj: wilshire.com

Dilema, zda investovat do internetových společností anebo se jim vyhnout, proto není jednoduše řešitelné. Optimálním přístupem je investovat část investičního portfolia do dobře diverzifikovaného fondu zaměřeného nejen na sektor internetu, ale také na telekomunikace a informační technologie. V odvětví, kde neexistuje lepší šance výběru budoucích vítězů než náhoda, je důkladná diverzifikace ještě mnohem potřebnější než v zavedených a stabilizovaných sektorech průmyslu.

Je samozřejmé, že na internetový fond budeme pohlížet jako na agresivně rizikovou součást našeho portfolia. Teprve budoucnost ukáže, které společnosti uspějí a které zaniknou. Ale to už bude možná na světě nové revoluční průmyslové odvětví, které na sebe upoutá zájem investorů a internetové akcie odsune mezi podobně „nudné“ sektory, jakými jsou dnes průmysl stavebních hmot, papír a celulóza nebo těžká chemie.

7.7.1 Komentář k internetové bublině z roku 2007 neboli chybami se člověk učí

Přes osm let starý text, napsaný ještě před plným propuknutím internetové bubliny, může být zdrojem hlubokého poučení. Záměrně jsem text nijak ex post neredigoval, aby byly zřejmé všechny jeho klady a bohužel i zápory.

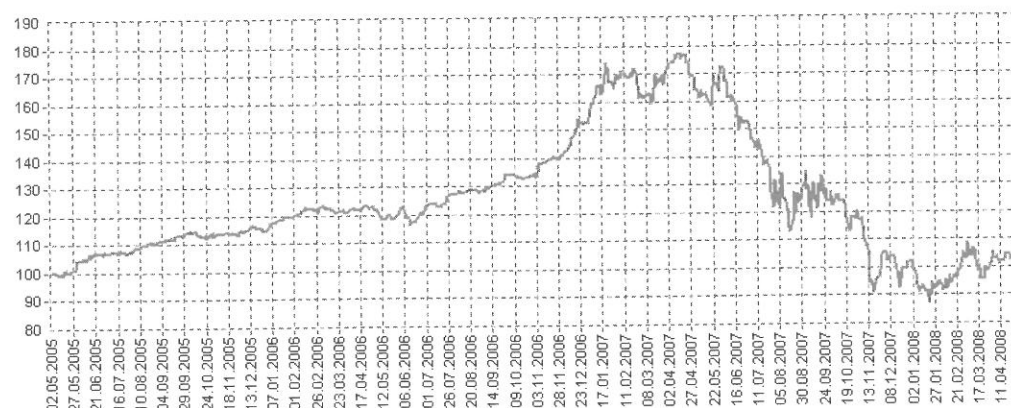
Co bylo na úvaze o internetových společnostech z roku 1999 správné?

- Paralela internetu s mýtními a železničními společnostmi byla až prorocky přesná. Skutečně se stalo, že cenová konkurence stlačila obchodní marže a někdy i tržby na minimum, takže ve velmi ostrém boji přežilo jen několik internetových firem z celkového počtu několika stovek.
- Mezi vítězi souboje nebyla společnost Google, protože ta vznikla až pár let po internetové bublině. Přesto se rychle po svém vzniku stala jedničkou a převládala Yahoo.com, podobně jako železnice převládala mýtní společnosti (aby byla později sama převládána leteckou dopravou). Ukazuje, že tradice a výhoda „prvního tahu“ nemusí v nových odvětvích mnoho znamenat.
- Potvrdilo se, že neexistuje lepší metoda výběru „budoucích vítězů“ v novém odvětví než slepá náhoda.

Kde nastaly chyby?

- Tolik zbožňovaný růst produktivity nemá žádný kladný vztah k růstu zisků. Naopak, nejrychlejší růst produktivity zpravidla zaznamenávají ta odvětví, která jsou nejvíce konkurenční. V těchto odvětvích je ovšem abnormálně silný tlak na obchodní marže a zisky tudíž nebývají velké – pokud vůbec lze hovořit o zisku.
- Nepotvrdila se výhoda „nehmotnosti“ internetu. Žijeme v hmotném světě, je nutné pracovat s hmotným zbožím, a na tento triviální fakt většina internetových firem doplatila. Pokud jde o internetové bankovníctví, to se záhy ukázalo být nutností, nikoli konkurenční výhodou.

Závěr? Je extrémně, opravdu extrémně obtížné odhadovat perspektivy jednotlivých odvětví. Obliba různých odvětví podléhá módě, která mívá občas kruté výstřelky. Poďíváme se na tento graf:



Zdroj: immofinanz.at

Jedná se o vývoj nějaké vysoce spekulativní technologické investice, která nevyšla, jak měla? Omyl, jde o graf ceny akcií firmy Immofinanz, která investuje do tak tradičního odvětví, jakým jsou komerční nemovitosti. Nejen technické novinky, ale i stará známá odvětví čas od času přicházejí do módy. A vytvářejí investiční bubliny. Ještě začátkem roku 2007 se zdálo, že nemovitosti (respektive Immofinanz) ročně „dělá“ průměrně 15 %, a to při minimálním riziku. Hezká představa. Někteří méně solidní investiční poradci a jejich důvěřiví klienti na ni dokonce skočili.

Jenže pak přišlo prasknutí americké hypoteční bubliny a bylo po hezké pohádce. Z 15% průměrného výnosu bez rizika byl najednou průměrný výnos v průběhu posledních deseti let jen kolem 4,5 % s dosti vysokým rizikem. Ne, finanční perpetuum mobile neexistuje. Ani na internetu, ani v nemovitostech, ani nikde jinde. Neexistuje. Rozuměli všichni? Prostě neexistuje. Tečka.

7.8 Hodnotová nebo růstová strategie?

Často se vyskytují názory, že kupovat akcie růstových společností je nerozumné. Proč investovat do podniku, který vykazuje malé nebo žádné zisky a u něhož ještě řadu let nebude možné očekávat žádné dividendy? Vždyť akcie takovýchto podniků nelze seriózně hodnotit a jejich cena se může kdykoli zřítit. Naproti tomu akcie ziskových podniků, které vyplácejí dividendy, poskytují větší stupeň bezpečí. Kromě toho, máme-li šťastnou ruku a podaří-li se nám vyhmátnout podhodnocené akcie, které nejsou momentálně populární mezi širokými masami investorů, můžeme překonat výkonnost portfolií růstových akcií.

Hodnotové akcie (*value stocks*) jsou definovány jako relativně levné akcie, přičemž jako měřítko použijeme poměr kursu k zisku na akcii (nízký poměr *price/earnings*), poměr kursu k účetní hodnotě na akcii (nízký poměr *price/book value*) a poměr kursu k tržbám na akcii (nízký poměr *price/sales*). Jiným měřítkem je vysoký dividendový výnos. Akcie, které tato kritéria nesplňují, se nazývají růstové (bez ohledu na to, zda jejich kursy momentálně rostou nebo klesají). Z této definice je patrné, že hranice mezi růstovými a dividendovými akciemi je poněkud neostrá, nicméně ve většině případů lze celkem bezpečně zařadit akcie do jedné či druhé skupiny.

Hodnotová strategie je velmi populární zejména ve Spojených státech. Její principy zní velmi logicky a rozumně. Kupujeme-li dostatečně levně, nevadí, že jde o akcie podniků nevalných kvalit. Přívrženci hodnotové strategie tvrdí, že podprůměrný podnik za velmi nízkou cenu je lepší investice než skvělý podnik za nehorázně vysokou cenu. Warren Buffett, pravděpodobně nejslavnější a nejúspěšnější praktik hodnotové strategie, říká: „Je to jako sbírat doutníkové špačky. Z každého špačku můžete potáhnout jen jednu nebo dvakrát, ale zato zadarmo.“ Není známo, zda právě Warren Buffett někdy v životě skutečně sbíral doutníkové špačky. Zato je známo, že v roce 1999 byl druhým nejbohatším člověkem na světě s osobním majetkem v hodnotě 36 miliard dolarů.

Nakupovat levné akcie, počkat, až trh objeví jejich skrytou vnitřní hodnotu, a potom je se ziskem prodat, vypadá na první pohled jako mnohem rozvážnější strategie, než kupovat „růstové“ akcie společností, z nichž mnohé doposud nevykázaly žádný zisk. Existuje však jeden problém, který úspěšnost „hodnotových“ strategií zásadně podkopává. Investoři neustále hledají nové investiční příležitosti, takže hledat a nakupovat „levné“ akcie prakticky není výnosnější, než kupovat akcie, které jsou „předražené“.

Analytik Clifford G. Dow zkoumal výnosy amerických podílových fondů v závislosti na tom, zda tyto fondy samy definovaly svá portfolia jako hodnotová či růstová. Kromě toho se Dow také zabýval průměrným kreditním ratingem společností, jejichž akcie byly obsaženy v portfoliích těchto fondů. (Z tohoto srovnání vyplývá, že akcie společností s horším ratingem jsou výnosnější, což je plně v souladu s principem, že za vyšší výnosy je nutné zaplatit vyšším rizikem.) Data pro období 1986 – 1995 poskytla agentura Morningstar. Z výsledků Dowovy studie můžeme uvést následující tabulku nominálních výnosů:

Tabulka 7.1 Rating, výnosy hodnotové a růstové investiční strategie – akcie velkých podniků

	Rating finanční síly podniku (podle agentury Value Line)		
	A++	A+	A
Růstová strategie	37,5 %	61,2 %	86,4 %
Hodnotová strategie	13,7 %	45,2 %	73,3 %

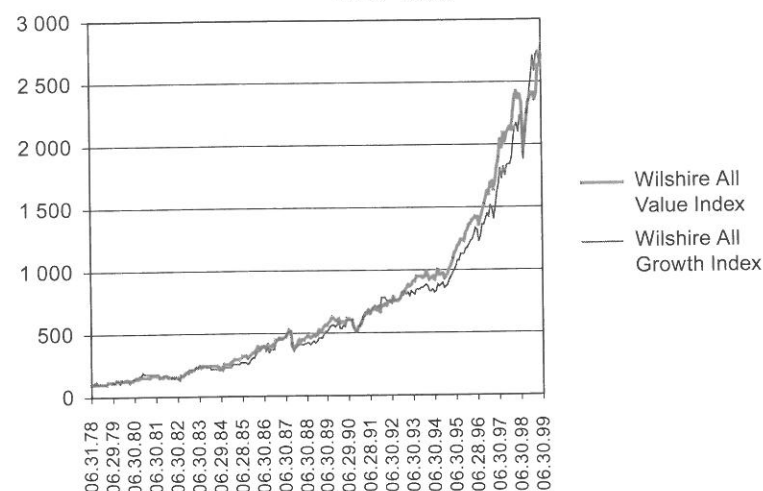
Zdroj: Clifford G. Dow, 1998

Je zřejmé, že „hodnotově“ zaměření manažeři podílových fondů v průměru zaostávali za svými „růstovými“ kolegy zhruba o 0,75 – 2 % ročně. Proč? Částečnou odpověď mohou být vyšší poplatky a daně spojené s častějším obchodováním. Hodnotoví manažeři totiž často patří mezi aktivní investory a jejich provozní náklady jsou přiměřeně vyšší: zhruba o procento ročně.

Z porovnání vývoje indexů „hodnotových“ akcií (index Wilshire All Value) a „růstových“ akcií (Wilshire All Growth) však vyplývá, že neexistuje podstatný rozdíl mezi oběma přístupy – za předpokladu, že budeme dodržovat pasivní investiční strategii a nebudeme naše portfolio zatěžovat přílišnými poplatky za obchodování. Na grafu vidíme, že vývoj obou kategorií akcií během let 1978 – 1999 byl prakticky totožný. Průměrný roční výnos indexu Wilshire All Value činil 17,02 %, což není tímto rozlišitelné od výnosu indexu Wilshire All Growth (17,25 %).

