

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, pročež 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, aby-
chom byli přesní), stavebních spořitel a penzijních fondů je investována do obligací. Klienti těchto
institucí tedy ve skutečnosti nepřímě investují do obligací, i když o tom často ani nevědí.

úročených instrumentů) a také záleží na tom, jaké fondy či jiné nástroje jsou zrovna na trhu. Proto následující tabulku opravdu neberte jako něco, co by mělo být vytesáno do kamene!

Tabulka 9.1 Výnosy a rizika podle investičních tříd

Nástroj	Výnos (%)	Volatilita (%)
FPT / spořicí účet	2,0	1
Dluhopisy CZK	3,0	2,5
Dluhopisy HY	6,0	14,5
Akcie Evropa & Sev. Amerika	8,0	18,0
Akcie CEE	10,0	25,0
Akcie BRIC a jiné EM	10,0	30,0
Aktivně řízené fondy	8,0	18,9
Komoditní investice	6,0	18
Nemovitostní fondy	4,0	10

Fondy peněžního trhu (FPT) a spořicí účty jsou navzájem velmi podobné nástroje. Liší se víceméně jen v technických detailech. V obdobích finančních krizí jsou výnosy těchto nástrojů značně nízké. V době poslední revize této knihy, v červnu 2010, bylo nutno počítat s výnosy kolem dvou procent ročně. Budou někdy výnosy vyšší? Možná ano, až finanční krize ustoupí do pozadí, a až hrozba inflace bude závažnější než hrozba recese. Výhodou FPT a spořicího účtu je samozřejmě nízká volatilita výnosů.

České dluhopisy byly v době revize stále pro veřejnost dostupné jen nepřímo, ve formě dluhopisových fondů. Jejich výnosy byly o něco vyšší než v případě fondů peněžního trhu, ovšem výměnou za poněkud vyšší volatilitu.

Kategorie dluhopisů high-yield (HY) je v roce 2010 relativní novinkou. Dostupnost: pouze prostřednictvím fondů, kterých je ovšem relativně málo ve srovnání například s akciovými. Tyto dluhopisy představují zajímavou alternativu, protože očekávaný výnos je výrazněji vyšší než u českých státních dluhopisů. Snad není třeba příliš zdůrazňovat, že vyšší výnos je vyvážen podstatně vyšší mírou rizika, která leží mezi „normálními“ dluhopisy a akciemi. Není divu: kategorie high-yield zahrnuje i dluhopisy rizikových emitentů, jakými jsou například Řecko, Venezuela, Kazachstán...

Jedním z fondů, jejichž prostřednictvím lze investovat do těchto dluhopisů, je fond s přiléhavým názvem ISCS High Yield. Navzdory omezené nabídce nástrojů nicméně uvádíme „high yield“ jako samostatnou kategorii aktiv, neboť zkrátka jde o samostatnou kategorii.

Akcie západní Evropy a Severní Ameriky jsou tradiční třídou aktiv. Akcie vyspělých trhů také nabízejí nejširší nabídku nástrojů, ať už jde o podílové fondy, ETF (Exchange Traded Funds, indexové fondy obchodované na burzách) anebo strukturované produkty.

Proč mezi vyspělými trhy neuvádíme také Japonsko? Protože tato země je trvale ve stádiu vleklé finanční krize, která začala v roce 1990, a z jejíchž následků se ani během dvaceti let nedokázala tokijská burza vymanit! Co horšího, není ani naděje na jiný vývoj událostí. Pesimisté naopak varují před opakováním japonského scénáře v některých západních zemích. Ačkoli to není v celém rozsahu pravděpodobné, je dosti možné, že

evropské banky budou na dlouhou dobu postiženy břemenem špatných úvěrů podobně jako japonské banky po roce 1990.

Akcie CEE neboli střední a východní Evropy jsou další široce známou kategorií. Zde není mnoho co vysvětlovat. Snad jen poznámka, že někdy kategorie „CEE“ zahrnuje jen střední Evropu (ČR, Polsko, Maďarsko), jindy i Rusko, Rumunsko a někdy dokonce i Kazachstán a Turecko. Proto nikdy neškodí podívat se do portfolia a prospektu fondu, jaká je vlastně jeho geografická orientace.

Akcie BRIC, tedy Brazílie, Ruska, Indie a Číny, si získaly velkou popularitu. Argumenty jsou silné: čtyři velké ekonomiky, které jsou na cestě hospodářského růstu a budování kapitalismu. Každá z nich má svoji silnou stránku: zemědělství, energetické komodity, informační technologie a mohutnou výrobní základnu. Veřejné finance jsou méně zadlužené (nebo tak alespoň vypadají). Ve srovnání s těžce zadluženým Západem působí BRIC čerstvým dojmem, vyvolávají představu ekonomik, které mají ještě velký prostor pro růst.

Hlavním negativem zemí BRIC je paradoxně jejich velká obliba mezi investorskou veřejností. Jsou-li očekávání příliš vysoká, může následovat velké zklamání a následný propad. Index MSCI China ztratil od svého vrcholu do nejnižšího bodu (v říjnu 2008) 76 procent hodnoty, zatímco MSCI North America ztratil (do března 2009) „jen“ 56 procent. Proto pozor, když jsou davy laiků nejvíce poblázněné obrovským růstem ekonomik BRIC, jde o nejméně vhodný čas pro investování. Zásady pro detekci bublin uvedené v podkapitole *Jak poznat, že je čas prodat všechny akcie?* bychom měli mít při investování do zemí BRIC vždy na paměti.

Aktivně řízené fondy jsou relativní novinkou. Zde je ovšem nutné bližší vysvětlení. V předchozích pěti vydáních investiční strategie jsem před aktivně řízenými fondy spíše varoval s tím, že pasivní neboli indexové nástroje mívají v průměru stejnou hrubou výkonnost, ovšem díky nižším poplatkům je konečný čistý výnos pro investora o něco lepší než průměrný výnos aktivních fondů.

Co se od té doby změnilo?

Jádro argumentu zůstává stejné. Stále platí, že drtivá většina aktivně spravovaných fondů má průměrný výnos prakticky nerozlišitelný od indexu. Bylo by proto unáhlené a jednoznačně chybné indexové nástroje odepisovat. Tradiční aktivně řízený fond je ostatně obvykle beztak řízen jako kváziindexový fond: manažer sleduje index a odchýlí se od něho jen někdy a jen málo. Přitom tyto odchylky jsou správné zhruba v 50 procentech případů. Přidaná hodnota aktivní správy je tedy bohužel většinou blízká nule.

Jsou však okolnosti, za nichž aktivní správa má svůj smysl:

- a) v případě medvědích či stagnujících trhů;
- b) jde-li o fondy zcela odlišného typu.

Co se rozumí pojmem „fond zcela odlišného typu“? Na českém trhu se relativně nedávno objevily fondy založené na matematicko-statistických zásadách. Jde zejména o strategii QUAM a o principy sledování trendů praktikované vídeňskou investiční společností C-Quadrat. Výkonnost těchto fondů do jisté míry popírá platnost hypotézy efektivních

trhů. Sledování a využití trendů – které by podle této hypotézy neměly teoreticky existovat – evidentně u zmíněných fondů fungovalo, přinejmenším během období 2000 až 2010.

Navzdory skutečnosti, že aktivně řízených fondů na bázi sledování trendů je k dispozici jen několik, lze je považovat za samostatnou investiční třídu odlišenou od tradičních (pseudoindexových) a indexových fondů.

Komoditní investice znamená pro naše účely převážně fondy zaměřené na – jak název napovídá – komodity. Jelikož komodit je větší množství a jejich chování je velmi rozmanité, nebudeme se této problematice věnovat do hloubky. Pouze konstatujeme, že

- ceny komodit mají tendenci sledovat dlouhodobý růstový trend sledující peněžní zásobu...
- ... ale často převládají velmi silné a poměrně dlouhé střednědobé trendy, které mohou trvat třeba i deset let. Závisí na mnoha okolnostech, které se velmi obtížně analyzují.
- Konečně podotkneme, že komodity mívají tendence vytvářet bubliny, podobně jako akciové trhy emerging markets.

Z těchto důvodů budeme komodity považovat za poměrně rizikové investice. (Ano, jistě, s výhodou zpětného pohledu vidíme, že zlato bylo během období 2000 – 2010 famózně skvělou investicí, ale můžeme si být opravdu jisti, co bude s cenami zlata v letech 2010 – 2020? Možná dále porostou. Anebo také ne.)

Nemovitostní fondy znamenají fondy komerčních nemovitostí. Nikoli fondy akcií developerských firem nebo jakýchkoli jiných akcií. Nabídka je velmi malá (REICO), ale z důvodů úplnosti pokládejme nemovitostní fondy za samostatnou třídu, podobně jako například fondy high-yield.

Nyní máme seznam nástrojů hotový. Chybí v něm nejméně jedna zásadní třída, a sice hedge fondy. Jelikož však okruh potenciálních investorů v České republice je poměrně úzký, nevyplatilo by se o této nesmírně bohaté a široké problematice psát samostatnou kapitolu. Bližším zájemcům mohu nabídnout individuální konzultaci.

9.2 Spektrum strategií

S uvedenou sadou nástrojů můžeme konstruovat různá portfolia, konzervativní, vyvážená i agresivní. Pokračujeme systematicky od nízkého rizika k vysokému.

Jakým postupem budeme strategii budovat? Podobně jako v předchozích vydáních použijeme optimalizační program Portfolio Optimizer. Mohli bychom samozřejmě použít i metodu „kouknu a vidím“. Upřímně řečeno, není úplně stoprocentně dokázáno, že užití matematických optimalizačních metod vykazuje systematicky lepší výsledky než prostá intuice, ale použití optimalizační metody nás alespoň přinutí se systematicky zamyslet nad očekávanými výnosy, riziky a případnými vzájemnými korelacemi výnosů.

V rámci zlepšení kultury investičního myšlení budeme tedy optimalizovat. Omlouvám se matematicky založeným čtenářům za vypuštění technických detailů, ale většina ostatních čtenářů by možná byla zděšena přemírou vzorců a tuto knihu by pravděpodobně vrátila na regál. V zájmu svých honorářů závislých na počtu prodaných kusů tedy budu pokračovat netechnicky.

9.2.1 Konzervativní strategie

V rámci této strategie nepožadujeme vysoký výnos – staráme se pouze a jediné o minimalizaci výkyvů hodnoty našeho portfolia. Proto asi nikoho nepřekvapí, že konzervativní strategie dává absolutní důraz na nástroje peněžního trhu.

Tato strategie, jakkoli nudná a málo výnosná, může být optimální pro značný počet klientů. V případech typu „mám peníze, které budu za půl roku potřebovat na zaplacení daní“ dokonce neexistuje jiná přípustná strategie, než tento ultrakonzervativní přístup.

Tabulka 9.2 Složení portfolia konzervativní strategie

Požadovaný výnos (%) =	2,5
Riziko (%) =	1,37
FPT / spořicí účet	64,7 %
Dluhopisy CZK	32,3 %
Dluhopisy HY	0,5 %
Akcie Evropa & Sev. Amerika	1,1 %
Akcie CEE	0,6 %
Akcie BRIC a jiné EM	0,0 %
Aktivně řízené fondy	0,8 %
Komoditní investice	0,0 %

Naprostá většina konzervativního portfolia je investována do nástrojů peněžního trhu (65 procent) nebo do dluhopisů (32 %). Ostatní jsou jen nepatrné drobky, které můžeme zanedbat, zvláště u menších portfolií.

9.2.2 Vyvážená strategie – spíše konzervativní

Zde již požadujeme výnos ve výši šesti procent. Slovo „požadujeme“ je možná dost silné. Na finančních trzích můžeme stěží cokoli požadovat. Spíše se jedná o rozumné očekávání střední hodnoty možných výnosů. Ovšem pozor, míra rizika vyjádřená volatilitou dosahuje hodnoty 7,9 procenta, což znamená, že konečné skutečné výnosy se mohou pohybovat v poměrně širokém rozmezí.

Tabulka 9.3 Složení portfolia vyvážené – spíše konzervativní strategie

Požadovaný výnos (%) =	6
Riziko (%) =	7,89
FPT / spořicí účet	0,0 %
Dluhopisy CZK	42,5 %
Dluhopisy HY	10,2 %
Akcie Evropa & Sev. Amerika	16,6 %
Akcie CEE	11,3 %
Akcie BRIC a jiné EM	5,4 %
Aktivně řízené fondy	14,0 %
Komoditní investice	0,0 %

9.2.3 Vyvážená strategie – spíše agresivní

Nyní „požadujeme“ výnos 7 procent, což je jen o procentní bod více ve srovnání s konzervativně-vyváženou strategií. Složení a riziko portfolia ovšem vzrostlo poměrně významně. Při volbě jedné z těchto dvou strategií musíme vážně uvažovat, ke které se přiklonit!