Ani riziko obou „hodnotových“ a „růstových“ akcií není příliš odlišné. Zastánci „hodnotové“ strategie často vychvalují její bezpečnost, protože „levné“ akcie mají méně prostoru,

Výkonnost „hodnotových“ a „růstových“ akcií
1978–1999



Zdroj: wilshire.com

kam by jejich ceny mohly klesat. Tato výhoda bývá ovšem nepřiměřeně zveličována. Ve skutečnosti „hodnotové“ akcie neposkytují významnou ochranu proti výkyvům trhu. Během paniky na Wall Street v říjnu a listopadu 1987 ztratil „hodnotový“ index 26,46 %, zatímco „růstový“ index poklesl o 29,92 %. Také během irácké invaze do Kuvajtu si vedl hodnotový index jen o málo lépe: v srpnu až v září 1990 poklesl o 13,78 %, zatímco růstový index ztratil 14,52 %. Ruská krize v srpnu až září 1998 však měla o něco větší dopad na hodnotový index (pokles 18,70 %), zatímco růstový index ztratil během těchto dvou měsíců „jen“ 15,68 %. Je tedy zřejmé, že kupovat „levné“ akcie není žádná zázračná cesta ani k bohatství, ani k bezpečí.

Hodnotová strategie se však nijak zvlášť neosvědčuje mimo severoamerický akciový trh. Investiční společnost DFA provozuje globální akciový fond, který se programově zaměřuje na „levné“ hodnotové akcie. Fond s názvem *DFA High Book to Market* (překlad názvu „Vysoký poměr účetní hodnoty k ceně“ vyjadřuje základní pravidlo výběru akcií) však v letech 1994 – 1999 zaostával za 86 % fondů ve své kategorii. Hodnotová strategie tedy vedla k výrazně podprůměrným výsledkům. Ale pozor! Během dalších 5 let to bylo přesně naopak. Nelze tedy jednoznačně vyzdvihovat ani zavrňovat žádnou z obou investičních akciových strategií.

Ze srovnání tedy vyplývá, že:

- **výnosy hodnotových a růstových akcií jsou v průměru stejné** (platí to alespoň pro americké akcie);
- **totéž v zásadě platí pro rizika obou kategorií akcií;**
- **výnosy hodnotových akciových fondů za příznivých okolností o něco zaostávají za výnosy růstových fondů**, což lze pravděpodobně přičíst vyšším poplatkům a daním (protože hodnotové fondy bývají obvykle spravovány aktivněji, a tudíž nákladněji);
- **za nepříznivých okolností (při vyšší volatilitě trhu) ovšem hodnotové akcie vedou.** Je to způsobeno různými faktory, viz Dunnův zákon;

- **mezinárodní investor pravděpodobně udělá nejlépe, když bude ignorovat růstové či hodnotové strategie a soustředí se na (a) levné indexové fondy s nízkými poplatky; (b) méně levné, avšak osvědčené aktivně řízené fondy.**

Porovnání výsledků hodnotové a růstové strategie nevede k jednoznačnému závěru. Někde je lepší růst, jinde hodnota. Potíží je v tom, že málokdo je schopen rozeznat, kdy končí doba růstových akcií a kdy začíná doba akcií hodnotových.

A co famózní investoři s geniálními schopnostmi jako je např. Warren Buffett? On sám je skutečně mimořádně schopný investor s vysoce nadprůměrnými schopnostmi. Nicméně jeho obdivovatelé by si měli být vědomi jedné věci. Warren Buffett má v USA i v zahraničí desítky tisíc obdivovatelů, kteří napodobují jeho investiční strategii, čtou jeho knihy a řídí se týmiž principy. Přesto se nikdo z nich ani zdaleka nepřiblížil úspěchům svého Mistra. Buffettův úspěch zřejmě nelze vtěsnat do několika pravidel. Jde patrně o záležitost vrozeného talentu, kterým disponuje řádově jen jeden člověk z miliardy. Skutečně špičkových investorů je na světě ještě méně než opravdu vynikajících operních pěvců.

Když už je řeč o mimořádných a vynikajících investorech, je užitečné vědět, jakých výnosů jsou tito skvělí jedinci schopni soustavně dosahovat. Tisíce procent ročně? Stovky? Omyl. Deník The Wall Street Journal uveřejnil v roce 1995 tabulku dlouhodobých průměrných výnosů, jichž dosahovali největší investoři minulého století. Zde je:

Tabulka 7.2 Dlouhodobé průměrné výnosy

	Průměrný výnos (% per annum)
Warren Buffett	27
Benjamin Graham	17
Peter Lynch	29
Julian Robertson	27
George Soros	34
Michael Steinhardt	21
John Templeton	18

Zdroj: The Wall Street Journal, 18. srpna 1995

Tabulka ovšem nezahrnuje velké ztráty, které utrpěli Robertson, Soros, Steinhardt a Templeton v druhé polovině 90. let. Čísla ukazují, že i kdybychom stabilně dosahovali podobných výnosů jako George Soros, potřebovali bychom zhruba osm až deset let (a náležitý díl štěstí), abychom ze 100 000 Kč udělali milion. Tedy ani špičkové investiční výkony nejsou receptem na rychlé zbohatnutí.

John Maynard Keynes, který byl rovněž úspěšným investorem, jednou shrnul vlastnosti, jaké by měl mít dobrý ekonom: „Musí být matematikem, historikem, státníkem, filozofem... Musí vidět současnost ve světle minulosti z perspektivy budoucnosti... [musí být] nezávislý a nezkorumpovatelný jako umělec a přitom stát oběma nohama na zemi jako politik.“ Náročné požadavky, jimž vyhoví řádově možná jeden člověk z miliardy.

Více než neopakovatelné úspěchy hrstky mimořádných osobností nás však zajímají univerzálně platné principy – stroje na peníze, které nejsou „zabudovány“ v hlavě jednoho člověka a které jsou schopny podávat stabilní solidní výkon.

7.9 Komoditní spekulace

Následující rada pochází z knihy *Od píky – Listy zbohatlého obchodníka synovi*, která vyšla v českém překladu v roce 1906. Pan John Graham z Chicaga (známý na burze pod jménem „Starý drak Graham“, jak stojí v úvodu knihy) píše synovi o komoditních spekulacích toto:

„Je bezpečnějším děcku hrát si na břehu staré tůně, nežli muži zkoušet štěstí své na burse. Z počátku se to zdá býti sice příjemným a jistým, než se však naděješ, už jsi v hlubinách. Celá bursa je sice jen třicet stop dlouhá, přitom však pekla se dotýká. Hrát na burse znamená uzavírat obchody na samém okraji propasti. Člověk tu kupuje něco, co nikdo nemá a prodává, co sám nemá. Zkušenost nás učí, že čistý zisk z ničeho je zase nula. (...)

Potloukáš se na jatkách dost dlouho, aby Ti bylo známo, že tam sedrou kůži z bulika v třiceti vteřinách a uvěříš-li, že na burse stáhnou kůži z baissira zrovna tak rychle, pak není strachu, že by se z Tebe stal jeden z bursovních indianů, kteří za dlouhých zimních večerů musí sedět na koberci z vlastní kůže.

Snad si myslíš, že jako syn velkoobchodníka s vepři trhu lépe rozumíš než Tvůj soused. Chyba lávky! Největší hlupáci můžou být příbuzní millionářů.“

Starý pan Graham sice neměl žádné školy, avšak jeho životní zkušenosti s obchodováním na komoditní burze přesně odpovídají teoretickému poznatku, ke kterému koncem 19. století dospěl francouzský fyzik Louis Bachelier: průměrný zisk komoditního spekulanta je roven nule. Krátkodobé výkyvy burzy jsou nepředvídatelné a na dlouhodobý růstový trend se (na rozdíl od trhu akcií či obligací) nelze spoléhat. Zvláště rizikové jsou spekulace s vypůjčeným kapitálem a krátké prodeje („člověk prodává něco, co sám nemá“), při nichž nezkušený spekulant může prodělat i mnohonásobek investovaného majetku. Před těmito spekulacemi je nutno co nejdůrazněji varovat, tím spíše, že i v České republice působí některé makléřské firmy (často pochybného původu a pověsti), které nabízejí možnost spekulovat s vypůjčeným kapitálem. Ruce pryč od takovýchto nabídek!

Velkoobchodník s dobyt看 Graham měl i svérázný, avšak velmi rozumný pohled na vztah mezi výnosy a riziky:

„Musíš pochopit, že dollar zrovna tak, jako kůň, nesmí se přetížít. Táhne-li 3 %, má náklad malý; 6 % – přiměřený; když Ti táhne 10 %, pak pozor, aby nezačal trucovat; táhne-li Ti 20 %, tu si dej dobrý pozor, dělá-li to proto, že je výtečným koněm, anebo z pouhé poddajnosti, která ho naprosto vysílí. Jakmile táhne 100 %, tu je na závodní dráze, a závody jsou dollaru stejně nebezpečné jako koni, jenomže po dollaru nezbyde ani zdechlina, kterou je v klišovaru možno prodat.“

Srovnáme-li tyto více než stoleté zkušenosti s moderními výzkumy výnosů a rizik různých typů cenných papírů (tab. 1.1), zjistíme, že starý dobytkař Graham by se velmi dobře shodl s profesory moderní teorie portfolia Ibbotsonem a Sinquefeldem. Některé zkušenosti jsou zkrátka věčné.

7.10 Ropa jako investice

Komoditní spekulace lze všeobecně nedoporučit. Hodně jiné je to však s komoditami jako nástrojem pro dlouhodobé investice. Zde se nabízejí velmi zajímavé příležitosti.

Do komodit lze investovat různými způsoby, ať už přímo či zprostředkovaně. Přímá cesta formou komoditních futures však vyžaduje značné zkušenosti a neustálý dohled. Kromě toho velmi svádí ke spekulacím. Pro „normálního“ investora je proto vhodnější investovat „oklikou“ přes komoditní akcie, tj. akcie firem, které komodity těží, zpracovávají anebo vyrábějí zařízení pro jejich těžbu a zpracování.

7.10.1 Hubertův vrchol – proč ceny ropy pravděpodobně zůstanou vysoké

Ropa je v lidské historii relativně mladou komoditou. První komerční ropný vrt byl otevřen roku 1857 v Rumunsku. Za 2 roky následoval první americký vrt. Od té doby rostla těžba ropy po desítky let exponenciálním tempem. S možností vyčerpání ložisek si dlouho nikdo hlavu nelámá. Když v roce 1956 geofyzik M. King Hubbert z firmy Shell Oil předpověděl, že těžba ropy v USA vyvrcholí začátkem 70. let a poté bude klesat, málokdo jej bral vážně.

Léta plynula. Začátkem roku 1971 těžba ropy na území Spojených států skutečně nabrala sestupný trend, který trvá doposud. Pokles americké těžby se do cen ropy nijak zvláště nepromítl, protože byl plynule nahrazován dodávkami z jiných částí světa. Pokud bychom „odfiltrovali“ politické vlivy (zejména ropné krize v letech 1973 a 1979), cena ropy po započtení inflace zůstávala v delším období pozoruhodně stabilní. Nabídka byla schopna držet krok s poptávkou. Na doktora Hubberta si málokdo vzpomněl. Někteří propadli iluzi, že zásoby ropy jsou nevyčerpatelné.

Uplynula léta a situace se změnila. Ztráta americké soběstačnosti měla malý vliv na ceny ropy, ale zásadní vliv na světovou rovnováhu sil. Prudce vzrostla strategická váha ropných států Středního východu. V 90. letech dále ztratila ropnou soběstačnost Čína, která ještě začátkem 90. let ropu vyvážela. V roce 2004 měly východoasijské ekonomiky zásadní podíl na růstu poptávky po ropě. Růst cen na 50 dolarů za barel je spíše důsledkem světového hospodářského růstu než terorismu. Teroristé mohou být poraženi, Čína nikoli.

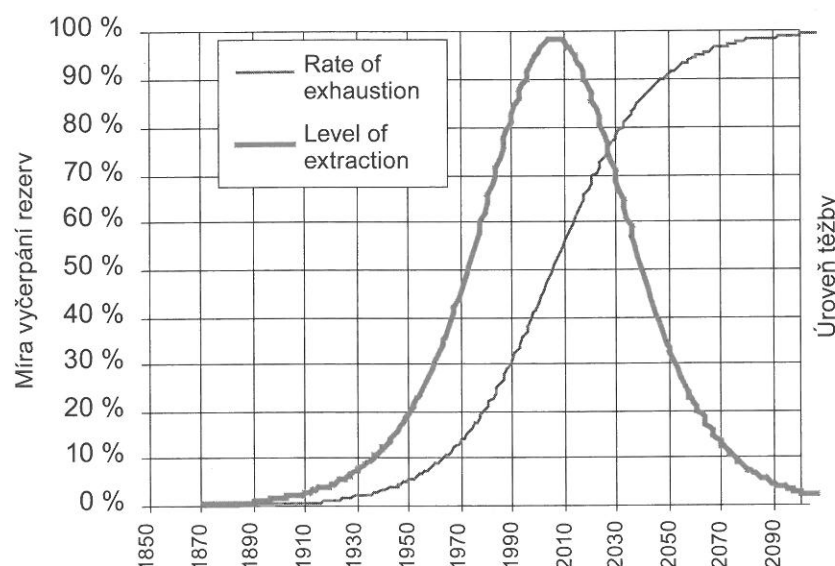
Za této situace zaznamenal Hubbertův model renesanci zájmu. Pozoruhodný je především svojí geniální jednoduchostí. Nejde o žádnou složitou matematickou konstrukci s množstvím vstupních parametrů a desítkami složitých vzorců. Nárůst, vyvrcholení a pokles těžby lze popsat symetrickou „zvonovou“ křivkou, která je svým vzhledem podobná známé Gaussově křivce. (Jde však jen o povrchní podobnost, ve skutečnosti se jedná o první derivaci logistické „S“ křivky.) Hubbertova křivka i logistická křivka popisují různé společenské i přírodní jevy: postupné nasycování trhů (například dynamiku penetrace trhu mobilních telefonů či životního pojištění) nebo šíření epidemií. Například vývoj počtu krav nakažených ve Velké Británii během epidemie nemoci šílených krav sledoval velmi přesně tvar Hubbertovy křivky.

Hubbertův model velmi dobře popisuje empirická data a po teoretické stránce je stěží napadnutelný. Má prakticky platnost přírodního zákona. Diskuse se vedou spíše o detailech, zejména o vlivu politických a vojenských událostí na ropný trh. Podle různých verzí Hubbertova modelu světová těžba vyvrcholí někdy během let 2003 – 2010. Pak bude následovat již jen dlouhý pokles. Geologové Colin Campbell a Jean Laherrère upozorňovali již v roce 1998 – kdy ropa byla rekordně levná – že příští krize nebude krátká jako v letech 1973 a 1979. Světu nehrozí bezprostřední vyčerpání zásob ropy, jak

poznávají Campbell a Laherrère. Na druhé straně tito autoři poukazují na fakt, že 80 % ropy těžené v roce 1998 pocházelo z nalezišť objevených před rokem 1973, z nichž mnohá už jsou téměř vyčerpána.

Z Hubbertova modelu vyplývá, že éra levné ropy je zřejmě navždy pryč. Pokud objem těžby bude sledovat Hubbertovu křivku jako doposud, ve 40. letech 21. století bude světová těžba zhruba na úrovni roku 1960 – ovšem při několikanásobném počtu obyvatel zeměkoule. Kromě toho bude těžena z menších a obtížněji dostupných ložisek. Již jen vzhledem k nákladům bude tedy nutně dražší.

Pokud bude ropa nahrazena jiným zdrojem energie, nemusí se stát nic dramatického. Problém je, že lidstvo zatím nezná formu energie, která by mohla snadno nahradit benzin a naftu. Syntetický benzin z uhlí je drahý, vodíkové palivové články rovněž. Masová výroba vodíku by navíc vyžadovala stavbu obrovského počtu jaderných elektráren – sluneční nebo větrná energie nejsou seriózní řešení. Zemní plyn by mohl pomoci jen dočasně.



Zdroj: výpočty autora

Ve světě za Hubbertovým vrcholem významně vzroste význam a moc států kolem Perského zálivu, Ruska, Nigérie, Venezuely a podobných států. Státy s ropnými rezervami budou z této situace doslova těžit.

7.11 Výnosy cizích měn

George Soros vydělal v roce 1992 na úspěšné spekulaci proti britské libře miliardu dolarů. Tím se mu podařilo zjednat měnovým spekulacím obrovskou popularitu – navzdory tomu, že o několik let později podobnou částku prodělal na neúspěšných spekulacích s jinými měnami.

Běžnému investorovi lze dát jednu velmi dobrou radu: **nepokoušejme se předpovídat pohyby kursů cizích měn a vyhněme se měnovým spekulacím.** To je nejlepší investiční doporučení, které je možno poskytnout ohledně cizích měn. Jestliže nějaký finanční trh skutečně připomíná kasino, je to právě trh cizích měn. Proč? Řekli jsme si, že lidské bytosti neumějí vybírat akcie, a dokumentovali jsme tuto zkušenost řadou příkladů. Přesto se akciový investor může celkem bezpečně spolehnout na dlouhodobý růstový trend, díky kterému je možné překonat následky špatného časování. Pokud investor dobře diverzifikuje své portfolio a vyhne se zbytečným rizikům (zejména politickým rizikům na nestabilních trzích), nemusí se akcií bát.

Měnový spekulant se však nemůže spolehnout na žádný dlouhodobý růstový trend. Na rozdíl od naprosté většiny akciových indexů politicky a ekonomicky stabilních zemí totiž trendy měnových kursů mohou být i dlouhodobě záporné. Nelze přitom žádným seriózním způsobem předpovídat jejich intenzitu a dobu trvání. Na rozdíl od akcií nemůže měnový spekulant ani řádně diverzifikovat své portfolio, protože měn (na rozdíl od akcií) se obchoduje na světových trzích jen malé množství. Proto nejlepší praxí je vyhnout se měnovým spekulacím úplně. Opravdu málokdo má tak silné finanční zázemí a nervy jako George Soros, aby si mohl dovolit miliardové ztráty v případě neúspěchu.

Na úskalí, která číhají na nezkušené amatérské spekulanty, upozorňuje Eugene Abramoff, prodejní manažer makléřské firmy Killiney Investments, orientované na trhy cizích měn. Podle jeho slov 90 % drobných klientů končí obchodování se ztrátou. Drobní klienti totiž zvláště silně pociťují tíhu makléřských poplatků. „Je to jako jít do kasina s pěti franky,“ říká Abramoff³⁰. Marc Prosser ze společnosti Money Garden Financial Group doporučuje pro spekulace s cizími měnami peněžní obnos o velikosti nejméně 10 000 dolarů. Je zřejmé, že měnové spekulace nejsou vhodným prostředkem, jak zbohatnout. Spíše se jedná o nákladnou hru pro ty, kteří zbohatnout nepotřebují.

7.12 Lidský kapitál

Autorem myšlenky lidského kapitálu byl švýcarský matematik Daniel Bernoulli ve 30. letech 18. století. Během téhož období formuloval i slavný petrohradský paradox, který má aplikace v hodnocení růstových akcií – viz kniha *Peníze, výnosy a rizika*. Bernoulli kladl důraz spíše na lidské znalosti a schopnosti než na hmotný kapitál. Podle něj disponuje lidským kapitálem i žebrák, který je schopen si ročně vyžebat 10 dukátů na skromné živobytí. Pokud by žebrák dostal nabídku, aby se za 50 dukátů navždy vzdal žebrání, patrně by odmítl, protože po vyčerpání této částky by se neměl čím živit. Jeho lidský kapitál tedy bezpochyby přesahuje hodnotu 50 dukátů.

Po více než 270 letech od vzniku myšlenky lidského kapitálu umí si jen málokdo spočítat, jaká je hodnota jeho vlastního lidského kapitálu. Matematický aparát k tomu potřebný se nijak podstatně neliší od výpočtů používaných při hodnocení obligací nebo jiných investic. Uvažme jako příklad třicetiletého muže (řekněme mu pan Šťastný), jehož měsíční čistý příjem činí 15 000 Kč. Dotyčný má před sebou ještě nejméně 35 let práce, pokud budeme předpokládat, že se ve zdraví dožije penzijního věku. Pokud budeme dále předpokládat, že reálný příjem pana Šťastného zůstane konstantní a dlouhodobě

³⁰ The Wall Street Journal, 26. – 27. března 1999.

diskontní sazba se bude pohybovat kolem 5 %, má jeho lidský kapitál hodnotu kolem 3 milionů korun. To je více peněz, než kolik lidé zpravidla vlastní ve formě cenných papírů, nemovitostí nebo jiných cenných věcí. Pokud bude reálná mzda pana Šťastného růst tempem 4 % ročně, přesáhne hodnota jeho lidského kapitálu 5 milionů korun (a to přitom nepočítáme jeho penzi). Z tohoto příkladu je zřejmé, že tou nejcennější položkou našeho osobního majetkového portfolia jsou zpravidla naše budoucí příjmy, jejichž výše je určena našimi vlastními schopnostmi, znalostmi a kvalifikací.

Tím ale rozprava o lidském kapitálu ještě nekončí. Řekněme, že pan Šťastný pracuje jako účetní u pobočky velké zahraniční firmy, která poskytuje prakticky jistotu celoživotního zaměstnání. Srovnáme tuto situaci s postavením stejně starého pana Veselého. Pan Veselý je malíř a umělecký fotograf na volné noze, jehož příjmy jsou obtížně předvídatelné. Pro jednoduchost řekněme, že během minulého roku si v průměru vydělal 15 000 Kč měsíčně, tedy stejně jako pan Šťastný. Umělecký vkus se však rychle mění, a je proto možné, že z pana Veselého se stane světově proslulý (a náležitě bohatý) autor, o jehož práce budou soupeřit světové galerie. Naproti tomu není vyloučeno, že do roka a do dne skončí na sociální podpoře. A nyní řekněme, že oba pánové mají nastřádáno každý půl milionu korun. Jak by měli tuto sumu optimálně investovat?

Pan Šťastný si díky stabilnímu příjmu může dovolit investovat velmi agresivně (samozřejmě pokud mu to jeho psychika dovolí). Naproti tomu pan Veselý, jehož lidský kapitál je mnohem rizikovější, by měl své úspory držet ve velmi bezpečné formě pro případ uměleckého nezdaru. Praxe ovšem bývá často taková, že seriózní účetní s pevným příjmem drží své úspory v bezpečí, zatímco lidé s dobrodružnějším založením vyhledávají rizikové investiční projekty. Ale tak už to chodí a bylo by marné lamentovat, že život nerespektuje dobře míněnou investiční teorii.