Tabulka 9.4 Složení portfolia vyvážené – spíše agresivní strategie

Požadovaný výnos (%) =	7
Riziko (%) =	10,1
FPT / spořicí účet	0,0 %
Dluhopisy CZK	22,4 %
Dluhopisy HY	13,2 %
Akcie Evropa & Sev. Amerika	21,4 %
Akcie CEE	14,8 %
Akcie BRIC a jiné EM	7,3 %
Aktivně řízené fondy	18,2 %
Komoditní investice	2,7 %

9.2.4 Agresivní strategie

Agresivní strategie není pro slabé povahy. Není určena těm, které vyvádí z míry každé zakolísání burzovního indexu a kterým úvahy o finančních krizích připravují bezesné noci.

Hodláte-li přijmout agresivní investiční strategii, musíte být připraveni na možnost, že:

- hodnota vašeho portfolia může klesnout o 20 či 30 % nedlouho poté, kdy začnete investovat;
- ještě třeba i za pět nebo více let může být hodnota vašeho portfolia nižší než na počátku;
- že před možnými burzovními krachy a podobnými příhodami vás nebude včas varovat žádný analytik ani makléř;
- se možná jednou, díky své trpělivosti a odvaze, stanete milionáři.

Pokud vás neodradily první tři body, přečtěte si ještě dobrou radu z jedné staré příručky pro spekulanty: „Kdo má peněz málo, nebo těžce vydělané, ať na burzu nechodí, rovněž ne ten, kdo má slabé nervy a kdo při sebemenším poklesu nemůže spát. Burzián si musí zvyknout nejen lehce vydělávat, ale i lehce ztrácet.“

A pokud je toto vše pro vás přijatelné, můžete pokračovat s agresivní strategií:

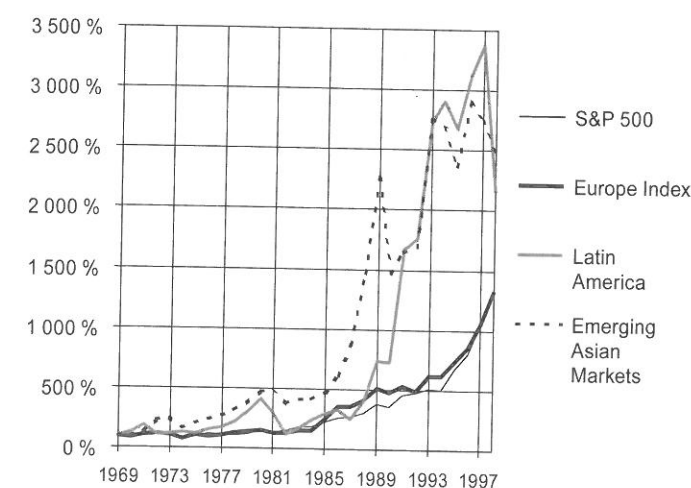
Tabulka 9.5 Složení portfolia agresivní strategie

Požadovaný výnos (%) =	8,5
Riziko (%) =	13,58
FPT / spořicí účet	0,0 %
Dluhopisy CZK	0,0 %
Dluhopisy HY	10,1 %
Akcie Evropa & Sev. Amerika	29,4 %
Akcie CEE	23,2 %
Akcie BRIC a jiné EM	12,2 %
Aktivně řízené fondy	25,1 %
Komoditní investice	0,0 %

Hodně štěstí!

Volatilita v praxi

Laici mívají občas problémy si představit, co vlastně investiční riziko vyjádřené volatilitou obnáší. Některým mohou tato čísla připadat jako abstraktní veličina, která toho příliš neříká. Konkrétnější představu o praktických důsledcích volatility může poskytnout následující graf, který ukazuje vývoj indexu severoamerického akciového trhu (S&P 500), indexu akcií vyspělých evropských zemí, indexu latinskoamerických trhů a indexu akcií nově industrializovaných asijských ekonomik v letech 1969 – 1998. První dva trhy by mohly spadat do kategorie „konzervativní akcie“, poslední dva do kategorie „agresivní akcie“. Volatilita indexu S&P 500 a evropského akciového indexu činila ve sledovaném období 15,6 %, respektive 15,3 %. Akciové indexy Latinské Ameriky a jihovýchodní Asie byly mnohem volatilnější: 36,9 %, resp. 28,8 %. Kdybychom investovali polovinu portfolia do Latinské Ameriky a druhou polovinu do Asie, dosahovala by celková vo-



Zdroj: Global Financial Data

latilita tohoto smíšeného agresivního portfolia hodnoty 25,5 %. (Samozřejmě, že tyto hodnoty platí pro celé studované období a v průběhu času se mohou měnit.)

Graf velmi zřetelně ukazuje, že v dlouhodobém horizontu je vyšší riziko skutečně odměněno vyššími výnosy. Přívrženec agresivní strategie však musí být předem smířen s tím, že jistý díl jeho portfolia může během krátké doby ztratit značnou část hodnoty. Kdo například začátkem roku 1980 investoval do jihoamerických akcií, ztratil během dvou let 70 % hodnoty své investice. Následovalo dalších 7 hubených let, které však byly vystřídány raketovým růstem. Graf vydá za tisíc slov.

9.2.5 Minimalizace rizika v inflačním prostředí

Co dělat, když toužíme po minimálním riziku (jako v případě konzervativní strategie), avšak máme závažné obavy, že náš majetek bude těžce postižen inflací? V souvislosti s globálním ekonomickým vývojem let 2007 – 2010 nabývají inflační obavy opět na aktuálnosti.

Inflaci se musí seriózně zabývat každý investor, který strávil byť i jen krátký čas studiem událostí na finančních trzích ve 20. století. Není vyloučeno, že inflace bude v dohledné době opět představovat vážný zdroj rizika. Od doby psaní první verze tohoto textu až do poslední aktualizace v roce 2010 byla koruna tvrdou měnou. Překvapivě tvrdou měnou: během desetiletí 2000 – 2010 byla koruna nejtvrďší měnou na světě vůbec!

To však bohužel neznamena, že bychom inflační riziko měli zcela podceňovat. Věnujme proto pozornost cestám, jak se proti inflaci chránit.

V roce 1626 uzavřel holandský obchodník Peter Minuit kupní smlouvu s jedním indiánským kmenem v Severní Americe. Minuit koupil ostrov zvaný Manhattan za zboží, jehož hodnota údajně činila 24 tolarů. Byla tato cena příliš nízká? Na první pohled se zdá, že ano. Ale při bližším zkoumání s překvapením zjistíme, že Indiáni na tom možná byli lépe. Kdyby zboží prodali a investovali s průměrným 8 % ročním výnosem, měli by v roce 1996 k dispozici částku v hodnotě téměř 56 000 miliard dolarů (pokud budeme pro zjednodušení předpokládat, že jeden tolar = jeden dolar). Za tuto částku by si mohli koupit zpátky nejen celý Manhattan i s mrakodrapy, ale i ostatní čtyři čtvrti Nového Yorku včetně sochy Svobody.

Tento příklad je samozřejmě trochu přitažen za vlasy, ale přesto z něho můžeme odvodit dva rozumné závěry. Za prvé, o bezrizikovém reálném výnosu ve výši 8 % ročně si můžeme nechat jenom zdát. Kdyby bylo možné stabilně dosahovat takto vysokých výnosů, New York by už dávno mohl patřit Indiánům. Za druhé, dlouhodobé investice se vyplácí. Platí to i v případech, kdy investujeme s časovým horizontem kratším než 370 let.

Problematika dlouhodobého horizontu rozhodně stojí za zvláštní pozornost. Povrchnímu pozorovateli se může zdát, že dlouhodobý investiční horizont není ničím jiným než souhrnem většího počtu krátkodobých horizontů. Ukážeme si v teorii i praxi, že tomu tak není. Soustředíme se především na problematiku minimalizace investičního rizika, která je prvořadým cílem velkých institucionálních investorů: penzijních fondů, pojišťoven, stavebních spořitelů, nadací a jiných organizací.

Jak definujeme minimální investiční riziko? V rámci krátkodobých strategií jsme jako míru rizika používali volatilitu výnosů: čím menší volatilita, tím nižší riziko. Tomuto předpokladu odpovídá klasická konzervativní strategie. Pro velké finanční instituce však samotná volatilita není přiměřenou mírou rizika a konzervativní strategie tedy není optimální. Proč volatilita nestačí? Hlavní riziko spočívá v nebezpečí, že tyto instituce nebudou schopny plnit své závazky vůči klientům. Pro pojišťovny je podstatné, aby byly schopny vyplácet pojistky, odbytné a plnit tzv. technickou míru zhodnocení, penzijní fondy musejí být schopny zabezpečit svým klientům specifikovanou výši budoucích penzí. Krátkodobé výkyvy výnosů nejsou podstatné.

Realističtější mírou rizika než výše volatility tedy pro tyto instituce je dolní mez intervalu očekávaných budoucích výnosů v takové podobě, v jaké byla definována v podkap. 5.1. Dolní mez intervalu očekávaných výnosů závisí na dvou faktorech: na volatilitě (což je hlavní faktor zmíněné konzervativní strategie) a na průměrné hodnotě očekávaných výnosů. Jak volatilita, tak celkové výnosy rostou s časem: celková volatilita je rovna volatilitě per annum násobené druhou odmocninou investičního horizontu, vyjádřeného v letech. Celkové průměrné očekávané výnosy jsou exponenciální funkcí investičního horizontu.

Protože exponenciála je „silnější“ než druhá odmocnina, vliv dlouhodobého trendu časem převládne nad krátkodobými fluktuacemi. Dlouhodobé zkušenosti z kapitálových trhů podporují tento teoretický závěr. Ukazuje se, že na akciových trzích s malým politickým rizikem byla v průběhu historie dobře diverzifikovaná akciová portfolia bezpečnější investicí než pevně úročené cenné papíry. Akciová portfolia jsou rovněž odolnější vůči riziku inflace, od které však zde pro jednoduchost abstrahujeme.

Jak vypadá optimální konzervativní portfolio pro investiční horizont 25 let? V zásadě stejně jako agresivní portfolio. V tomto případě totiž není cílem portfolia minimalizovat volatilitu, ale maximalizovat dolní hranici očekávaných výnosů v horizontu 25 let. Cílem je rovněž minimalizovat riziko, avšak riziko je v tomto případě definováno jiným způsobem.

V praxi tuto strategii zastávají zejména penzijní fondy – jiné než české penzijní fondy, abychom byli přesní. V dlouhém období je výhodné ignorovat krátkodobé výkyvy kursů akcií výměnou za vyšší dlouhodobé zhodnocení portfolia. V žádném případě však nesmíme zapomínat na diverzifikaci, která u výsoce rizikových investic hraje zvláště významnou roli. Jinak bychom mohli skončit se zápornou střední hodnotou výnosů (viz podkap. 5.3).

V dlouhém období mizí rozdíl mezi konzervativní a agresivní strategií – čím delší investiční horizont, tím menší rozdíl. Většina finančních institucí však musí volit kompromis mezi krátkodobými a dlouhodobými finančními cíli a jejich strategie odpovídají zhruba horizontu 20 – 30 let. Svědčí o tom příklad Nobelovy nadace ve Stockholmu.

9.3 Portfolio Nobelovy nadace

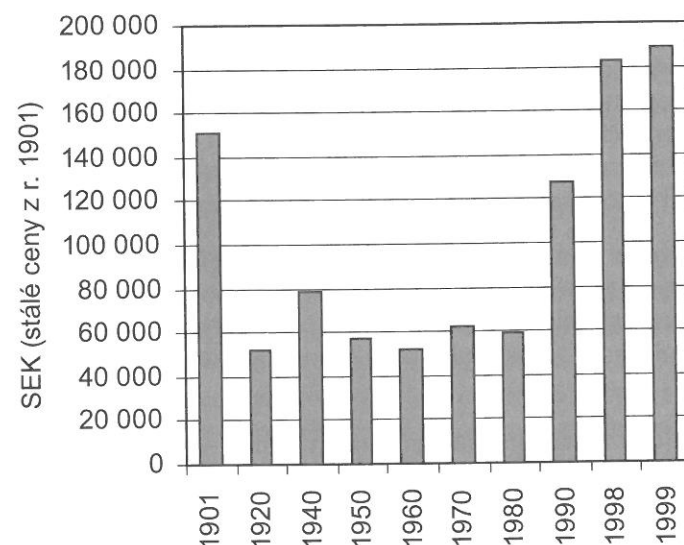
Zatímco Nobelova nadace patří mezi nejslavnější organizace svého druhu na světě, mnohem méně se ví o jejím hospodaření. Přitom právě toto téma je nadmíru zajímavé pro správce nadací nejen ve Švédsku, ale i v České republice. Většina nadací má velmi

podobný cíl: především uchovat jmění nadace a zabezpečit možnost pravidelných výplat na konkrétní účely.