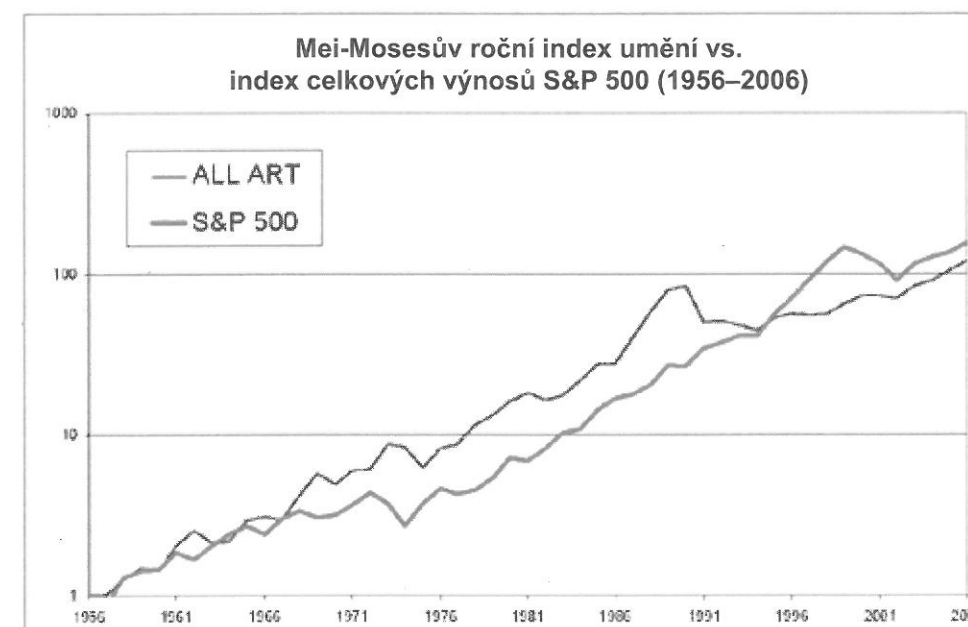
7.13 Umění a starožitnosti

Umění, starožitnosti a podobné předměty mohou být chápány jako zajímavá investiční příležitost – anebo na ně můžeme pohlížet čistě jako na krásné věci s uměleckou a estetickou hodnotou. V obou případech neuděláme chybu. Běžný investor může umělecké předměty chápat jako krásné a cenné věci, které mají kulturní a historický význam. Kvalitní portfolio se bez nich obejde – ale pokud máme dost času a peněz, umění může obohatit náš život i majetek.

Pokud se rozhodneme umění věnovat z investičního hlediska, je nezbytně nutné pracovat s profesionály. Laický investor může být snadno napálen, zejména na českém trhu, který je promořen falsifikáty. Zejména malby z doby českého modernismu se falšují velmi často a bohužel, ani znalecké posudky často nic neznamenají.

Nabízí se myšlenka investovat do děl současných autorů, u nichž je pravděpodobnost výskytu falsifikátů téměř vyloučena, ale tato problematika zdaleka přesahuje téma této publikace. Osobní konzultace s dobrým expertem je nutná.

Pro představu o dlouhodobých výnosech investic do umění lze uvést tento graf, jehož autory jsou profesor Jianping Mei a Michael Moses:



Zdroj: Mei, Moses

Během sledovaného půlstoletí byly celkové průměrné výnosy umění srovnatelné s investicemi do akcií.

7.14 Stručný návod, jak předpovídat krátkodobé výnosy

	Neutrální odhad	Úprava (+/-)
Peněžní trh	Krátkodobé úrokové sazby	Očekávaná změna krátkodobých úrokových měr
Obligace	Výnos do doby splatnosti	Kapitálový výnos (ztráta) odpovídající očekávané změně úrokových měr
Akcie	Podle nejlepších zkušeností nelze doporučit žádnou metodu krátkodobého předpovídání kursů akcií	
Cizí měny	Nulová změna	Podle nejlepších zkušeností nelze doporučit žádnou metodu krátkodobého předpovídání kursů cizích měn
Nemovitosti	Extrapolace krátkodobého trendu nebo předpoklad nulové změny	Subjektivní expertní názor na vývoj reálního trhu

7.15 Stručný návod, jak předpovídat dlouhodobé výnosy

	Neutrální odhad	Úprava (+/-)
Peněžní trh	Odhad založený na dlouhodobých historických statistikách výnosů	Strategické studie o možnostech dlouhodobého makroekonomického vývoje (zejména s přihlédnutím k inflačnímu riziku)
Obligace		Rozbor odvětvové struktury daného akciového trhu v souvislosti s očekávanými trendy v technice, v ekonomice a ve společnosti
Akcie		Makroekonomická analýza a expertní odhad perspektiv dané lokality
Nemovitosti		
Cizí měny	Nulová změna	Odhad založený na očekávaném vývoji parity kupní síly, úrokových měr a důvěryhodnosti centrální banky

7.16 Vyplácí se věřit expertům?

Tato analýza se zabývá úspěšností českých analytiků při předpovídání výnosů akcií na pražské burze. Je založena na údajích poskytnutých společností B. I. G. Prague, která pořádá pravidelnou statistiku, publikovanou jednou týdně v Hospodářských novinách pod názvem B. I. G. Expert. K dispozici bylo 35 681 nákupních nebo prodejních doporučení s horizontem šesti měsíců a 29 610 doporučení s horizontem jednoho měsíce. Účastníci hodnotili akcie ve škále: rozhodně koupit – koupit – žádná akce – prodat – rozhodně prodat. Doporučení byla vydána v období leden 1995 až červen 1998.

Kromě popsané databáze jednotlivých odhadů byla k dispozici ještě databáze agregovaných předpovědí (investiční atraktivita) tak, jak byla publikována v *Burzovních novinách*. V této databázi byly k dispozici odhady investiční atraktivity vypočtené na základě hodnocení jednotlivých expertů pro 1 870 akcií (nikoli jednotlivých titulů, protože většina akcií byla během sledovaného období hodnocena vícekrát).

Proveďme nejdříve nejjednodušší možný test. Zjistíme, kolik procent příznivých a nepříznivých předpovědí se následně splnilo. Jako příznivé předpovědi chápeme doporučení „koupit“ a „rozhodně koupit“, jako nepříznivé předpovědi chápeme doporučení „prodat“ a „rozhodně prodat“. Procentní podíly šestiměsíčních předpovědí, které se vyplnily, jsou v tabulce označeny tučně.

Tabulka 7.3 Celkové skóre úspěšných a neúspěšných předpovědí s horizontem šesti měsíců (1995 – 1998)

	Kladný výnos	Záporný výnos
Příznivá předpověď	37,7 %	42,4 %
Nepříznivá předpověď	7,6 %	12,3 %

Vidíme, že doporučení expertů byla správná téměř přesně v 50 % případů. Toto zjištění kupodivu neznamená, že by doporučení expertů byla zcela bezcenná a že by činnost akciových analytiků bylo možné nahradit házením mincí. Skutečný užitek expertních odhadů je zřejmý z následující tabulky:

Tabulka 7.4 Podíl správných tipů

Podíl správných tipů celkem	50,0 %
Podíl správných tipů na růst	47,1 %
Podíl správných tipů na pokles	61,7 %

Vidíme, že expertům se nedařilo vybírat akcie, které by posléze rostly – podstatně lepší prognostické schopnosti však prokázali při předpovídání budoucích poklesů. Celková 50% úspěšnost je dána tím, že experti byli v průměru nadměrně optimističtí. Převládající optimismus expertů vynikne zejména v souvislosti s následujícími čísly. Z celkového počtu dlouhodobých hodnocení jich bylo 28 583 optimistických (koupit nebo rozhodně koupit), 14 595 neutrálních (žádná akce) a pouze 7 098 pesimistických (prodat nebo rozhodně prodat).

Tabulka 7.5 Podíl optimistických a pesimistických předpovědí

Horizont	Procento optimistických předpovědí	Procento pesimistických předpovědí
Šest měsíců	80,05 %	19,95 %
Jeden měsíc	67,27 %	32,73 %

Experti tedy optimismem doslova hýřili. Máme-li soudit na užitečnost předpovědí expertů na základě sledovaných dat, dojdeme k přesvědčení, že se v praxi vyplatí věnovat pozornost pouze záporným předpovědím, zatímco nákupní doporučení bychom měli ignorovat.

Prozatím jsme však nerozlišovali mezi obyčejnými doporučeními a „rozhodnými“ doporučeními. Zlepší se úspěšnost expertů, pokud vezmeme v úvahu sílu doporučení? Informaci o tom podává následující tabulka.

Tabulka 7.6 Úspěšnost „rozhodných“ a „nerozhodných“ doporučení (1995–1998)

Doporučení	Úspěšnost doporučení (%)	
	Horizont šest měsíců	Horizont jeden měsíc
Rozhodně koupit	51,08	48,99
Koupit	45,67	47,26
Prodat	60,59	60,11
Rozhodně prodat	65,22	64,03

Výsledek se příliš nezměnil: **prodejní doporučení, krátkodobá i dlouhodobá, jsou úspěšnější než doporučení k nákupu.** Zejména v období klesajícího trhu v roce 1998 se toto pravidlo plně potvrdilo. Jelikož má dobré ekonomické zdůvodnění (analytici obecně neradi dávají záporná doporučení, a pokud to musejí udělat, mají pro to obvykle pádné důvody), lze je přijmout jako praktické poučení pro investory.

7.17 Výnosnost jednotlivých doporučení

Následující tabulka poskytuje představu o následných průměrných výnosech jednotlivých skupin doporučení. Uvedené výnosy se vztahují k příslušnému horizontu (tj. šest měsíců a jeden měsíc) a nejsou anualizovány.

Tabulka 7.7 Následné výnosy podle skupin doporučení

Šestiměsíční předpovědi						
	RK	K	ŽA	P	RP	Celkem
Výnos (%)	0,59	-2,39	-5,2	-6,94	-11,81	-3,53
Počet	8 224	21 946	15 881	6 357	1 322	53 730
Jednoměsíční předpovědi						
	RK	K	ŽA	P	RP	Celkem
Výnos (%)	1,41	0,64	-0,14	-1,13	-3,81	-0,04
Počet	3 734	17 419	22 236	9 026	1 315	53 730

Vidíme, že doporučení „rozhodně koupit“ (RK) by poskytlo pro oba časové horizonty (jeden měsíc i šest měsíců) pozitivní výnos. Jak je však možné, že doporučení „rozhodně koupit“ vedla v průměru ke kladnému zisku, když nadpoloviční počet rozhodných nákupních doporučení by vedl ke ztrátě? Některá mimořádně „podařená“ nákupní doporučení dokázala převážet většinu neúspěšných doporučení.

Výsledek je na první pohled jednoznačný a vyznívá ve prospěch investiční atraktivity. Je nutné ovšem mít na paměti konkrétní podmínky, za kterých bylo toto hodnocení prováděno. Pouhá skutečnost, že po negativním hodnocení následoval v průměru záporný výnos (a naopak, po výrazně kladném hodnocení následoval kladný výnos) signalizuje, že praktické využití investiční atraktivity není bez problémů. Museli bychom vzít v úvahu likviditu trhu a náklady na obchodování.

Tabulka 7.8 Investiční atraktivita a následné průměrné procentní výnosy akcií – horizont šesti měsíců

Atraktivita	Následný výnos (%) 1995–1998
< -30	-30,29*
-30 ... 0	-10,10*
0 ... 30	-4,80
30 ... 60	0,33
> 60	3,16*

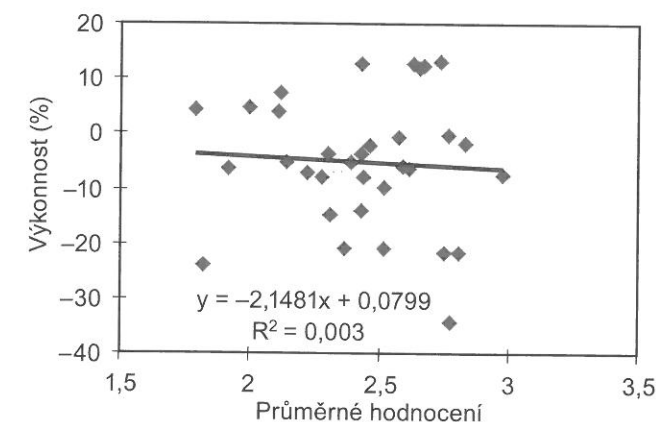
* Odlišné od průměru na 95% úrovni statistické významnosti.

Schopnost expertů předpovídat výnosy jednotlivých akcií je velmi chabá. Kromě toho se zdá, že čím významnější a likvidnější titul, tím jsou prognostické schopnosti expertů slabší. Například ČEZ a Český Telecom obdržely v podstatě stejné hodnocení, avšak jejich následná výkonnost byla diametrálně odlišná. Podobných případů lze ukázat více. Korelace mezi průměrným hodnocením jednotlivých akcií a jejich následným výnosem vlastně neexistuje, což je zřejmé z grafu na následující straně.

7.18 Praktické závěry

- Pokud jde o předpovídání poklesů či vzestupů, úspěšnost expertů byla jen o málo lepší než 50 %. Někdy nebyla úspěšnost expertů statisticky rozlišitelná od házení mincí.

- Expertům se nedařilo vybírat akcie, které by posléze rostly. Podstatně lepší prognostické schopnosti však prokázali při předpovídání budoucích poklesů. Praktický užitek expertních předpovědí lze hledat především v oblasti negativních předpovědí.
- Přes 80 % všech dlouhodobých předpovědí znělo „koupit“ nebo „rozhodně koupit“. Srovnáme tento výsledek s oddílem Ropuchy na Wall Street (viz podkap. 7.4). Tento profesionální optimismus trval i v době, kdy český akciový trh prožíval všechno možné s výjimkou růstu. S optimismem analytiků tedy lze počítat téměř jako s konstantním jevem, nezávislým na realitě.
- Schopnost expertů předpovídat výnosy jednotlivých akcií je velmi chabá. Korelace mezi průměrným hodnocením a následným výnosem v podstatě neexistuje. Zdá se, že nejlepší šanci mají experti u méně kapitalizovaných titulů, a to zejména u těch, které je vhodné prodat.
- Shrneme-li naše poznatky do jedné věty, závěr je jednoznačný: analýza investiční atraktivity nám může pomoci neprodělat peníze, avšak není bohužel receptem na bohatství.



Zdroj: B. I. G. Prague

8. Investice do nemovitostí

„Jsem toho názoru, že pro obyčejného střadatele je prvním příkazáním investovat peníze do bytu v osobním vlastnictví, který sám obývá.“

André Kostolany, slavný burzovní spekulant (1906 – 1999)

8.1 Základní principy

Trh nemovitostí v mnoha ohledech připomíná trh cenných papírů: v obou případech se obchoduje s majetkem, u něhož se očekávají budoucí výnosy. V případě cenných papírů jde o dividendy, úroky a kapitálové zhodnocení, v případě nemovitostí jde o nájemné a samozřejmě též o kapitálové zhodnocení. U nemovitostí je sice spekulativní motiv ve většině případů méně významný, avšak každého zajímá, jak se může v budoucnosti vyvíjet cena jeho domu či bytu.

Rozdíl mezi oběma trhy nespočívá pouze v tom, že v bytě se dá bydlet, zatímco cennými papíry dnes nelze ani vytapetovat. Hlavní odlišnost spočívá v nehomogenosti trhu nemovitostí. Zatímco všechny akcie například Telefónica O2 Czech Republic, a.s. jsou stejné a všechny dluhopisy české vlády se na kapitálovém trhu chovají velmi podobně, rozdíl mezi chováním cen dvou domů, které jsou vzdálené třeba jen pár desítek metrů od sebe, může být značný. Trh cenných papírů je v zásadě efektivní a profesionál nemá mnoho výhod před amatérským investorem. Trh nemovitostí je však do značné míry neefektivní a nepoučený amatér má málo šancí, aby uspěl v profesionální konkurenci. Zatímco optimální strategií v oblasti investic do cenných papírů je často použití indexových fondů, v oblasti nemovitostí je tento přístup zpravidla nemožný – už jen proto, že existuje málo indexů cen nemovitostí. Expertní znalost trhu nemovitostí je tedy velmi důležitá.

Roztříštěnost trhu nemovitostí má za následek i velmi malou likviditu. Ačkoli celkový obrat trhu nemovitostí třeba v Berlíně, v regionu San Franciska nebo v Praze jistě nebude vyjádřen malým číslem, ve srovnání s objemy obchodovanými na trhu akcií, obligací či zahraničních měn jde o relativně malé peníze. Důvody jsou dva. Za prvé, emisí cenných papírů existuje v celosvětovém rozsahu jen několik desítek tisíc. Nemovitostí však v samotné Praze existují stovky tisíc, pokud započítáme i jednotlivé byty. Za druhé, likvidita na trzích cenných papírů a měn je posilována přítomností krátkodobých spekulantů, jejichž investiční horizont se měří ve dnech anebo dokonce jen v hodinách. S jednou akcií (např. s Telefónica O2 Czech Republic, a.s.) vždy obchoduje najednou větší množství spekulantů, kteří přispívají k likviditě trhu. Na trhu nemovitostí tato likvidita neexistuje a ani existovat nemůže: s jedním domem může být během určitého časového období prováděna jen jedna obchodní transakce.

A protože každý dům, pozemek, byt či kancelářská budova je svým způsobem unikátní, trh nemovitostí je obecně charakterizován neprůhledností, malou likviditou a velkým významem důvěrných informací (insider information). Proto na trhu nemovitostí mohou poradci a experti poskytnout mnohem lepší a hodnotnější služby ve srovnání s rolí analytiků na trhu akcií či cizích měn. Na trhu nemovitostí rovněž hraje velmi významnou roli vyjednávání a smlouvání. Na likvidním trhu akcií má jednotlivec pramalou šanci ovlivnit jejich kursy. Na nelikvidním trhu nemovitostí může vhodná vyjednávací taktika výrazně ovlivnit konečnou cenu.

Ceny nemovitostí se však v zásadě přesto chovají podle stejné logiky jako kursy akcií. Přesně řečeno, zpravidla jako kursy dividendových akcií, protože nemovitosti obvykle přinášejí majiteli „dividendy“ ve formě nájemného, přičemž tento výnos je obvykle významnější než kapitálové zhodnocení. Na rozdíl od akcií však velkou roli hrají náklady na provoz a údržbu. Celkové výnosy a výkyvy cen nemovitostí rovněž svými hodnotami velmi připomínají výnosy a cenová rizika akcií.

Významný rozdíl je ovšem v tom, že zatímco o kursech akcií denně informují noviny a internet, ceny nemovitostí se pohybují zpravidla méně nápadně: neexistuje žádný kursovní lístek, který by vás denně informoval o změně tržní hodnoty vašeho domu nebo bytu. Díky tomu také mnozí majitelé nemovitostí žijí ve šťastné iluzi, že hodnota jejich nemovitého majetku nepodléhá tržním výkyvům. Slavný burzovní spekulant André Kostolany tvrdí: „*Neexistují žádné viditelné výkyvy kursů, které by uměly hrát na nervy jako na struny harfy. A přesto je efektivní a dosažitelná hodnota domu, bytu nebo pozemku v průběhu doby podrobena výkyvům. Jenom o tom šťastný majitel nemovitosti nic neví. Spí v klidu se svou investicí a ve své hlavě počítá přinejmenším se svou kupní cenou (...) ačkoli je velmi pochybné, že by se někdo například mohl bez ztráty zbavit podílu na nemovitosti, který nabyl za 100 000 marek o několik měsíců později. Vůbec nemluvě o obrovských poplatcích a provizích.*“

Tato iluze cenové stability je ještě posílena existencí odhadních metod, jimiž znalci určují „správné“ ceny nemovitostí, které zpravidla nepodléhají rychlým výkyvům v průběhu času. Tyto metody jsou sice založeny na rozumných a v praxi vyzkoušených předpokladech, avšak některé faktory nemohou brát dost dobře v úvahu. Mnohdy se proto stává, že odhadní cena je odlišná od skutečné ekonomické hodnoty dané nemovitosti. Zde je prostor pro aktivní investory, kteří jsou schopni objevit tyto rozdíly a využít je ve svůj prospěch.

Základy finanční matematiky v oceňování nemovitostí

Tržní hodnoty nemovitostí podléhají stejným makroekonomickým vlivům a velmi podobným mikroekonomickým faktorům jako ceny akcií. Platí:

$$\text{Celkový výnos} = \text{Změna tržní hodnoty} + \text{Čisté nájemné}$$

$$\text{Čisté nájemné} = \text{Nájemné} - \text{Náklady}$$

$$\text{Tržní hodnota} = \text{Čisté nájemné v roce 1} + \text{Čisté nájemné v roce 2} + \dots + \text{Čisté nájemné v roce } N$$

kde budoucí čisté nájemné je diskontováno úrokovou mírou a mírou rizika, přičemž N není shora omezeno. Platí:

$$\text{Diskontní míra} = (1 + \text{Úroková míra}) \cdot (1 + \text{Riziková prémie}) - 1$$

Úroková míra se vztahuje vždy k období N , svoji roli tedy hrají všechny úrokové míry, krátkodobé i dlouhodobé, po celé délce výnosové křivky. Riziková prémie vyjadřuje dodatečný výnos, který investor očekává ve srovnání s bezrizikovou investicí. Investice do nemovitostí jsou totiž spojeny s jistou nezanedbatelnou mírou rizika. Investor má proto důvod požadovat větší míru výnosu, než kdyby své peníze umístil do bezpečných pokladničních poukázek.

Výše rizikové premie je ovšem proměnlivá a za jistých speciálních okolností může být i záporná. Jde například o období vysoké inflace, kdy nemovitosti patří mezi vzácné a velmi vyhledávané typy investic, jejichž hodnota není dotčena, ale právě naopak – ceny nemovitostí rostou s objemem peněžní zásoby a někdy i rychleji.

Ceny nemovitostí (a tedy i jejich výnosy) primárně závisejí na těchto faktorech:

- nájemné,
- náklady,
- úrokové sazby (struktura výnosové křivky),
- riziková premie.

To jsou ovšem skutečně jen ty nejzákladnější a nejobecnější vztahy, jimiž se řídí ceny veškerého obchodovaného majetku, který přináší určité finanční výnosy. Liší se pouze termíny: nahradíme-li „čisté nájemné“ termínem „dividendy“ nebo „kupon“, můžeme uvedené vztahy bez úpravy použít pro hodnocení akcií, respektive dluhopisů.