• Cíle a investiční politika

27. listopadu 1895, rok před smrtí, podepsal švédský průmyslník Alfréd Nobel svoji závěť. Obsahovala podmínku, že Nobelovo dědictví musí být investováno do „bezpečných cenných papírů“, jejichž výnosy budou „každoročně rozdělovány ve formě cen těm, kdo se během předchozího roku zasloužili o největší prospěch pro lidstvo“. V případě Nobelovy nadace mělo jít o částky, jejichž reálná kupní síla by se v průběhu času neměnila. V roce 1900, kdy nadace zahájila činnost, měla celkový majetek ve výši 31 milionů švédských korun, což odpovídá zhruba 1,5 miliardy dnešních švédských korun. Záměr každoročně vyplácet částky stejné reálné výše však nemohl být dlouhodobě plněn. Zatímco v roce 1901 činila hodnota Nobelovy ceny 150 800 švédských korun, v roce 1923 to bylo pouze 115 000 korun. Uvážíme-li inflaci, byla reálná vyplácená částka ještě menší. Proč se správcům Nobelovy nadace nedařilo plnit podmínky závěti?

Hodnota Nobelovy ceny



Zdroj: The Nobel Foundation, Global Financial Data

Důvodem byla především přijatá investiční strategie. Začátkem 20. století byly za bezpečné cenné papíry považovány pouze státní obligace, půjčky kryté státními obligacemi, případně půjčky kryté hypotékami nebo nemovitostmi. Takovéto investice však byly málo výnosné (v reálném vyjádření dokonce ztrátové) a hrozilo nebezpečí, že jmění Nobelovy nadace bude jednou vyčerpáno. Proto správci nadace raději volili pokles vyplácených cen než nebezpečí vyčerpání nadačního jmění. Nobelova závěť nepočítala s globální explozí inflace během 20. století.

I po roce 1946, kdy byla Nobelova nadace osvobozena od daní, pokračoval postupný pokles reálných hodnot vyplácených Nobelových cen. V roce 1950 měla Nobelova cena

reálnou hodnotu ve výši 38 % z původní hodnoty v roce 1900. Obrat trendu nastal teprve v roce 1953. Tehdy na žádost správní rady nadace změnila švédská vláda pravidla omezující investování do různých druhů cenných papírů. Správci portfolia měli tedy volné ruce, aby mohli investovat do akcií.

Díky této změně se výše vyplácených Nobelových cen postupně zvětšovala. Původní reálné hodnoty dosáhla Nobelova cena v roce 1991. Finanční cíl stanovený v Nobelově nadaci se tedy daří opět plnit teprve od tohoto roku. V roce 1999 představovala Nobelova cena částku 7,9 milionu švédských korun, což bylo v reálném vyjádření o 3,9 % více než v roce 1998 a o 25 % více, než kolik činila hodnota Nobelovy ceny v roce 1901. Později byla zvýšena až na 10 milionů švédských korun.

Kromě toho se základní jmění Nobelovy nadace od doby jejího založení v reálném vyjádření více než zdvojnásobilo. Změna strategie se plně osvědčila.

• Analýza portfolia Nobelovy nadace

Výroční zpráva Nobelovy nadace za rok 2006 uvádí takovéto složení portfolia (pro srovnání uvádíme i stav v roce 1998):

Tabulka 9.6 Složení portfolia Nobelovy nadace

	Složení (%) 31. 12. 1998	Složení (%) 31. 12. 2006
Akcie		
Švédsko	12	5
Evropa (kromě Švédska)	19	20
USA	21	29
Japonsko	2	6
Rozvíjející se trhy	1	4
	55	64
Úročené cenné papíry		
Švédsko	39	23
Jiné země	0	1
	39	24
Jiné		
Nemovitosti	6	7
Hedge fondy	0	5
	6	12
Celkem	100	100

Zdroj: Nobelova nadace, Stockholm

Je zřejmé, že jde o portfolio orientované na dlouhodobé zhodnocení kapitálu, jehož vlastníci si může dovolit i poměrně velké výkyvy v jeho tržní hodnotě. Z hlediska dlouhodobého investora jsou tedy akcie velmi málo rizikové investice.

Případ Nobelovy nadace však názorně ilustruje, jak relativní mohou být představy o bezpečnosti a rizikovosti investic. Akcie představují pro Nobelovu nadaci velmi bezpečnou investici, protože její fungování není nijak ovlivňováno výkyvy akciového trhu. Pravidelné výplaty Nobelových cen lze totiž bez sebemenších potíží pokrýt z příjmů

z pevně úročených cenných papírů. To je také hlavní důvod, proč se v portfoliu Nobelovy nadace objevují dluhopisy. Jejich úkolem je finančně zabezpečit běžné fungování nadace.

Pokud jde o nemovitosti, které se v majetku Nobelovy nadace vyskytují, jejich význam je spíše okrajový. Vzhledem k tomu, že vývoj cen nemovitostí má tendenci připomínat vývoj kursů akcií, lze na ně z hlediska investičního manažera pohlížet jako na speciální sektor akcií.

Jaké typy investic v portfoliu Nobelovy nadace nejsou? Zlato, starožitnosti, umělecké předměty. Zlato nepřináší žádné úroky ani dividendy. Jeho reálná kupní síla v dlouhodobém průměru stagnuje. Zlato je komodita vhodná spíše pro krátkodobé spekulanty a jako taková investičním cílům nevyhovuje.

Pokud jde o starožitnosti a umělecké předměty, tyto investice patří mezi nejrizikovější a nejméně likvidní. Ačkoli malý objem těchto investic by portfoliu nemusel uškodit, náklady a komplikace s nimi spojené by nestály za případný přínos.

9.4 Penzijní fondy TIAA-CREF

Nezisková organizace TIAA-CREF byla založena v roce 1918 pro účely správy penzijních fondů zaměstnanců amerických univerzit a středních škol. V roce 1999 měla TIAA-CREF zhruba 2 miliony klientů, kterým patřily fondy v hodnotě přesahující 270 miliard dolarů. Při správě portfolia se TIAA-CREF řídí těmito zásadami:

- **Důraz na bezpečí.** Penzijní fond si nesmí dovolit rizikové investice, protože na jeho prosperitě existenčně závisí miliony klientů. Svým klientům nabízí deset základních penzijních programů, které jsou rozlišeny na akciové, obligační, smíšené, nemovitostní atd. Jak však říká předseda TIAA-CREF John Biggs: „...nemáme žádné nebezpečné produkty.“
- **Převážně pasivní investiční strategie.** Téměř tři čtvrtiny akciové části portfolií TIAA-CREF pasivně replikují index Russell 3000. (Vzpomeňme si na profesora Malkiela: „Základ portfolia racionálního investora by (...) měl být tvořen pasivně řízenými, nejlépe indexovými fondy s nízkými náklady a poplatky.“) Zbytek se investuje do amerických i zahraničních akcií podle výběru analytiků TIAA-CREF. Aktivní strategie tedy není zcela zavržena, ale představuje pouze doplněk k pasivní indexové strategii. Průměrná doba držení jedné akcie je pět let – důvodem je snaha minimalizovat obchodní poplatky. Mezi americkými podílovými fondy je obvyklá doba držení jedné akcie jen čtrnáct měsíců.
- **Minimalizace nákladů.** Martin Leibowitz, vedoucí investičního oddělení TIAA-CREF, říká: „V průběhu času a výkyvů trhu je ve světě investic jistá jen jedna věc – a není to výkonnost. Jsou to náklady. Udržovat náklady tak nízké, jak je jen možné, je jediná jistota, kterou můžete poskytnout svým klientům.“ Toto tvrzení nepotřebuje dalšího komentáře.

Investiční strategie TIAA-CREF je vhodným příkladem velmi zodpovědného přístupu ke správě velkého objemu prostředků, kde je cílem maximální bezpečí a spolehlivost. Vidíme, že pasivní investiční strategie a použití relativně rizikových nástrojů (akcií) v dlouhodobém horizontu je s těmito cíli kompatibilní.

9.5 Strategická soutěž deníku The Wall Street Journal

Podívejme se, jaký praktický důsledek mají časté změny investiční strategie. Deník *The Wall Street Journal* pořádá již několik let strategickou soutěž mezi špičkovými finančními společnostmi. Jejich úkolem v rámci soutěže je každé čtvrtletí sestavit optimální portfolio ze tří klasických tříd investic: akcií, obligací a nástrojů peněžního trhu. Povoleny jsou i mezinárodní (tj. neamerické) akcie, fondy nemovitostí a komodity obchodované na burzách. Špičkové mozky strategií předních investičních bank z Wall Street mají jednoho nemyslícího soupeře: tentokrát nikoli populárního šimpanze vybírajícího náhodná portfolia, ale „robota“, který tvrdohlavě investuje stále do stejného portfolia (vždy 55 % akcií, 35 % obligací a 10 % nástrojů peněžního trhu).

Tabulka 9.7 Průběžné výsledky strategické soutěže deníku The Wall Street Journal

Účastník	Výkonnost (%)		
	3 měsíce	1 rok	5 let
A. G. Edwards & Sons	-3,07	13,34	95,01
Bear Stearns	-3,09	12,65	–
Wheat First	-3,05	12,15	–
PaineWebber	-3,70	12,00	98,58
Credit Suisse FB	-4,04	11,89	99,48
Prudential Securities	-2,01	11,89	103,00
Salomon Smith Barney	-3,79	11,71	93,31
Merrill Lynch	-1,39	11,07	82,50
Morgan Stanley Dean Witter	-4,84	10,71	103,78
Lehman Brothers	-7,03	10,35	104,43
Goldman Sachs	-5,12	9,17	103,77
Edward D. Jones	-5,97	9,02	92,67
Raymond James	-6,32	2,69	75,99
Průměr	-4,11	10,67	95,68
„Robotovo portfolio“	-3,25	12,39	99,66
100 % obligace	5,79	18,45	54,35
100 % akcie	-10,06	8,77	149,68
100 % peněžní trh	1,42	5,52	29,18+

Zdroj: The Wall Street Journal, 30. 10. 1998

O stavu soutěže ve třetím čtvrtletí 1998 nás informuje tab. 9.7 (třetí čtvrtletí 1998 nebylo zvoleno náhodně, jak bude vzápětí vysvětleno). Tabulka nám dává několik poučení, která mají značnou praktickou hodnotu. Zároveň poskytuje pádný argument, proč se nezabýváme krátkodobou investiční taktikou, nýbrž pouze dlouhodobější investiční strategií.

- **Průměrná výkonnost investičních profesionálů zaostávala za „robotem“.** „Lidští“ finančníci dosáhli v průměru horších výkonů v pětiletém období, během posledního roku i během čtvrtletí, v němž došlo k ruské krizi. Tento výsledek svědčí ve prospěch teorie, že pevně stanovená investiční strategie poskytuje lepší výsledky než časté taktické změny motivované lidským faktorem.
- **Disciplinovaný nebo dokonce „mechanický“ přístup se obvykle vyplácí více než sledování trhu.** Nadprůměrné výsledky „robota“ hovoří za vše. Nemá smysl vždy

okamžitě reagovat na jakýkoli výkyv trhu. Daleko lepší výsledky má tvrdošíjně dodržování předem stanovené strategie (samozřejmě za předpokladu, že tato strategie byla naplánována rozumným způsobem).

- **Ani jedna ze zúčastněných firem se dlouhodobě nedokázala svojí výkonností přiblížit portfoliu složenému ze 100 % akcií.** Úkolem účastníků soutěže je dosáhnout maximálních výnosů bez ohledu na riziko. Historické výsledky ukazují, že nejlepším způsobem, jak tohoto cíle dlouhodobě dosáhnout, je investovat výhradně do akcií. Přesto žádný účastník soutěže se této krajně agresivní strategii nedržel.

Výsledky tedy velmi výrazně korespondují s názorem, že **investiční profesionálové ve většině případů neumějí předpovídat vývoj trhu**. Je však velmi důležité zdůraznit, že ti lepší z nich si tuto skutečnost uvědomují. Důležité je ovšem si uvědomit, že v některých případech může rada profesionála zabránit těžkým ztrátám. Někdy je vhodné porušit dogma efektivního trhu. **Za určitých okolností je žádoucí nebo dokonce nutné porušit pravidla a radikálně změnit navrženou investiční strategii.** Nelze to ovšem dělat příliš často – v případě rozumného přístupu jedna větší změna za deset let by měla úplně stačit.

10. Souhrn – nejlepší praxe: postupy investování

„Žádný vítěz nevěří v náhodu.“

Friedrich Nietzsche, filozof

Již v úvodu bylo řečeno, že zásady správného investování lze shrnout do několika stránek. Zde jsou. Je v nich stručně popsán postup investování, který odpovídá nejlepší dostupné praxi podpořené teorií i praktickými zkušenostmi. Uvedené postupy může použít naprostá většina investorů: institucionálních i soukromých.