8.2 Co určuje ceny nemovitostí

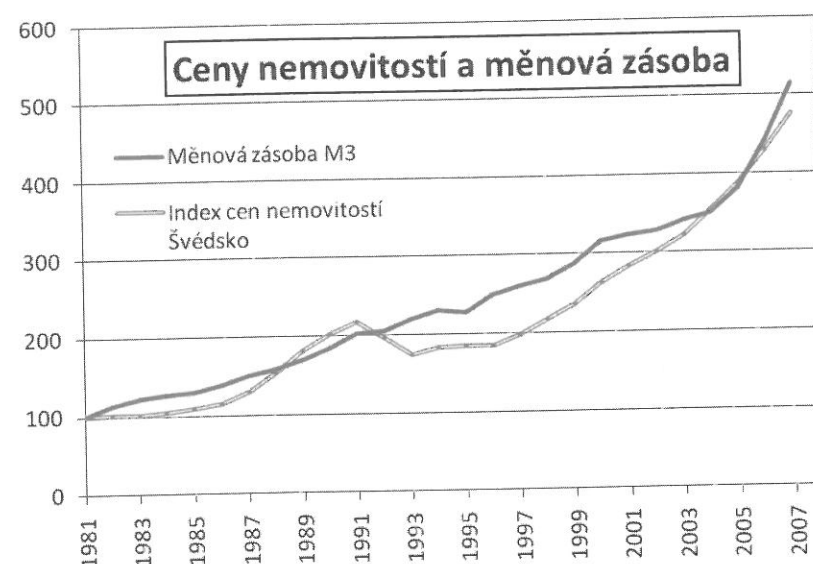
Co určuje ceny nemovitostí? Realitní agent nejspíše odpoví klasickým klišé: lokalita, lokalita, a ještě jednou lokalita. Ekonom okamžitě nabídne ještě jinou, ale rovněž nepřiliš užitečnou odpověď: nabídka a poptávka. Jaké faktory však determinují poptávku po nemovitostech a jejich nabídku v jednotlivých lokalitách?

Stručně řečeno, hlavním faktorem je objem peněz, kterým disponuje strana poptávky, a počet nemovitostí, které se v dané lokalitě nabízejí. Tato odpověď je již o kousek užitečnější, protože uvádí veličiny, které lze alespoň částečně vyčíslit. Ale jak?

Věnujme se nejprve poptávce a omezme se na rezidenční nemovitosti. Jak vyčíslit koupěschopnou poptávku? Řešení nabízejí statistické úřady a centrální banky, které sledují objem hotovosti v dané ekonomice, objemy úvěrů a peněžních agregátů. Peněžní agregáty ostatně nejsou nic jiného než různou metodou zpracované součty hotovosti, vkladů a úvěrů. K jejich praktickému využití není třeba příliš hlubokých znalostí, stačí jen vědět, co znamenají a kde je najít. Graf na str. 182 nabízí příklad, jak se růst objemu peněžního agregátu zvaného M3 vyvíjí souběžně s cenami rodinných domků ve Švédsku.

Vidíme, že v období zhruba čtvrtstoletí rostl objem měnové zásoby průměrným ročním tempem 6,5 %, zatímco index cen rodinných domků posiloval v průměru o 6,2 % per annum. Zdánlivě překotný růst cen tedy za prvé není tak překotný, za druhé je plně vysvětlitelný pouhou měnovou politikou.

Dále vidíme, že sledování peněžního agregátu M3 může pomoci „podchytit“ výskyty bublin na realitním trhu: zhruba v letech 1988 – 1991 rostly ceny domů mnohem rychleji než M3, což bylo dobrým signálem nadhodnocení trhu. Naopak v polovině 90. let byl trh podhodnocený, což však zanedlouho dohnal. A to používáme stále jen agregát M3, což je velmi hrubý nástroj: při pečlivějším použití detailnějších statistik, například o úvěrech na bydlení a stavební výrobě, můžeme dostat mnohem přesnější obraz.



Zdroj: Statistiska Centralbyrån

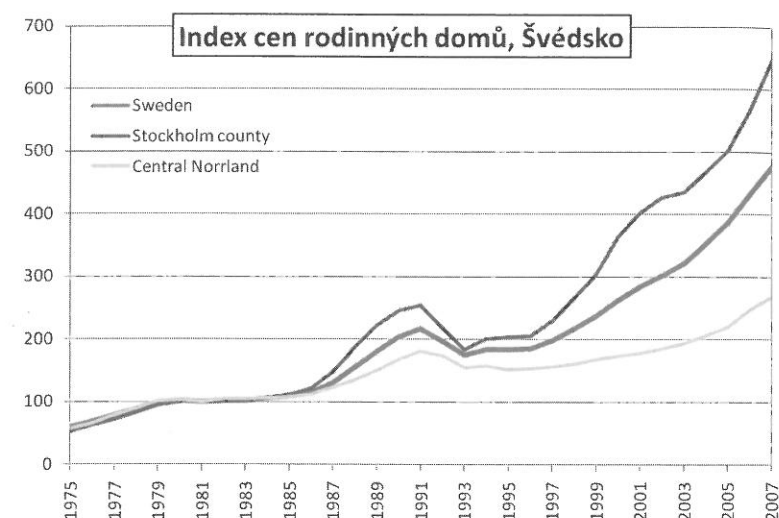
Realitní agenti však mají pravdu v tom smyslu, že lokalita je důležitá. Přesvědčí nás o tom graf na str. 183.

Kromě již známého indexu cen rodinných domů ve Švédsku (prostřední křivka) vidíme i indexy pro oblast širšího Stockholmu a středního Norrlandu, což je řídká osídlená severská oblast s dlouhými a tuhými zimami, kde není mnoho průmyslu ani služeb. Například ve stockholmských rezidenčních předměstích Lidingö, Danderyd a Solna bylo možné v roce 2006 pořídit dům v průměru za více než 5,3 milionů švédských korun (v českých by to byl asi trojnásobek), zatímco nejlevnější rodinné domky byly k mání v městečkách Åsele a Dorotea poblíž polárního kruhu. Průměrná cena něco přes 230 tisíc švédských korun (tedy asi 700 tisíc Kč), blízkost lesa zaručena, zdravý vzduch rovněž; míra nezaměstnanosti kolem 16 %, podíl seniorů nejvyšší v celém Švédsku.

Jak lze očekávat, ve velkoměstě rostou ceny domů rychleji, protože moderní ekonomika založená převážně na službách přitahuje lidi z vyšších příjmových skupin do metropolitních oblastí – analogie Lidingö a Åsele odpovídá například Praze a Bruntálsku, kde se uplatňuje naprosto shodný ekonomický model chování obyvatelstva!

Nárůst objemu peněz v ekonomice je v krátkodobém měřítku přímo úměrný růstu cen nemovitostí. V dlouhém období samozřejmě hraje roli i změna objemu nemovitostí. Růst nabídky nemovitostí pochopitelně snižuje ceny. Ovšem počet nemovitostí roste téměř vždy pomaleji než objem peněz v ekonomice, takže prakticky vždy ceny nemovitostí dlouhodobě rostou (dlouhodobě = v horizontu desetiletí).

Toto ovšem platí jen v průměrném měřítku celé ekonomiky. Regionální a lokální rozdíly mohou být podstatné. Když srovnáme Prahu s některými problematickými regiony, vidíme na jedné straně koncentraci lidí a peněz, na straně druhé menší města a obce, kde žijí převážně důchodci, nezaměstnaní a nekvalifikovaní dělníci. Je velmi naivní se domnívat, že ceny bytů v méně atraktivních lokalitách se byt i jen vzdáleně přiblíží Praze.



Zdroj: Statistiska Centralbyrån

Protože však pro Prahu nemáme samostatný cenový index (tím méně pak pro Bruntálsko, Žatecko atd.), musíme sáhnout pro jiný příklad opět do zahraničí (viz graf na str. 184).

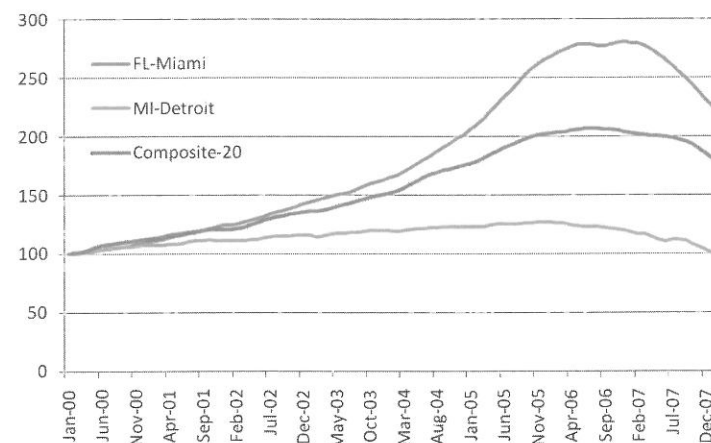
Index cen rezidenčních nemovitostí podle profesora Roberta Shillera ukazuje více než jen fakt, že bublina cen nemovitostí vyvrcholila již v roce 2006 – vidíme, že vývoj cen měl dramaticky rozdílný průběh v závislosti na lokalitě. Prosperující Miami na Floridě, jejíž popularitu podpořil i bývalý premiér Stanislav Gross, zaznamenalo v období leden 2000 až prosinec 2006 (vrchol bubliny) celkově 18,7% nárůst v ročním průběhu. Takovýto nárůst cen samozřejmě nemůže být ani zdaleka kryt růstem objemu peněz v ekonomice. Gross a jemu podobní sice mohou vysvětlit část příběhu, ale nikoli celý.

Na opačném pólu najdeme Detroit, stát Michigan. Toto město trpí vleklými problémy kvůli dlouhodobé krizi amerického automobilového průmyslu. Nevyznačuje se ani příjemným klimatem, ani kulturními či přírodními atrakcemi. V průběhu času bylo postiženo postupnou migrací příjmových elit do jiných částí Spojených států, takže z města se celkově stala špatná adresa. Nemovitostní bublina z let 2004 – 2006 se Detroitu vyhnula; zajímavé je, že její splasknutí nikoli. Kdo si v Detroitu v roce 2000 koupil dům, byl v roce 2008 nominálně „na svém“ (samozřejmě, pokud odhlédneme od oslabení dolaru).

V rámci celé ekonomiky tedy krátkodobě o cenách nemovitostí rozhoduje růst objemu peněz v ekonomice, dlouhodobě hraje roli i objem stavební výroby a růst zásoby nemovitostí v přepočtu na počet obyvatel. V mikroekonomickém měřítku hraje pochopitelně hlavní roli tolikrát zdůrazňovaná lokalita: přičemž některé lokality jsou „odsouzeny k úspěchu“, zatímco jiné jen k dlouhodobému žití.

Pochopitelně ani nejlukrativnějším lokalitám se nevyhýbají bubliny a propady cen. Dlouhodobě lze rozumně očekávat růst cen nemovitostí o zhruba 5 – 7 % ročně, tedy mírně pod typickým tempem růstu objemu peněžní zásoby. Krátkodobě je možný i rychlejší růst, o čemž svědčí příklad Floridy. Ovšem pokud roste objem nemovitostí takto rychlým tempem, obvykle následuje vystřízlivění – rovněž příklad Floridy.

Indexy cen nemovitostí Case/Shiller



Zdroj: Standard & Poor's

Rychlejší dlouhodobý růst měnové zásoby může být způsoben speciálními faktory. V Norsku během let 1980 – 2005 rostla peněžní zásoba ročně o 8,4 %, přičemž průměrný růst cen bytů a domů byl přesně stejný. Tento poměrně rychlý růst objemu peněz v ekonomice byl způsoben přílivem peněz za export ropy a zemního plynu.

V České republice rostl objem peněz v ekonomice v období 2002 – 2008 průměrným tempem 13,2 %. Ovšem objem hypoték a jiných úvěrů na bydlení rostl fantastickým tempem kolem 35 % ročně, což vytvořilo unikátní podmínky pro dočasně velmi dynamický růst cen bytů a domů. Tyto podmínky se již nebudou nikdy opakovat, protože již první polovina roku 2008 přinesla oslabení na trhu hypoték.