10.1 Krok č. 1: Stanovení finančních cílů

Mnozí investoři nevědí, co vlastně chtějí: neznají svůj vlastní finanční cíl. Prvním krokem k jeho určení je sestavení rozvahy. Na straně pasiv budou všechny budoucí závazky. Například soukromý investor, který sestavuje svůj penzijní plán, musí vzít v úvahu věk odchodu do důchodu, výši důchodu, pravděpodobný počet let, které v důchodu stráví, a případné další výdaje. Institucionální investor musí rovněž brát v úvahu velikost svých závazků vůči klientům. Například pojišťovna musí mít souhrnný přehled o pravděpodobné délce a hodnotě uzavřených pojistek, podílový fond musí dbát na to, aby byl schopen uspokojit případné požadavky klientů na zpětné odkupy.

Z velikosti, časové struktury a možné proměnlivosti závazků vyplývají finanční cíle. Vycházejí také z požadavků na výnosy a z tolerance investora vůči riziku. Finanční cíle musí být splnitelné. Proto je důležité, aby investor měl realistické představy o potenciální výnosnosti cenných papírů. (Jaká je nejlepší praxe pro zámožného soukromého investora, který je prakticky bez závazků? V takovémto případě hraje roli především jeho psychologie.)

Na co nezapomenout:

- Vzít v úvahu opravdu všechny relevantní závazky.
- Mít jasno o časovém horizontu (tj. kdy budeme potřebovat hotovost).
- Nepodceňovat psychologii – rozhodnout se, zda patříme mezi psychologicky aktivní či pasivní investory.
- Vědět, co lze od finančních investic očekávat a co nikoli; nemít nereálná očekávání.

10.2 Krok č. 2: Výběr investiční strategie

Jestliže jsme definovali naše finanční cíle, zbývá stanovit složení aktiv, která budou krýt naše závazky. Jinými slovy, vybrat optimální investiční strategii. V tomto kroku lze čerpat ze stejnojmenné kapitoly, která nabízí složení několika osvědčených portfolií, vhodných prakticky pro všechny typy investorů, konzervativní i agresivní, v krátkém i v dlouhém horizontu. Protože vzhledem k rozsahu této publikace nelze vzít v úvahu veškeré možné případy, autor doporučuje poradit se s kvalifikovaným investičním poradcem.

Na co nezapomenout:

- Výběr investiční strategie je zásadním krokem, který více než z 90 % bude určovat charakter chování našeho portfolia z hlediska výnosů, rizik a odolnosti vůči inflaci.
- Velmi důležitou roli hraje náš názor na vývoj budoucí inflace.
- Vztít v úvahu veškeré dosavadní investice (u soukromých osob například stavební spoření a životní pojištění – a pozor, též vlastní lidský kapitál!).
- Ne všichni investiční poradci jsou skutečnými poradci – někteří jsou jen obchodními zástupci, kteří se snaží maximalizovat své vlastní zisky prodejem finančních produktů s vysokými poplatky.

10.3 Krok č. 3: Naplnění investiční strategie

Jestliže jsme vybrali investiční strategii, je řada na taktických a operačních záležitostech. Nyní je nezbytné naplnit jednotlivé investiční třídy (akcie, obligace, peněžní trh, nemovitostní fondy) konkrétními cennými papíry. Dále je třeba vyřídit potřebné formality spojené s investováním.

Individuální investor učiní nejlépe, soustředí-li se na fondy s minimálními poplatky. Pokud nejsou indexové fondy k dispozici, dáme přednost fondům s jasně definovaným cílem a budeme opatrní ohledně „smíšených“ nebo „balancovaných“ fondů (nikdy nevíme, čím nás mohou jejich manažeři překvapit).

Co v poslední době oblíbené ETF neboli Exchange Traded Certificates? Jde o cenné papíry obchodované na burzách, které přesně odrážejí vývoj určitého indexu. ETF mají výhodu v tom, že skutečně sledují index a jejich vstupní poplatky jsou nízké. Na druhé straně banky, které ETF „provozují“, to nedělají z lásky ke klientovi: stinnou stránkou bývá fakt, že klient nedostává dividendy. ETF tedy zdaleka nejsou tak levné, jak se zdají, protože skrytý poplatek v podobě zadržených dividend může být někdy dosti vysoký. Kromě toho majitel ETF nese kreditní riziko jejich emitenta. Toto riziko bývá zpravidla nízké, ale jak se mohli přesvědčit majitelé ETF emitovaných téměř zkrachovalou investiční bankou Bear Stearns, pokud dojde k jeho realizaci, může být velmi nepříjemné.

Mají smysl aktivně řízené fondy? Ano, již jen z toho důvodu, že některé fondy neexistují v pasivní variantě. V některých oblastech, ať už geografických nebo odvětvových, jsou aktivně řízené fondy dokonce lepší. Souvisí to s Dunnovým zákonem. Zkušenost ukazuje, že čím menší je stupeň efektivity trhu, tím horší je skóre indexových neboli pasivně řízených fondů. Na akciových trzích Číny, Indie, Ruska nebo Brazílie je lepší se pohybovat jen se zkušeným a místních podmínek znalým manažerem!

Jak rozlišit třídy „konzervativní akcie“ a „agresivní akcie“? Mezi konzervativní akcie patří zejména akcie velkých společností v Severní Americe, v EU a ve Švýcarsku. K agresivním akciím počítáme akcie malých firem ve jmenovaných zemích, dále též akcie všech ostatních světových trhů, zejména BRIC (Brazílie, Rusko, Indie, Čína) a podíly v odvětvově zaměřených fondech bez ohledu na zemi či region. Mohli bychom samozřejmě tuto klasifikaci dále zpřesňovat podle regionů a podle odvětví, ale toto hrubé členění se v praxi překvapivě dobře osvědčuje.

V předchozích vydáních na tomto místě byla tabulka doporučených podílových fondů. V tomto vydání byla vypuštěna – s dobrým důvodem. Nabídka fondů se totiž neustále mění, objevují se nové příležitosti, existující fondy jsou přejmenovávány a slučovány, takže v publikaci s delší dobou životnosti než rok či dva nemá význam, aby se objevovaly konkrétní fondy.

Na co nezapomenout:

- V rámci jednotlivých investičních tříd diverzifikovat!
- Při naplňování investičních tříd se držet pasivně řízených indexových fondů v případě vyspělých trhů.
- Na emerging markets je lepší investovat v rámci aktivně řízených fondů.
- Minimalizovat veškeré náklady, poplatky a daně.
- Nevěnovat příliš velkou pozornost výnosům cenných papírů a fondů v nedávné minulosti – nikdy se nenechat ošálit reklamou, která uvádí historické výnosy.
- Při výběru fondů, bank a makléřů se řídit jejich dobrým jménem a ratingem.
- Při výběru regionů brát v první řadě v úvahu politické riziko a měnovou stabilitu.
- Není třeba provést všechny investice najednou; časová diverzifikace pomáhá snižovat riziko.

10.4 Krok č. 4: Uskutečnění investiční strategie

Definovali jsme investiční strategii, stanovili finanční cíle, vybrali investiční strategii a naplnili portfolio konkrétními cennými papíry, které jsme posléze nakoupili prostřednictvím solidního makléře. Nyní nesmíme podlehnout svůdné představě, že to podstatné je za námi. Omyl. Nejtěžší část úkolu nás teprve čeká: nyní je čas na uskutečnění investiční strategie. Čas, který je dán naším horizontem, může trvat od několika měsíců do několika desítek let.

Samotné slovo „strategie“ indikuje, že se jedná o dlouhodobý přístup, nikoli o krátkodobou spekulaci. Uskutečnění strategie znamená, že se jednou přijatého postupu budeme cílevědomě držet a odoláme pokušení příliš často měnit jeho strukturu. Časovat trh se vyplácí jen v ojedinělých případech. Měnit strategii častěji než jednou za čtvrtletí není dobré a interval tří měsíců představuje minimum. Je nutné tvrdě odolávat nutkání měnit investiční strategii příliš často. Není to snadné.

Kdy nastává důvod změnit investiční strategii zásadním způsobem? Především v situacích, kdy se ze závažných příčin mění potřeby klienta. Například třicetiletý člověk, který investuje do agresivního portfolia za účelem penzijního zabezpečení, může po deseti letech tuto strategii změnit na vyváženou. Po dosažení důchodového věku udělá nejlépe, když se jeho strategie soustředí spíše na konzervativní portfolio. V sedmdesáti

letech je ostatně čas sklízet plody naší investiční strategie, které jsme se úspěšně drželi desítky let!³⁴

Na co nezapomenout:

- Ignorovat krátkodobá nákupní a prodejní doporučení makléřů.
- Nepodléhat mylné představě, že je vhodné reagovat na každou ekonomickou informaci; drtivá většina informací představuje „šum“, který nemá pro investiční strategii sebemenší význam.
- Laici by neměli sledovat výkonnost svých investic denně, ale raději v delších časových intervalech.
- Profesionálové, kteří mají v popisu práce sledovat trh denně, musejí dodržovat přísnou disciplínu, aby se zdrželi příliš častého obchodování.
- Investiční strategii je vhodné měnit především v případech, kdy se požadavky investora mění ze skutečně závažných důvodů; výkyvy trhu málokdy představují samy o sobě dostatečný důvod pro změnu strategie.

10.5 Informační zdroje

Pokrok sdělovací techniky umožňuje rychlý a levný přístup k finančním a ekonomickým informacím i naprostým laikům. Ještě v 80. letech 20. století byl běžný občan vyspělých zemí (o totalitních zemích ani nemluvě) odkázán na informace z tisku, rozhlasu a televize. Nyní má prostřednictvím internetu k dispozici obrovské množství informací od „tvrdých“ dat až po názory a komentáře odborníků. Informační výhoda, kterou dříve měli jen finanční profesionálové, již téměř neexistuje. Znamená tento technický pokrok výhodu pro drobného investora?

Nikoli. Záplava informací znamená pokušení na informace reagovat, a to často i na ty, které jsou bezvýznamné. Reagovat znamená obchodovat a obchodovat znamená platit poplatky a daně. Profesionální investoři, kteří mají povinnost sledovat poslední finanční zprávy, musejí s tímto pokušením rovněž bojovat. Mají však větší kvalifikaci, aby mohli „odfiltrovat“ tisíce bezvýznamných zpráv od nepatrného počtu takových, které mají skutečnou hodnotu. Laici však často končí velmi špatně – vzpomeňme na zprávu organizace NASAA a na tragédii Marka Bartona.

Z obrovského množství existujících internetových stránek je jen zlomek takových, které mají skutečnou informační hodnotu. Zde je seznam některých vybraných (nejen finančních) adres, které patří mezi moje oblíbené www stránky. Důraz je kladen zejména na ty, které přinášejí hodnotné informace zdarma.

³⁴ Vzhledem k prodloužení délky života a k finančnímu stavu průběžného důchodového systému nelze očekávat, že by generace současných třicátníků odcházela do penze dříve než v šedesáti pěti letech. Posunutí hranice důchodového věku až na sedmdesát let rovněž není vyloučeno. Uvážíme-li však pravděpodobné prodloužení průměrného lidského věku v důsledku lepší lékařské péče (mimo chodem, farmacie a biotechnologie patří mezi odvětví s „vysokým stropem“), většinu lidí narozených v 60. a 70. letech čeká poměrně dlouhé stáří.

Tabulka 10.1 Seznam vybraných adres

Adresa	Název, poznámka	Jazyk
www.finmag.cz	Finanční magazín	Č
www.ifondy.cz	iFondy.cz – server informující o podílových fondech	Č
www.penize.cz	Informační server pro drobné investory	Č
www.patria.cz	Patria Online, informace o českých kapitálových trzích	Č
www.ceskenoviny.cz	ČTK České noviny	Č
www.idnes.cz	iDNES – noviny, finanční a ekonomické informace	Č
www.bloomberg.com	Bloomberg – stránka prvotřídní zpravodajské agentury	A
www.cnnfn.com	CNN Finance – přehled o amerických a světových trzích	A
www.smartmoney.com	Smart Money – informace, analýzy a články o americkém akciovém trhu	A
www.stratfor.com	Stratfor – soukromá zpravodajská služba. Zdroj pozoruhodných politických analýz	A
www.finance.yahoo.com	Yahoo Finance – informace a kursy cenných papírů	A
www.economist.com	The Economist – britský časopis světové úrovně	A
www.ft.com	Financial Times – renomovaný britský deník	A
www.forbes.com	Forbes – americký časopis pro investory a podnikatele	
www.economy.com	Economy.com – zdroj ekonomických a finančních dat, zpráv a analýz	A
www.nasdaq.com	NASDAQ – kursy, indexy, statistiky, informace	A
www.worldbank.org	Světová banka – makroekonomické studie a statistiky o zemích z celého světa	A
www.oecd.org	OECD – zprávy, studie, statistiky	A, F
www.transparency.org	Transparency International – statistiky a studie o korupci v různých zemích světa	A, N
www.freetheworld.com	Free the World – organizace, která hodnotí úroveň ekonomické svobody a stability na celém světě	A
www.latribune.fr	La Tribune – renomovaný francouzský deník orientovaný na ekonomii, finance a burzu	F
www.nzz.ch	Neue Zürcher Zeitung – švýcarský deník, který přináší rovněž zprávy ze světa financí a burz	N
www.nber.org	National Bureau for Economic Research – obsahuje archiv plných textů vědeckých prací ze všech oblastí ekonomie (přístupný zdarma)	A

V roce 1985 napsal slavný a úspěšný burzián André Kostolany: „Největší nevýhodou investic do akcií je, že investor může sledovat kursy svých akcií každý den a ke své škodě tak i čini. I když nechce ani nahlédnout, přemílá mu denní tisk, televize a rádio kursy pod nosem. (...) Investor tak dělá – chť nechť – každý den bilanci, a to ho dráždí k nepromyšleným rozhodnutím.“

A to André Kostolany neznal internet. Takže všeho s mírou – i informací!