V dubnu 2010 pak růst objemu hypoték a jiných úvěrů na bytové účely poklesl na zhruba 9 % meziročně. Ceny bytů a domů podle očekávání klesaly. Nastolení normálních poměrů na trhu českých nemovitostí bylo doprovázeno hledáním normálních „nepřepálených“ cen.

8.3 Co určuje výši nájemného

Na čem primárně závisí výše nájemného bytových i nebytových prostor? V této souvislosti se nabízí otázka, co to vlastně nájemné je. Existuje analogie s cennými papíry – dluhopisy nebo akcemi. Dluhopisy přinášejí majiteli kupon a akcie dividendu. Nájemné je tedy vlastně cosi jako kupon nebo dividendy. A jeho výši ovlivňují i stejné ekonomické a finanční faktory, které determinují výnos do doby splatnosti dluhopisů nebo dividendový výnos akcií.

O jaké faktory se tedy jedná? V první řadě je důležitý výnos do doby splatnosti státních dluhopisů. Představme si, že státní dluhopisy poskytují výnos v hodnotě například 15 % ročně. Jaký bude nájem z bytu, který stojí milion korun?

Přesná odpověď samozřejmě závisí na více faktorech, ale obecně můžeme tvrdit, že výnosy z nájemného budou vyšší nebo rovny než výnosy státních dluhopisů. V našem případě tedy 150 tisíc Kč ročně neboli 12 500 Kč měsíčně. Podobná čísla skutečně

platila v 90. letech v Praze: nájem garsonky či malého bytu o hodnotě zhruba milion korun činil typicky 11 – 13 tisíc Kč měsíčně, výnosy státních dluhopisů se pohybovaly ve dvojciferných hodnotách.

Uplynulo deset nebo více let a ceny bytů vzrostly. Dnes bychom marně sháněli v Praze byt za milion korun, jakkoli malý. Logicky bychom čekali, že nájem půjdou rovněž nahoru, není-liž pravda? Kupodivu není! Nájemné za malý byt se od roku 1995 do roku 2008 prakticky nepohnulo, ačkoli tržní cena tohoto bytu musela jít nutně nahoru. (V roce 2010 pak bylo možné pozorovat pokles nájmů, dokonce včetně luxusních bytů, v hodnotě zhruba 15 procent oproti předchozímu roku.)

Proč? Předpokládejme, že cena bytu šla nahoru dvaapůlnásobně, tedy na 2,5 milionu korun, přičemž nájemné zůstalo na 12,5 tisících Kč. Výnos z nájemného (roční nájemné děleno tržní cenou) by činil 6 % ročně. To velmi zhruba odpovídá poklesu výnosu do doby splatnosti státních dluhopisů v období 1995 – 2008.

Hlavním hybatelem cen a nájmů jsou tedy výnosy státních dluhopisů! Kromě toho je zde ještě jiný faktor, který se uplatňuje spíše u investic do komerčních nemovitostí: kancelářských budov, nákupních center atd. Tímto faktorem je riziková premie. Podobně jako u nestátních dluhopisů, také u nemovitostí počítají investoři s určitou přírůzkou či premií za riziko. Dostáváme tedy jednoduchý vztah:

$$\begin{aligned} \text{Sazba nájemného (\%)} &= \text{Roční nájemné} / \text{Tržní cena nemovitosti} = \\ &= \text{Výnos státního dluhopisu} + \text{Riziková premie} \end{aligned}$$

Pro praktické výpočetní potřeby je nutné tento vztah poněkud přesněji specifikovat: jak očistíme nájemné od nákladů, s jakou dobou splatnosti státního dluhopisu počítáme, jak zohledníme měnové riziko (pokud počítáme z úhlu pohledu zahraničního investora), jakým postupem stanovíme rizikovou premii atd.

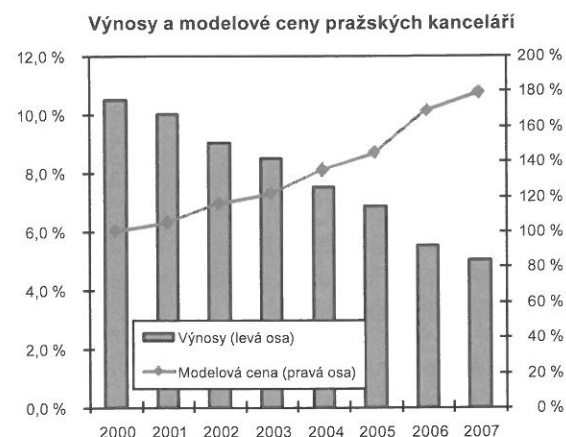
Nicméně princip je zřejmý: i když pronajímatelé nemovitostí zpravidla neví nic o státních dluhopisech a jejich výnosech, ekonomický mechanismus vede trh k rovnováze. Tato ekonomická zákonitost platí i pro ty, kteří ji neznají. Její znalost pak umožňuje vysvětlit „záhadu“ – jak je možné, že při růstu cen domů a bytů nešly nájem nahoru.

Příklad: Výnosy pražských kancelářských nemovitostí

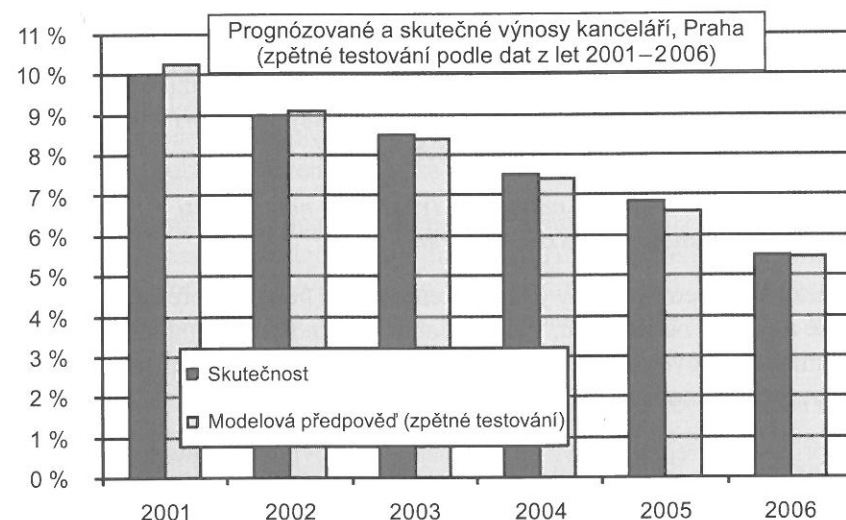
Pro investory do komerčních nemovitostí je „yield“, neboli příjem z nájemného k ceně, hlavní sledovanou veličinou. V průběhu let 2000 – 2007 docházelo k postupnému poklesu yieldů.

Tento vývoj se realizoval cestou růstu tržních cen, přičemž sazby nájemného na metr čtvereční zůstávaly v zásadě téměř neměnné. Graf ukazuje vývoj poklesu yield současně s modelovým výpočtem růstu cen. Zdrojem informací pro yieldy byla realitní kancelář Cushman & Wakefield, modelové ceny jsou dopočteny autorem.

Další graf ukazuje schopnosti modelu výpočtu výnosů komerčních nemovitostí, který je založen na výnosech státních dluhopisů a rizikových premiích. Graf ukazuje, jakou sílu tento jednoduchý model má!



Zdroj: Cushman & Wakefield, vlastní výpočty autora



Příklad: Irsko

Během 90. let zaznamenalo Irsko mimořádně rychlý růst HDP, který byl doprovázen ještě mnohem rychlejším růstem cen nemovitostí. Tempo růstu překonalo většinu ostatních vyspělých trhů. Index cen irských komerčních nemovitostí rostl v období od počátku roku 1997 do první poloviny roku 2000 průměrným 31% anualizovaným tempem ročně. Ceny nemovitostí ve Velké Británii a v USA (reprezentováno regiony New York a San Francisco) však rostly v průměru „pouze“ zhruba 14% ročním tempem.

Jak lze tento jev vysvětlit? Během 90. let se Irsko díky nízkým daním a kvalifikované, anglicky mluvící pracovní síle stalo vyhledávaným cílem zahraničního kapitálu. Objem investic výrazně vzrostl, o čemž svědčí rychlý růst objemu poskytnutých úvěrů. Současně vzrostly i příjmy obyvatelstva. Zvýšení objemu peněz v ekonomice se projevuje růstem

cen, jak praví kvantitativní teorie peněz. Irsko je však velmi otevřená a konkurenční ekonomika napojená na zahraniční obchod ve všech myslitelných komoditách a druzích zboží. Díky téměř neomezené možnosti dovozu prakticky jakéhokoli zboží nebyl v Irsku zaznamenán příliš významný růst cen – s výjimkou zboží, které nelze dovážet (tzv. non-tradable goods).

Ze samotné podstaty věci nelze dovážet zejména nemovitosti. To je také důvod, proč se růst peněžní zásoby projevil tak výrazně právě v této oblasti.

Tabulka 8.1 Vývoj irské ekonomiky a cen nemovitostí

	Průměrný roční růst 1998–1999 (%)
Index cen nově postavených domů	20,5
Index cen existujících domů	26,1
Objem úvěrů soukromému sektoru	27,9
Index spotřebitelských cen	2,0
Index cen výrobců	1,0
Hrubý domácí produkt	7,8

Zdroj: Banc Ceannais na h'Éireann

K úplnému vysvětlení irského realitního boomu to však stále nestačí. Bývá zvykem, že ve standardních ekonomikách bojuje centrální banka proti inflaci zvýšením úrokových sazeb, což má za následek pokles cen obligací, akcií a ovšem také nemovitostí. Proč irská centrální banka nezvýšila sazby ani tehdy, když inflace v polovině roku 2000 dosáhla nebezpečně vysoké hodnoty 6,2 %³¹? Odpověď je jednoduchá. Irsko se v průběhu 90. let stalo členskou zemí Evropské měnové unie (EMU) a přijalo euro, čímž se vzdalo suverénní měnové politiky. Irské úrokové sazby již nestanovuje Irská národní banka, nýbrž Evropská centrální banka (ECB). Jestliže ECB stanoví nízké sazby, Irsko nemá žádnou možnost boje proti inflaci, ledaže by z Evropské měnové unie zase vystoupilo, což je z nejrůznějších důvodů prakticky vyloučeno.

Díky této kombinaci faktorů si irští realitní makléři a majitelé nemovitostí mohou mnout ruce. Alespoň dočasně, protože během několika let se situace může docela změnit. Irsko může zaznamenat hospodářský pokles, evropské úrokové sazby společné měny euro se v důsledku hospodářského vývoje ve Francii a Německu zvýší, mezinárodní kapitál poteče jinam a Irsko bude postiženo deflací, která se opět projeví především na trhu nemovitostí. Ačkoli mnohé hospodářské výhody Irska mají dlouhodobý charakter, nelze tento scénář zcela vyloučit. Irsko těží z kvalifikované a zatím stále relativně levné pracovní síly a nízkých daní. Tyto faktory však nedokáží eliminovat možnost krátkodobé, avšak silné recese a deflace, která by za daných podmínek mohla mít velmi tvrdý dopad na ceny nemovitostí.

Pozn. z roku 2010: A přesně toto se během let 2008–2010 stalo!

³¹ Tato hodnota byla vypočítána podle staré metodiky Irské národní banky. Podle nové metodiky ECB, která nijak nezahrnuje ceny nemovitostí, by ve stejném období irská inflace dosáhla hodnoty výrazně nižší: kolem 4 %.