11. Nedokonalé trhy

„Drahokam nemůže být dokonale upraven bez broušení, člověk nemůže dosáhnout dokonalosti bez těžkých zkoušek.“

Čínské přísloví

11.1 Hypotéza (ne)efektivních trhů a optimální investiční strategie

Standardní finanční ekonomie předpokládá, že trhy dokonale efektivně zpracovávají veškeré dostupné informace. Díky tomu nemá praktický smysl časovat trh ani se snažit vybírat „podhodnocené“ cenné papíry. Optimální metodou investování v podmínkách efektivního trhu je pasivní investiční strategie: pravidelně investovat stejnou částku do indexových nebo indexům blízkých fondů s nízkými poplatky.

Lze dokonce tvrdit, že pasivní investiční strategie by fungovala ještě lépe v případě dokonale neefektivního trhu, který by byl ovládán pouze a výlučně náhodnými impulsy, zcela bez vazby na makroekonomické a fundamentální informace. Kdyby jednotliví účastníci kapitálového trhu rozhodovali o investicích na základě házení kostkou nebo jiné metody generování náhodných čísel, výsledek by byl přesně takový, jaký vyplývá z moderní teorie portfolia a z hypotézy efektivních trhů: optimální by opět byly indexové fondy s nízkými poplatky.

Problém není v tom, zda kapitálové trhy v praxi zpracovávají informace více či méně dokonale. Hlavní kámen úrazu spočívá ve skutečnosti, že investoři ovlivňují navzájem své chování – jednají davově, podléhají módám, euforiím a depresím. Důsledkem davového jednání je především **existence střednědobých trendů**. V důsledku existence trendů se kapitálové trhy chovají jinak, než jak vyplývá z hypotézy efektivních trhů.

11.2 Davové chování investorů – o mravencích a spekulantech

Britský ekonom Paul Ormerod uvádí ve své knize „*The Butterfly Economics*“ příklad jedné entomologické studie. Uprostřed 80. let provedli entomologové sérii pokusů s mravenci. Na dvě různá místa ve stejné vzdálenosti od mraveniště umístili dvě přesně stejné misky s potravou. Obsah potravy byl nepřetržitě doplňován na stále stejnou úroveň. Neexistoval žádný důvod, proč by mravenci měli preferovat jednu nebo druhou misku. Otázka zněla: jak mraveniště využije těchto dvou identických zdrojů potravy?

Standardní ekonomická teorie racionálních očekávání (stejně jako prostý selský rozum) by předpověděla, že mravenci budou využívat obou misek rovnoměrně, v poměru 50 : 50 a že vzhledem k naprosté rovnocennosti obou misek není důvod k preferencím jakékoli z nich. Mravenci se však ve skutečnosti chovají jinak. Jakmile jeden najde jídlo, bude propříště zpravidla navštěvovat stále stejné místo. Současně také chemicky předá tuto informaci jiným mravencům, které potká. Vzniká tedy kladná zpětná vazba: čím více mravenců navštíví jednu misku v jednom okamžiku, tím více jich navštíví stejnou misku v budoucnosti. Zdálo by se tedy, že mravenci si hned na počátku vyberou jednu misku a druhou budou ignorovat.

Jenomže celá věc je složitější. Občas se některý mravenec náhodou pokusí vydat jiným směrem a objeví druhou, doposud opomíjenou misku. Doporučí ji svým kolegům a může tak nastat masový přechod od jedné misky ke druhé. Někdy jde jen o „módní vlnu“, která přejde. Někdy se však těžiště zájmu skutečně přesune na delší dobu.

Chování jednotlivých mravenců je tak jednoduché, že je lze popsat pomocí triviálního výpočtu pravděpodobnosti. Vtip je v tom, že chování mraveniště jako celku již tak snadno popsat nelze. Není možné určit žádnou periodu oscilace zájmu mezi oběma miskami, nelze ani určit, zda dochází k zásadní změně preferencí mezi zdroji potravy, anebo jen k přechodné módní vlně. Připomíná nám to něco? Ale jistě. Stejně jako mravenci se chovají i lidé. Právě tak dění na „politickém trhu“ lze velmi dobře popsat pomocí tohoto modelu (zejména většinový systém dvou stran je dobrým příkladem). Ale zřejmě nepřiléhavější je „mravenčí model“ při popisu chování burzovních spekulantů. Této analogii se věnoval ekonom Alan Kirman ve své práci publikované v roce 1993.

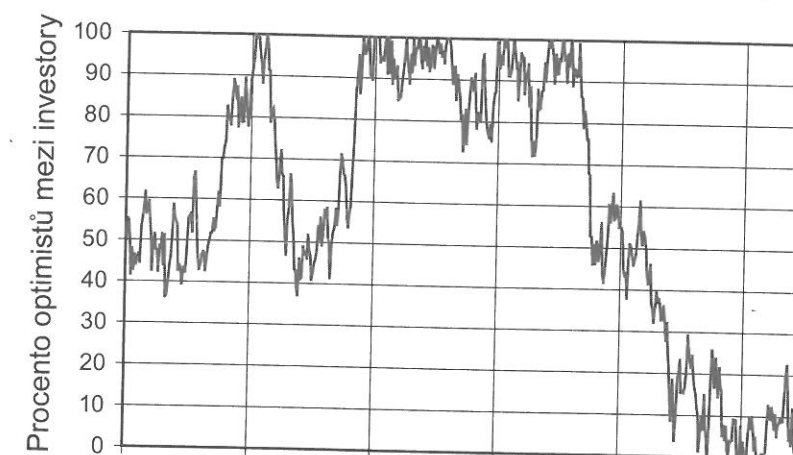
Samozřejmě, že spekulativní trhy (ať už akciové, měnové nebo komoditní) jsou složitější než systém dvou misek. Pokud však odhlédneme od detailů, nakonec rovněž dojdeme ke dvěma „miskám“ – ke dvěma základním polohám trhu. Jde o to, zda mezi investory a spekulanty převládá optimismus či pesimismus – zda burze vládne býk či medvěd. Jednotliví spekulanti se navzájem ovlivňují, podobně jako mravenci: rozhovory mezi sebou („to nám to dneska letí, co?“ nebo naopak „to je konec, okamžitě všechno prodat!“). Komunikace sice není chemická jako u mravenců, ale na podstatě věci to nic nemění. Přestože nervová soustava makléře je mnohem složitější než nervová soustava mravence, chování velkého počtu mravenců se od chování velkého počtu makléřů v zásadě neliší. V obou případech jde o obživu, i když ta mravenčí je neskonale levnější.

Mravenec, stejně jako spekulant, má v každém okamžiku tři možnosti. Za prvé, neměnit svůj názor – ať jde o výběr misky anebo o názor na vývoj burzovních indexů. Za druhé, nechat se přesvědčit kolegy o opačném názoru. Za třetí, náhodně svůj názor spontánně změnit, nezávisle na mínění ostatních. Z matematického hlediska lze tento systém popsat pomocí pouhých dvou konstant, z nichž první určuje pravděpodobnost, že se mravenec nechá přesvědčit kolegy, druhá určuje pravděpodobnost, s níž mravenec spontánně změní své rozhodnutí. Je fascinující, že i tak jednoduchý systém vykazuje vlastnosti, které jsou nepopsatelné hlavním proudem ekonomie a moderní teorií portfolia, která vychází z hypotézy efektivních trhů. (Hypotéza efektivních trhů je vlastně jen speciálním případem ekonomie racionálních očekávání v prostředí kapitálových trhů.) Jak málo stačí, aby se standardní ekonomická teorie octla v koncích!

Vraťme se však zpět k pozorováním entomologů. Zjistili, že preference mezi miskami se mohou pohybovat ve velmi širokém rozmezí a že k těmto změnám může docházet velmi rychle. S podobnou rychlostí, s jakou index NASDAQ během prvních tří měsíců roku 2000 dosáhl rekordní výše 5 132 bodů, v průběhu dalších několika týdnů ztratil přes 40 % hodnoty a v průběhu dalších dvou let poklesl až na 20 % této rekordní hodnoty. Standardní ekonomie takto rychlé změny cen kapitálových aktiv vysvětlit neumí, kdežto „mravenčí model“ ano.

Uvedený příklad s mravenci se zdá být triviální hříčkou, která je užitečná jen pro vysvětlení základních principů. Nicméně počítačové simulace „mravenců – investorů“ ukazují, že i takto jednoduchý model sociální polarizace je schopen velmi přesvědčivě popsat reálné chování kapitálových trhů.

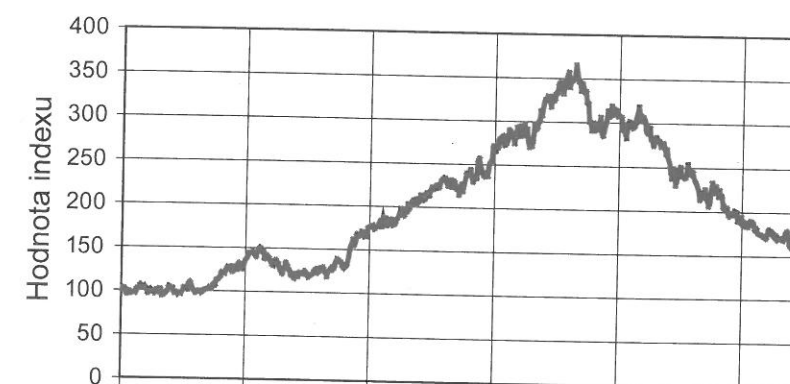
Polarizace trhu



Zdroj: autor

První graf znázorňuje vývoj polarizace trhu. Namísto návštěvníků misek A a B graf uvádí procentní podíl optimistů a pesimistů na daném simulovaném kapitálovém trhu. Vidíme, že krátce po začátku simulace převládli optimisté, pak následovalo krátké období vyrovnaných preferencí, poté opět následovala perioda dlouhodobějšího optimismu následně vystřídaná obdobím pesimismu. Co je podstatné: **všechny tyto změny polarizace byly náhodné, nepředvídatelné a nebylo možné předem stanovit dobu jejich trvání.** Proto ani prokazatelná existence krátkodobých a střednědobých trendů nemusí znamenat, že jsou použitelné z hlediska aktivních investorů či spekulantů.

Simulovaný akciový index



Zdroj: autor

Na základě zjednodušeného výpočtu, který bere v úvahu procento optimistů jakožto podíl účastníků trhu kupujících akcie a procento pesimistů coby podíl prodávajících, můžeme získat idealizovaný vývoj hypotetického akciového indexu. Druhý graf tedy

poskytuje představu, jak se mohou změny sociální polarizace trhu promítat do vývoje takto simulovaného akciového indexu.

Znalec akciových trhů například ve výše uvedeném grafu může „rozpoznat“ býčí trh druhé poloviny 90. let následovaný zlomem v roce 2000 a medvědí trhem. Ve skutečnosti se samozřejmě jedná o podobnost čistě náhodnou – uvedený graf vznikl počítačovou simulací podle modelu popsání Alanem Kirmanem. Tak lze vytvořit neomezené množství „tržních historií“, z nichž některé překvapivě silně připomínají skutečnost.

Kirmanův model nám pomáhá uvědomit si dvě skutečnosti:

1. Sociální polarizace na kapitálových trzích je realita, nikoli fikce. Trhy nejsou dokonale „učebnicově“ efektivní v souladu s moderní teorií portfolia.
2. Existence trendů, která ze sociální polarizace nutně vyplývá, znamená vyšší reálnou volatilitu akciových trhů, než jaká vyplývá z modelu náhodné procházky. Volatilita vypočtená na základě statistického vzorce směrodatné odchylky výnosů je tedy jen dolním odhadem skutečné volatility.

Kdyby trhy byly dokonale efektivní, řídily by se modelem náhodné procházky a akciový trh by byl skutečným barometrem ekonomiky (což není). Kdyby to však byla pravda, nemohlo by nikdy dojít k euforiím a krachům, jakými byly vzestup a následný drtivý pád indexu NASDAQ a mnoha jiných akciových indexů.