Příklad: Hongkong

Citlivost cen nemovitostí na množství peněz v ekonomice, na úrokové míry a na mezinárodní toky kapitálu lze velmi dobře dokumentovat na příkladě jiné malé otevřené ekonomiky, kterou je Hongkong. Až do roku 1997 byl Hongkong miláčkem mezinárodních investorů z podobných důvodů jako Irsko: rychlý růst HDP, nízké daně, kvalitní pracovní síla, dobře fungující instituce a rozumná byrokracie. V roce 1997 však přišel otřes. V prostředí paniky způsobené asijskou krizí a růstu úrokových sazeb v jiných asijských ekonomikách se kapitál dal na útěk a hongkongský dolar (jehož kurs je pevně vázaný na USD) se dostal pod spekulativní tlak.

Tabulka 8.2 Vývoj ekonomiky a cen nemovitostí v Hongkongu

	Průměrný roční pokles 1998–1999 (%)
Souhrnný index cen domů a bytů	–25 (hrubý odhad)
Objem úvěrů soukromému sektoru	–5,5
Index spotřebitelských cen	–1,8
Hrubý domácí produkt	–1,2

Zdroj: Hong Kong Monetary Authority, HSBC

Přirozeným důsledkem této situace byl radikální růst úrokových sazeb doprovázený poklesem cen nemovitostí a akcií. Ve velmi krátké době poklesly hodnoty bytů, pozemků a kanceláří v průměru o polovinu, zhruba ve stejných proporcích jako akciový index Hang Seng. Od té doby do konce roku 2000 se Hang Seng zotavil na původní úroveň, avšak ceny nemovitostí zůstaly relativně nízké. Proč? Na akciovém trhu se objevila řada nových, atraktivních emisí a obnovený růst HDP způsobil růst podnikových zisků. Naproti tomu ceny realit dále klesaly díky deregulaci hongkongského trhu nemovitostí, která zvýšila jejich nabídku.

Kromě deregulace se však projevil ještě jeden podstatný faktor, který způsobil, že ceny nemovitostí poklesly v mnohem větším měřítku než objem peněz v ekonomice. Tímto faktorem bylo prasknutí cenové bubliny. Během let 1987 – 1997 postupně rostla nerovnováha na hongkongském trhu nemovitostí. Zatímco ceny nemovitostí v tomto období vzrostly o 550 % (tj. o 20 % ročně, průměrné mzdy se zvýšily jen o 160 % (o 10 % ročně). Tím se nemovitosti (zejména byty) staly z fundamentálního hlediska neúnosně nadhodnocenými. Byla porušena „zlatá pravidla“ z úvodu této kapitoly.

Asijská krize znamenala rychlé uvolnění této nerovnováhy. Od léta 1997 do počátku roku 2001 poklesly ceny bytů podle různých odhadů o 40 % až o polovinu. Ceny nemovitostí se dostaly zhruba na teoreticky správnou úroveň, která odpovídá celkovému nominálnímu růstu HDP během období 1987 – 2000.

8.4 Chování cen nemovitostí v malých otevřených ekonomikách

Příklady Irska a Hongkongu ukazují, jak se může vyvíjet trh nemovitostí v prostředí malé otevřené ekonomiky, která je vystavena dramatickým výkyvům množství peněz v ekonomice. Je důležité, že tyto vlastnosti vystihují také českou ekonomiku. Shrňme tedy faktory, které jsou pozitivní z hlediska růstu cen nemovitostí:

- volný pohyb zboží, kapitálu a pracovních sil přes hranice země;
- nadprůměrný růst HDP doprovázený přílivem zahraničního kapitálu;
- velká ochota bank poskytovat investiční a hypoteční úvěry;
- neexistence autonomní měnové politiky *doprovázená nižšími úrokovými sazbami* (například z důvodu členství v měnové unii) a z toho plynoucí nižší úrokové sazby, než jaké by teoreticky (podle Taylorova pravidla, viz podkap. 3.2 *Ekonomická logika inflace, úrokových měr a hospodářského růstu*) odpovídaly ekonomickým podmínkám země;
- případně z jiných důvodů volná měnová politika domácí centrální banky, která není z nejrůznějších důvodů ochotna či schopna účinně potlačit inflaci.

Ve prospěch růstu cen nemovitostí ovšem výrazně působí pouze kombinace těchto faktorů. Například volný pohyb zboží, práce a kapitálu může být naopak negativním faktorem, pokud kapitál nesměruje do ekonomiky, ale odplývá do zahraničí. Samotný růst HDP sice v zásadě stimuluje ceny nemovitostí, avšak ne vždy a všude: záleží na dalších okolnostech, což je zřetelné na příkladu Hongkongu.

Charakter malé a extrémně otevřené ekonomiky je hlavním důvodem tradičně vysoké volatility hongkongského trhu nemovitostí. Totéž platí i pro volatilitu akciového indexu Hang Seng. Velká část hodnoty hongkongských akciových společností ostatně spočívá v budovách a pozemcích, realitní a developerské společnosti vždy měly značný podíl na kapitalizaci hongkongské burzy. Vývoj cen akcií je tedy v Hongkongu poměrně velmi výrazně ovlivňován děním na místním trhu nemovitostí.

Jestliže shrneme faktory, které jsou mimořádně negativní z hlediska cen nemovitostí, dostaneme následující soubor podmínek:

- volný pohyb zboží, kapitálu a pracovních sil přes hranice země;
- podprůměrný růst HDP doprovázený odlivem kapitálu;
- velmi nízká ochota bank poskytovat investiční a hypoteční úvěry;
- neexistence autonomní měnové politiky (například z důvodu členství v měnové unii) a z toho plynoucí vyšší úrokové sazby, než jaké by teoreticky (viz Taylorovo pravidlo) odpovídaly ekonomickým podmínkám země;
- případně z jiných důvodů přísná měnová politika domácí centrální banky, zejména za situace, kdy se centrální banka rozhodla potlačit inflaci.

Pozorný čtenář si jistě povšiml, že první skupina faktorů charakterizuje období mimořádného ekonomického růstu, zatímco druhá skupina je typická pro období hospodářské recese. Bývá obvyklé, že recese nastává po čase růstu; je pouze otázkou, jak bude dlouhá a jak hluboká. Ekonomie bohužel neposkytuje takové nástroje pro předpovídání výkyvů růstu HDP, které by byly použitelné v investiční praxi.

Je rovněž důležité si uvědomit, že reálný ekonomický růst není jedinou a často ani hlavní příčinou růstu cen nemovitostí (a cen obecně). Hlavní příčinou je růst objemu peněz v ekonomice. Růst peněžní zásoby je sice častým průvodním jevem růstu HDP (zvláště

v malých otevřených ekonomikách), ale tato spojitost se neuplatňuje vždy. Existují příklady neinflačního hospodářského růstu, stejně jako období všeobecného růstu cen zboží (a nemovitostí), která byla doprovázena ekonomickou stagnací či dokonce poklesem.

8.5 Praktické závěry

- **Tržní ceny nemovitostí podléhají velmi podobným faktorům jako ceny akcií.** V dlouhodobém horizontu se jejich ceny mění podobným způsobem.
- **Na rozdíl od trhu cenných papírů, trh nemovitostí je značně neefektivní.** Jiný způsob investování než aktivní výběr je prakticky vyloučen. Dobře informovaný investor může na trhu nemovitostí dosáhnout nadprůměrných výsledků, je-li schopen objevit rozdíl mezi tržní cenou a vnitřní ekonomickou hodnotou dané nemovitosti.
- **Z makroekonomických faktorů je pro ceny nemovitostí rozhodující růst objemu peněz v ekonomice, růst mezd (u bytových nemovitostí) a výše úrokových měr.**
- **Z mikroekonomických faktorů rozhoduje atraktivita a budoucí vývoj zájmu o danou lokalitu.** Zde je rozhodující expertní odhad, který nelze nahradit žádnou jednoduchou a systematickou metodou.
- **Deregulace nájemného v České republice bude mít závažné důsledky pro trh nemovitostí, přičemž může způsobit výrazné změny cen nemovitostí oběma směry.** Její důsledky mohou mít velmi netriviální dopad na směr vývoje cen rezidenčních nemovitostí a na jejich kolísání.
- **Případný budoucí vstup České republiky do EU bude mít omezené následky na vývoj cen nemovitostí.** Daleko významnější vliv na zhodnocení nemovitostí bude mít hospodářský růst a objem peněžní zásoby v ekonomice.
- **Vstup České republiky do Evropské měnové unie, k němuž dojde v horizontu několika let, způsobí konec existence měnové politiky na úrovni státu.** Ačkoli tento krok nebude mít pravděpodobně velké dopady na celkovou inflaci, kolísání objemu peněžní zásoby může způsobit poměrně velké výkyvy v cenách nemovitostí oběma směry. V současné době by však bylo příliš odvážné pokoušet se tyto efekty nějak vyčíslit.

9. Investiční strategie

„Vytrvalost je všechno.“

Západoafrické přísloví

V roce 1986 uveřejnili Gary Brinson, L. Randolph Hood a Gilbert Beebower zásadní článek s názvem *Co určuje výkonnost portfolia*³². Článek se zabýval faktory, které se podílejí na výnosech portfolií amerických penzijních fondů. K zajímavým výsledkům jejich studie patřilo mimo jiné i zjištění, že **správný odhad okamžiku pro nákup nebo prodej cenného papíru se na celkové výkonnosti podílí pouhými 2 %**. Přibližně 4% význam má výběr konkrétních titulů cenných papírů. Naproti tomu 93,6% význam měla investiční strategie ve smyslu rozmístění peněz do investičních tříd: akcií, obligací, pokladničních poukázek.

Proč je výběr tříd investic mnohem důležitější než výběr jednotlivých titulů? Protože (jak víme z předchozích kapitol) lidské bytosti neumějí vybírat akcie ani časovat trh. Výběr cenných papírů a časování proto ani nemůže mít velký význam. Lidé však umějí hodnotit rizika (a částečně i výnosy) tříd cenných papírů. Velký význam má investiční strategie: dlouhodobý plán rozmístění investic mezi typy cenných papírů. Je důležité zdůraznit, že máme na mysli skutečně dlouhodobý plán, který by neměl být příliš často měněn.

Dlouhodobý investor učiní správně, pokud se soustředí především na rozhodování o umístění svých prostředků do tříd investic (do akcií, obligací a nástrojů peněžního trhu) a méně na rozhodování, které konkrétní akcie či obligace by měl držet. Bohužel, skutečnost bývá často přesně opačná. Většina investorů (a nejen amatérských, nutno zdůraznit) se soustřeďuje právě na „tipy“ k nákupu akcií. Mnozí amatérští investoři ani přesně nevědí, jaké procento majetku mají investováno do akcií, obligací³³, nástrojů peněžního trhu a do jiných typů investic, nejčastěji do nemovitostí.

Jak tedy strategii „vyrobit“?

9.1 Seznam nástrojů

Udělejme si nyní přehled dostupných nástrojů. Tedy investičních tříd, které máme k dispozici. Oproti předchozím vydáním Investiční strategie se nabídka podstatně rozšířila. Zároveň ale v důsledku série finančních krizí poklesla výkonnost řady tříd investic, zejména pevně úročených nástrojů.

Pro demonstrační účely budeme používat následující tabulku výnosů a rizik. Je nutno zdůraznit, že tyto číselné odhady trpí řadou nedostatků, protože by měly být chápány opravdu jen jako ukázková čísla. Mohou se měnit každý měsíc (zejména výnosy pevně

³² *Determinants of portfolio performance*, Financial Analysts Journal, 1986.

³³ Naprostá většina aktiv českých životních pojišťoven (produktů kapitálového životního pojištění, abychom byli přesní), stavebních spořitelů a penzijních fondů je investována do obligací. Klienti těchto institucí tedy ve skutečnosti nepřímou investují do obligací, i když o tom často ani nevědí.