11.3 Sociální polarizace a bublina telekomunikačních akcí

Koncem 90. let a počátkem roku 2000 to bylo právě vzájemné ovlivňování investorů, kteří si nejprve dodávali sebedůvěru a navzájem se ujišťovali, že technologické a telekomunikační akcie jsou předurčeny k trvalému růstu a že v tomto případě se nejedná o bublinu. Po prasknutí této spekulativní bubliny to byl opět efekt vzájemného ovlivňování investorů, kteří se přesvědčovali o nutnosti hospodářského krachu západního světa a o opakování japonského scénáře či Velké deprese ze 30. let.

V obou případech šlo evidentně o přehnané reakce. Pravděpodobně extrémní případ selhání efektivnosti trhu představují legendární aukce pásem pro mobilní telefony třetí generace. Aukce se konaly přibližně v období, kdy vrcholila „technologická horečka“ investování do telekomunikačních a internetových akcí. Proto byly licence extrémně drahé. Jenom v samotném Německu byla pásma pro telefony UMTS v srpnu 2000 vydražena za celkovou částku 50,5 miliardy euro. To bylo nejen nad očekávání pořadatelů aukce, ale zároveň mnohem více, než kolik by bylo ekonomicky únosné. Již před ukončením aukce se psalo o tom, že uvažované částky jsou příliš vysoké a že nejsou v relaci se skutečnou hodnotou pásem UMTS zhruba odhadnutelnou na základě střízlivých modelů diskontovaných budoucích zisků. Většina telekomunikačních společností si na nákup pásem UMTS půjčila a nyní (tato pasáž byla psána v prosinci 2002) musejí splácet dlouhodobé dluhy na projekty, jejichž realizace je otázkou nejasné budoucnosti.

V managementech a správních radách telekomunikačních společností přitom vesměs seděli inteligentní a vzdělaní lidé. Jak mohli tyto lidé zahodit veškerou racionalitu a poklesnout na intelektuální úroveň mravenců, je jen stěží pochopitelné – nicméně to dokonale

zapadá do teorie sociální polarizace trhů. Generálním ředitelem Deutsche Telekom byl Ron Sommer, držitel několika akademických hodností s vynikajícím profesním životopisem. Ani ostatní členové vrcholového managementu nebyli hlupáci. To však nebylo nic platné. Správní rada, která dává strategické úkoly managementu, musela zastupovat zájmy akcionářů, kteří sdíleli většinový (a v tomto případě mylný) názor, že bez vlastnictví licencí na pásma UMTS nemůže telekomunikační společnost přežít a že je nutné je koupit za jakoukoli cenu. Zájmy akcionářů samozřejmě musejí být respektovány, a to i v případě, kdy mohou být pro firmu téměř sebezníčovající.

Lze existenci sociální polarizace trhů využít pro analytické účely? Existence trendů a akciových bublin popírá platnost hypotézy efektivních trhů, která tvrdí, že vývoj akcií nelze předpovídat. Znamená to tedy, že vývoj trhů přece jen předvídat lze? Zdá se, že by měly existovat metody z oblasti fundamentální i technické analýzy, s jejichž pomocí by mělo být možné včas odhalit výskyt tržních „bublin“. Bohužel není zřejmé, že by alespoň někteří investoři byli schopni konzistentně časovat trh – empirická data nic takového nenaznačují. Nepředvídatelnost trhu je implikována platností hypotézy efektivního trhu. Z této logické implikace však nevyplývá, že neplatnost hypotézy efektivního trhu má nutně za následek předvídatelnost trhu.

Existence sociální polarizace trhů je tedy patrně málo užitečná z hlediska prognózování trhu, může však výrazně pomoci v analýze rizika. Tradičně se například uvádí, že minimální doporučená doba držení dobře diverzifikovaného akciového portfolia je pět let. Během této doby by měly být vyrovnány případné dočasné poklesy a pravděpodobnost ztráty po této době by měla být minimální. Toto tvrzení může skutečně platit v podmínkách dokonale efektivního trhu, nicméně v podmínkách několikaletých trendů způsobených sociální polarizací (tj. medvědími trhy) však doporučená pětiletá lhůta nemusí stačit.

11.4 Psychologie investování

Ekonomie odkazující na pojem „homo economicus“, což je člověk bez emocí, který se po důkladné analýze všech dostupných informací rozhoduje tak, aby zcela racionálně maximalizoval svůj užitek. Na tomto předpokladu lidského chování jsou založeny všechny významné ekonomické teorie.

Život však hypotézu dokonalé racionality vyvrací. Jako příklad může sloužit rapidní růst světových akciových indexů koncem 90. let a jejich vleklý pokles od roku 2000. Standardní investiční teorie předpokládají, že investoři vždy dávají přednost vyšším výnosům před nižšími výnosy, nižšímu riziku před vyšším, vždy se poučí o všech možných investičních příležitostech a vyhodnotí všechny informace. Kdyby lidé byli racionální, nedocházelo by k burzovním euforiím a k následným pádům. Moderní teorie portfolia a model oceňování kapitálu založený na předpokladu dokonalé informovanosti a racionality (H. Markowitz a W. Sharpe, Nobelova cena za rok 1990) burzovní bubliny a podobné jevy nedokáže vysvětlit.

Snad právě dění na světových burzách přispělo k tomu, že polovina Nobelovy ceny za rok 2002 byla udělena izraelskému psychologovi Danielu Kahnemanovi. Spolu s Amosem Tverským (zemřel v roce 1996) vypracovali experimentálně podloženou teorii, která popisuje iracionalitu v ekonomickém chování jednotlivců. Jednoduše řečeno: Lidé mají jiný vztah k riziku, když vydělávají a když prodělávají. Ačkolí mají k dispozici informace,

často je nevyužívají – ať už z pohodlnosti anebo z přílišné složitosti těchto informací. Často nezávisí na informacích samotných, ale na tom, jak jsou formulovány. Jedna velká finanční ztráta bolí méně než delší série menších ztrát. (Proto se úsporná opatření a zvyšování daní balí do „balíčků“.) Rozhodnutí ohledně budoucnosti bývají ovlivněna lítostí z minulých ztrát či radostí z dosažených zisků – třebaže „homo economicus“ by neměl být ovlivněn žádnými emocemi. Lidské jednání však není chaotické, je v něm jistý systém. Jeho principy by měl znát každý dobrý finanční poradce.

Jedním z nejužitečnějších Kahnemanových poznatků je, že lidé vnímají ztráty jinak než výnosy. Standardní teorie předpokládaly, že zisk tisíce korun má mít pro investora stejnou váhu jako ztráta tisíce korun, pouze s opačným znaménkem. Ve skutečnosti však ztráta přináší dvakrát až třikrát větší psychologickou újmu než psychologický přínos, jaký znamená zisk stejné částky. Daniel Kahneman a Amos Tversky v jednom z pokusů předložili dvěma skupinám pokusných osob dva různé problémy. Zadání prvního z nich znělo takto:

1. Obdržíte 1 000 dolarů, bez ohledu na velikost vašeho majetku. Nyní máte dvě možnosti:
 - a) Jistý zisk dalších 500 dolarů.
 - b) Poloviční šanci získat dalších 1 000 dolarů a poloviční šanci nezískat už nic.

Jakou možnost si zvolíte?

Druhá skupina pokusných osob řešila jiný problém.

2. Obdržíte 2 000 dolarů, bez ohledu na velikost vašeho majetku. Nyní máte dvě možnosti:
 - a) Jistou ztrátu 500 dolarů.
 - b) Poloviční šanci ztratit 1 000 dolarů a poloviční šanci neztratit nic.

Jakou možnost si zvolíte?

Lze snadno vypočítat, že obě situace jsou zcela rovnocenné. V obou případech je střední hodnota výnosu rovna částce 1 500 dolarů. Kdyby lidé byli lhostejní vůči riziku, obě skupiny pokusných osob by si vybraly v 50 % možnost a) a ve stejném počtu případů možnost b). Kdyby se lidé snažili vyhnout riziku, obě skupiny by volily ve většině případů možnost a).

Jaký byl skutečný výsledek Tverského a Kahnemanova pokusu? V první skupině 84 % osob zvolilo variantu a). Tato odpověď není překvapující, protože souhlasí s tvrzením, že lidé nemají rádi riziko. Avšak z druhé skupiny 69 % respondentů zvolilo variantu b). Ukazuje se, že lidé nemají rádi riziko, pokud očekávají kladný výnos, avšak mají sklon riziko preferovat, čelí-li ztrátě.

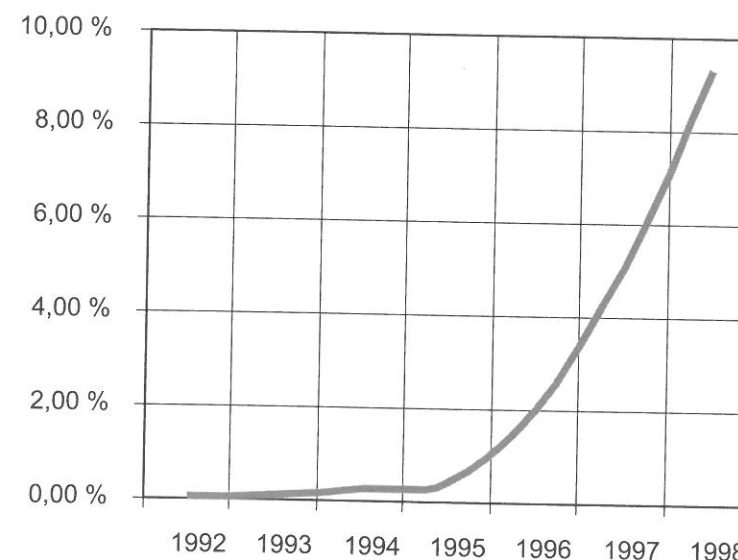
Na kapitálovém trhu se tento efekt pochopitelně rovněž projevuje. Za normálních okolností si většina investorů při svém rozhodování počíná opatrně, vyhýbá se riziku. Jak se však investoři zachovávají, jestliže ta či ona investice „nevyjde“? Jen menšina z nich je schopna se s nepovedenou investicí bez lítosti rozloučit. Mnoho investorů lpí na jedinou zakoupených akciích, i v případech, kdy jde o hazardní investice a bylo spíše rozumné se jich zbavit.

11.5 Iluze věčného růstu

Velký prostor pro davové chování investorů nabízejí nové technologie. Je to dáno klasickým vzorcem jejich vývoje, který ke vzniku psychologicky podmíněného davového chování přímo svádí. Prakticky všechny nové technologie procházejí od svého vzniku až do zralosti těmito stádii:

1. **Nezralost.** Technologie je sice známa a částečně i komerčně využívána, jejímu masovému rozšíření však brání různé faktory: vysoká cena, technické problémy aj. Růst je velmi pomalý.
2. **Rychlý růst.** Podařilo se překonat dětské nemoci a technologie nastupuje vítězné tažení světem. Tato fáze je typická exponenciálním růstem. Prostor pro růst se alespoň zpočátku zdá být nekonečný.

Nasycenost českého trhu mobilních telefonů



Zdroj: telekomunikační společnosti

První dvě fáze lze velmi plasticky předvést na příkladu vývoje českého trhu mobilních telefonů – s poznámkou, že podobně se vyvíjel trh mobilních komunikací všude na světě:

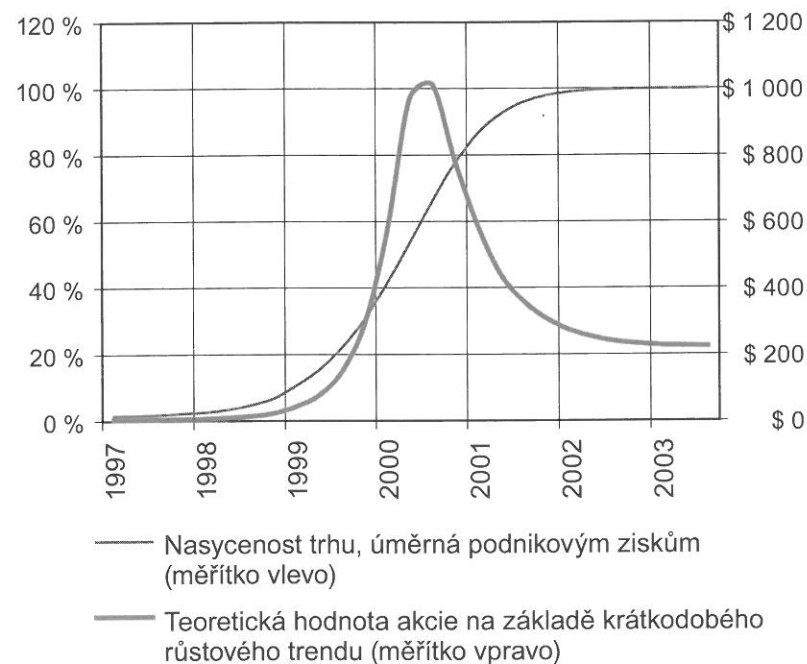
S-křivka vypadá zpočátku jako exponenciála, což je pro laiky mnohdy matoucí. Sugestivně vypadající nástup budí dojem, že exponenciální růst bude trvat navždy.

3. **Dospívání.** Fáze zpomalování růstového tempa. Technologie již dobyla větší část trhu, nastává období orientace na obtížněji získatelnou klientelu. Účastníci si již velmi dobře uvědomují meze růstu. Růst je stále kladný, avšak jeho dynamika se zpomaluje.
4. **Zralost.** Trh je již plně nasycen, technologie již ovládla veškerou potenciální klientelu. Růst daného technologického odvětví je dán pouze nahrazováním zastaralého nebo opotřebovaného zboží.

Všemi těmito čtyřmi stádii prošel automobilismus, letectví, výroba a rozvod elektřiny, rádio, televize, telefon, mobilní telefon, internet, video, mikrovlnná trouba, osobní počítač atd.

Čtyři fáze vývoje trhu lze matematicky vyjádřit tzv. S-křivkou, která má dva parametry: rychlost růstu a strop, čili procento, kdy je potenciální trh plně nasycen. Následující graf ukazuje teoretický vývoj S-křivky nasycení trhu a hypotetické akcie či odvětvového akciového indexu.

Postup nasycování trhu a cena akcie



Zdroj: autor

Pro jednoduchost předpokládáme, že zisky podniků jsou úměrné nasycení trhu. Tento předpoklad je sám o sobě optimistický: bývá obvyklé, že s růstem vyspělosti trhu roste i konkurence a snižují se obchodní marže. Čisté zisky podniků proto zpravidla rostou pomaleji než tržby. V řadě případů nelze u společností působících v rozvíjejících se odvětvích o ziscích vůbec hovořit – viz nedávná historie technologických akcií.

Teoretická hodnota akcie je ve výše uvedeném graficky znázorněném modelu vypočtena na základě předpokladu, že investoři berou v úvahu jen posledních osm čtvrtletí historie zisků dané akcie a tato čísla jednoduše extrapolují do budoucnosti. Tento předpoklad „krátkozrakosti“ (v souladu s teoriemi Tverského a Kahnemana) počítá s tím, že účastníci trhu nevyužívají všechny dostupné informace a znalosti, ať už je to z lenosti, z nedostatku inteligence či z jakýchkoli jiných důvodů. Princip S-křivky totiž není žádnou teoretickou novinkou a každý dobrý akciový analytik (nikoli však každý amatérský investor) jej musí znát.

Z hlediska akciového trhu je zvláště důležitý přechod mezi druhou a třetí fází, matematicky řečeno inflexní bod. V tomto stádiu vývoje trhu si leckdo nepřipouští, že dosavadní rozvoj dané technologie (ať už šlo o mobilní telefony nebo cokoli jiného) nebude trvat věčně a že dosavadní krajně optimistická čísla o růstu tržeb či provozních zisků z první a druhé fáze S-křivky budou muset být záhy korigována dosti podstatným způsobem směrem dolů. Dříve či později nutně dojde k tomu, že projekce růstu jsou revidovány, akciové kursy klesají, na analytiku příslušného odvětví svolávají nešťastní investoři hromy a blesky – ať už oprávněně či nikoli. Po krachu technologické bubliny v letech 2000 – 2002 se z analytiků stali obětní beránci. Byli to však především sami investoři, kteří se nechali oklamat dynamikou S-křivky.

11.6 SAP efekt

Jako další, velmi zdařilý ilustrativní příklad lze uvést vývoj akcií softwarové společnosti SAP, u nichž došlo ke stejnému efektu dokonce dvakrát po sobě v krátkém časovém odstupu. Následující graf na str. 220 zobrazuje cenu akcií SAP v průběhu ledna 1996 až února 1999.

V druhé polovině 90. let se SAP stal dominantním světovým dodavatelem software pro řízení podnikových zásob, financí a „lidských zdrojů“. Nasycení tohoto trhu sledovalo S-křivku. Zpočátku se zdálo, že zisky rostou exponenciálně a že nemají horní hranici. Záhy se však ukázalo, že trh přece jen hranice má: když již všechny velké a střední podniky ve vyspělých zemích byly vybaveny softwarem od firmy SAP nebo od některého z nemnoha jejích konkurentů, přišla řada na menší podniky a na méně vyspělé země. Když byla obsloužena podniková klientela v Mnichově, Miláně a Chicagu, přišla řada na Rijád, Sofii a Valašské Meziříčí. Růstová dynamika začala prudce zpomalovat, což se v období července 1998 až února 1999 promítlo do více než 50% poklesu akcií.

V roce 1999 však vzplála internetová euforie, u níž nesměla chybět žádná softwarová firma a SAP nebyl výjimkou. Během necelého roku kurs akcií SAP posílil až o 215 %. To bylo v únoru, kdy index NASDAQ krátce přesáhl hranici 5 000 bodů.

Bylo po iluzi věčného růstu. V tomto případě však spíše než o efekt S-křivky šlo o projev davového chování investorů.

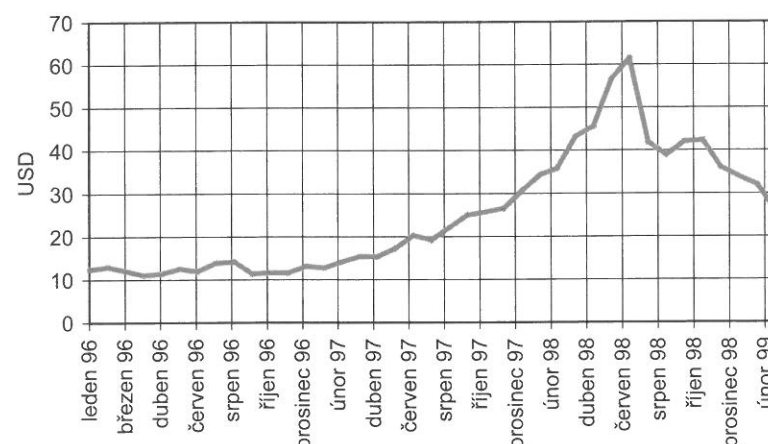
Mimochodem, ani po deseti letech nepřekonal SAP své maximum z roku 1999.

11.7 Neefektivní portfolia drobných investorů

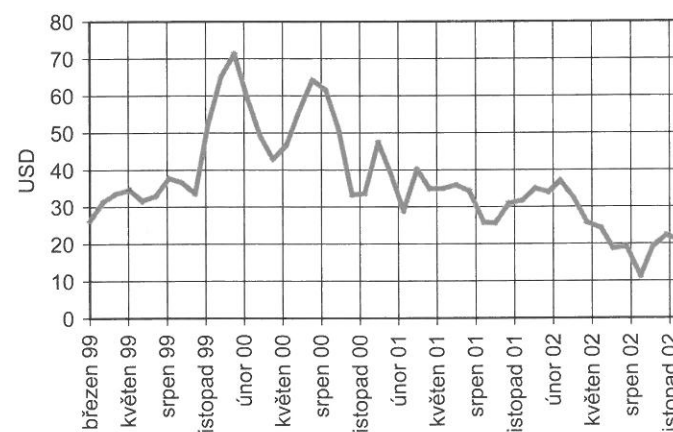
Studujeme-li neefektivnosti trhu, neměli bychom opomíjet strukturu portfolií drobných investorů. Málokde totiž najdeme tak přesvědčivé důkazy nedokonalého fungování trhu jako právě zde.

Statistiky výnosů makléřských účtů soukromých osob, které si aktivně spravují svá portfolia, dopadají obvykle nevalně. Mnozí investoři nevěří službám profesionálních správců portfolia a obchodují sami podle svého uvážení. Většina výzkumů dochází k názoru, že jejich výsledky jsou horší. Mimořádně kvalitní studii publikovali v prosinci 2001 William Goetzmann a Alok Kumar (*Equity Portfolio Diversification*, NBER Working Paper Nr. 8686). Autoři zkoumali výkonnost a riziko více než 40 000 individuálních soukromých účtů u jedné velké americké diskontní makléřské společnosti během období 1991–1996. Toto období bylo z hlediska vývoje akciového trhu převážně příznivé, ačkoli ne po celou

Akcie SAP – první fáze



Akcie SAP – druhá fáze



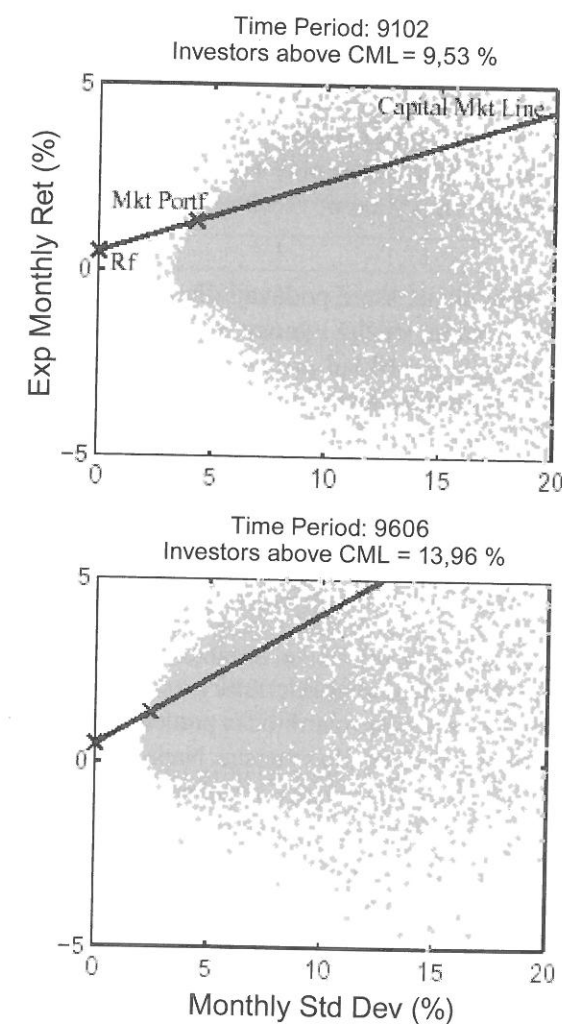
Zdroj: Yahoo Finance

dobu. Na trhu tehdy ještě nevznikla „technologická bublina“, takže je lze považovat za celkem reprezentativní.

Výsledek? Drtivá většina zkoumaných portfolií trpěla nedostatkem diverzifikace – obsahovala jen několik málo akciových titulů, často navíc z příbuzných odvětví. „Investoři si zřejmě jsou vědomi kladných stránek diverzifikace, avšak evidentně uplatňují naivní přístup, který spočívá v držení několika titulů, aniž by věnovali pozornost jejich korelační struktuře. Vedle nedostatku správné diverzifikace, který má za následek špatný výběr akcií, investoři drží nediverzifikovaná portfolia z důvodu iluzorního pocitu kontroly, což jim poskytuje přehnanou sebedůvěru. Významná skupina investorů z našeho vzorku se domnívá, že lze dosáhnout nadprůměrných výsledků aktivním obchodováním, přičemž tyto investoři záměrně sledují strategii nedostatečné diverzifikace.“

Následující grafy ukazují výsledky sledovaných portfolií v souřadnicích riziko (volatilita – vodorovná osa) – měsíční výnos (svislá osa) ve dvou namátkově vybraných obdobích. Ukazuje se, že jen menšina (typicky jedna desetina až pětina) soukromých investorů dosahuje výsledků, které jsou nad linií kapitálového trhu. Tato linie zhruba odpovídá výsledkům, jakých dosahují dobře diverzifikované fondy. Zbytek drobných investorů dosahuje podprůměrných, někdy dokonce hluboce podprůměrných výsledků, a to i v dobách, kdy se trhu jako celku daří dobře. Portfolia drtivé většiny investorů jsou tedy velmi neefektivní!

Vždy se ovšem najde pár šťastlivců, kteří z větší části díky náhodě dosáhnou v daném období vysoce nadprůměrných výnosů. Ti se potom mohou naparovat, že „pobili“ trh a profesionální manažery. Jen čas ovšem může rozhodnout, zda měli více štěstí nebo rozumu. Druhý případ bývá velmi vzácný: je mnoho spekulantů, ale velmi málo Warrenů Buffettů a jemu podobných. Investiční strategie Warrena Buffetta byla popsána a ana-



Zdroj: Goetzmann a Kumar

lyzována v desítkách odborných i populárních publikací. Teoreticky by tedy neměl být problém ji napodobit a řada profesionálních i amatérských investorů se také o to snaží. Jejich výsledky se však jen velmi zřídka vymykají z průměru.

Vcelku výkonnost portfolií drobných amatérských investorů působí dojmem, jako kdyby šlo o náhodný výběr – jako kdyby investoři napodobovali chování pověstných šimpanzů házejících šipky do kursovního lístku.

Skutečnost je však ještě horší. Goetzmann a Kumar prováděli pro srovnání testy, zda individuální investoři ze zkoumaného vzorku dosahovali lepších výsledků než pověstný šimpanz, který vybírá akcie čistě náhodně. Výsledek byl hluboce deprimující: portfolia vytvořená šimpanzem v průměru hladce zvítězila v poměru výnos/riziko. Pokládáme-li investiční inteligenci šimpanze za nulovou, pak valná část soukromých spekulantů by měla inteligenci vyjádřenou v záporných číslech.

11.8 Systematicky podhodnocené akcie

Kromě tržních neefektivit, které se projevují v existenci trendů, „bublin“ a krachů, lze hovořit o kategoriích dlouhodobě systematicky podhodnocených či nadhodnocených akcií. Kdyby moderní teorie portfolia platila plně a beze zbytku, existoval by jednoznačný lineární vztah mezi výnosy a riziky akcií: všechny akcie by se pohybovaly podél linie kapitálových trhů.

Ve skutečnosti však existují akcie, které podávají dlouhodobě vysoké výnosy při průměrném riziku, stejně jako akcie, jejichž výnosy jsou záporné a riziko vysoké. Na tuto známou skutečnost poukazuje například profesor Robert Haugen. V průběhu 90. let prováděl Haugen důkladné výzkumy, jejichž cílem bylo statisticky odlišit skupiny vysoce výnosných akcií od málo výnosných akcií. Haugen zkoumal široký vzorek amerických akcií na základě různých finančních charakteristik.

Jedním z výsledků Haugenova výzkumu je následující *tab. 11.1*, která zobrazuje průměrné charakteristiky nejméně výnosného a nejvýnosnějšího decilu (desetiny statistického vzorku) akcií v období 1979 – 1993. V posledním řádku tabulky je uveden průměrný výnos příslušného decilu.

Čtenář snadno nahlédne, že číselné charakteristiky prvního decilu odpovídají vysoce rizikovým akciím, ať už riziko měříme volatilitou či poměrovými ukazateli fundamentální analýzy. Tyto akcie jsou také zároveň málo výnosné. Naproti tomu akcie z desátého decilu jsou relativně málo rizikové a současně vysoce výnosné. Zdá se, že jsme svědky porušení principu, podle něhož každý nadprůměrný výnos musí být doprovázen nadprůměrným rizikem. To je také hlavní poselství Haugenovy knihy „*The Inefficient Stock Market*“ (Neefektivní akciový trh), v níž autor ostře polemizuje s principy teorie efektivního trhu a nabízí svoji metodu výběru akcií, která je v zásadě založena na charakteristikách uvedených v tabulce.

Jak lze vysvětlit skutečnost, že teoretický vztah mezi riziky a výnosy v praxi akciového trhu „nesedí“?

Tabulka 11.1 Průměrné charakteristiky amerických akcií v období 1979–1993

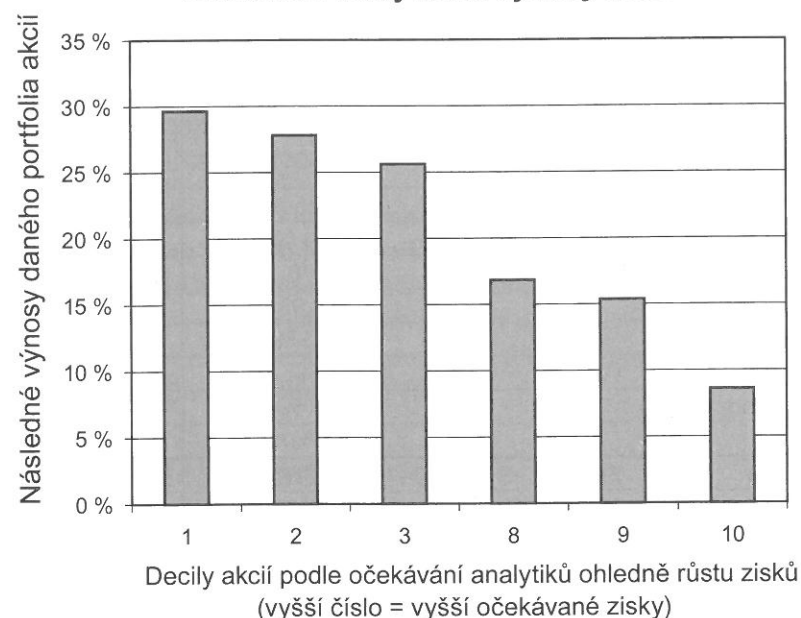
Faktor	Nejméně výnosný (první) decil	Nejvýnosnější (desátý) decil
Beta koeficient (pětiletý klouzavý průměr)	1,21	1,00
Průměrná volatilita akcií	41,42 %	33,22 %
Poměr dluhu k vlastnímu jmění	1,03	0,85
Růst poměru dluhu k vlastnímu jmění	0,27 %	−0,03 %
Krytí dluhové služby	1,76	6,63
Růst krytí dluhové služby	−0,64 %	−0,02 %
Tržní kapitalizace (mil. USD)	\$ 470	\$ 1 011
Průměrná cena akcie	\$ 14,93	\$ 30,21
Růst zisků na akcii	−1,55 %	10,00 %
Cash flow yield	6 %	17 %
Dividendový výnos (yield)	2,19 %	3,69 %
Obrat aktiv	84 %	115 %
Růst obratu aktiv	−0,13 %	0,05 %
Zisková marže	−1,16 %	7,86 %
Růst ziskové marže	−0,95 %	0,07 %
Return on assets (ROA)	−1,51 %	6,50 %
Růst ROA	−1,11 %	0,08 %
Return on equity (ROE)	−2,14 %	15,39 %
Růst ROE	−1,18 %	0,07 %
Růst zisků	−0,41 %	0,95 %
Roční výnosy akcií	−15,74 %	30,01 %

Profesor Haugen, který dříve přednášel na univerzitě standardní teorii portfolia a hypotézu efektivních trhů, se stal „disidentem“, který prosazuje myšlenku výrazně neefektivního akciového trhu, který nabízí řadu možností nadprůměrných výnosů, pokud investor použije správnou metodiku výběru. Teoretickým zdůvodněním neefektivity trhu je podle Haugena rovněž psychologie trhu. Haugen předkládá modelovou situaci, kdy investiční manažer nabízí investičnímu výboru svá doporučení, jaké akcie koupit. Pokud doporučí neznámé tituly a zmýlí se, riskuje ztrátu premií nebo dokonce zaměstnání. Pokud však doporučí široce známé akcie, které znají i laici (kteří se nevyhnutelně vyskytují téměř v každém výboru), pak riskuje podstatně méně. Pokud neznámé tituly klesají, je to vina analytika, který je doporučil. Pokud však klesají známé značky, lze snáze argumentovat, že analytik je nevinný – za všechno může trh.

Proto široká investorská veřejnost preferuje akcie, o nichž se často píše ve Wall Street Journalu, Business Weeku a Fortune. Zpravidla jde o akcie působící v momentálně mód-ních technologických odvětvích. Tyto akcie mají díky zájmu širokého publika tendenci být nadhodnocené vzhledem ke svým fundamentálním kvalitám, zatímco akcie méně populárních podniků a odvětví bývají systematicky podhodnocené.

Ekonom Rafael La Porta se v práci z roku 1996 zaměřil přímo na oblíbenost či neoblíbenost akcií a jejich následné výnosy. Studoval dlouhodobé výnosy amerických akcií v závislosti na odhadech zisků podle profesionálních analytiků. La Porta zjistil, že analytici jsou přehnaně optimističtí u akcií doporučovaných k nákupu a přehnaně pesimističtí u akcií

Očekávání analytiků a výnosy akcií



Zdroj: Rafael La Porta

doporučovaných k prodeji. Přílišný optimismus u akcií doporučených k nákupu vede často ke zklamání a k nízkým výnosům.

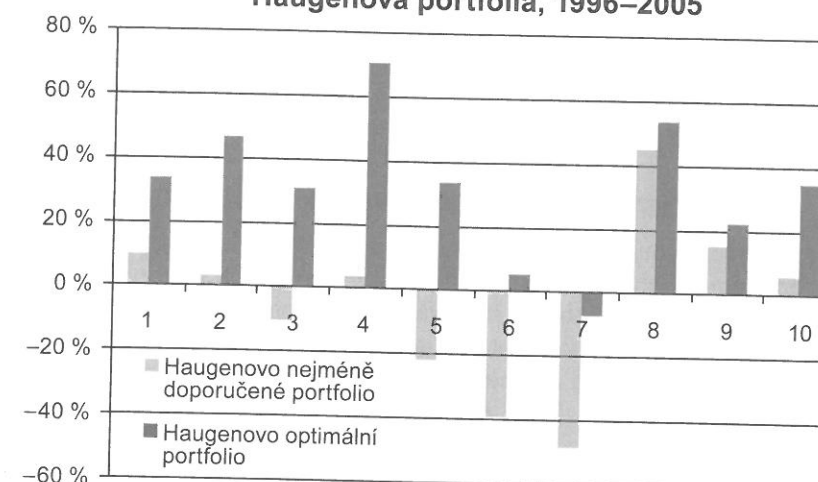
Kromě toho akcie s vysokými prognózami růstu trpí ztrátami při následném ohlášení skutečných zisků, protože trh zjistí, že dosavadní očekávání byla příliš extrémní. Akcie s nízkými prognózami naproti tomu zaznamenávají vysoké výnosy. Tato skutečnost poukazuje na přehnanou reakci nejen ze strany analytiků, ale i ze strany trhu: na efektivním trhu by akcie s optimistickými prognózami růstu neměly přinášet systematicky nízké výnosy.

Teoretické studie Haugena, La Porty a dalších jsou tedy velmi zajímavé. Vzhledem k tomu, že byly publikovány teprve kolem poloviny 90. let a poprvé systematicky aplikovány ještě o několik let později, je ještě příliš brzo na seriózní vyhodnocení jejich praktického dopadu. Není vyloučeno, že „dogma“ indexových fondů jako optimálního investičního instrumentu bude svrženo. Prozatím je však na něco takového ještě brzy.

Poznámka z roku 2008: Zdá se, že recept profesora Haugena skutečně funguje. Robert Haugen publikoval svůj „zázračný recept“ již v roce 1996 v článku zvaném *Commonality In The Determinants Of Expected Stock Returns* (česky zhruba „Společné faktory určující očekávané výnosy akcií“, autoři Robert A. Haugen a Nardin L. Baker, publikoval Journal of Financial Economics, léto 1996).

Na základě zjištění z tohoto článku provozuje profesor Haugen konzultační firmu, jejímiž klienty jsou instituce spravující majetek o celkové hodnotě bezmála 100 miliard dolarů. Výkonnost Haugenova receptu ukazuje následující graf:

Haugenova portfolia, 1996–2005



Zdroj: Robert Haugen, www.quantitativeinvestment.com/articles.html

Je zajímavé a sympatické, že Robert Haugen není žádný paranoidní tajnůstkář ohledně svého receptu na úspěch. Zmíněný článek lze zdarma stáhnout z výše uvedené webové adresy, a v zásadě každý může udělat totéž, co Haugen samotný. Problém je pouze v „technické maličkosti“: Haugenova firma monitoruje četné fundamentální ukazatele 3 000 firem v USA a celkově 8 000 v rámci celého světa. K provozování něčeho podobného je zapotřebí mít značné zdroje, vzdělání a nejméně deset let praxe. Proto se Haugen konkurence zřejmě příliš neobává.

Stojí za zmínku, že nejlepší a nejhorší portfolio podle profesora Haugena měly v období 1996 – 2005 velmi odlišnou historii výnosů. Výnosy se natolik liší, že výsledek projde *t*-testem: s více než 99% pravděpodobností můžeme tvrdit, že nejde o náhodu.

Výsledky profesora Haugena tedy ukazují, že je možné systematicky vybírat akcie a dosahovat tak nadstandardních výnosů. Klíč k úspěchu ovšem není úplně jednoduchý: je třeba pravidelně monitorovat fundamentální údaje několika tisíc akcií, dodržovat disciplínu a pravidelnost. Celý postup spíše připomíná průmyslovou výrobu než romantické dobrodružství spekulanta spoléhajícího se na svoji intuici. Ta v Haugenově metodě nemá místo.

Celkově lze na základě Haugenových zkušeností tvrdit: ano, systematicky podhodnocené akcie existují, ne, trh není dokonale efektivní. Lze možná systematicky překonávat index, ale není to nikterak snadné.

12. Finanční poradci

„Svoboda bez znalostí znamená bezradnost.“

Neznámý autor

12.1 Placení poradci versus provizní poradci

Investor má dnes téměř dokonalou svobodu, jak naložit se svými penězi. Svoboda volby má ovšem smysl jen pokud je doprovázena znalostí. Právě zde je smysl finančních poradců. Dobrý poradce poskytne nezaujaté školení ohledně potenciálních výnosů a rizik cenných papírů, pomůže definovat finanční cíle a doporučí vhodné prostředky k jejich dosažení. Teoreticky by měli být lepší poradci placení honorářem než ti, kteří pobírají provize z prodeje: díky objektivitě a nezaujatosti.

Tolik teorie. Jak je tomu v praxi?

Všichni finanční poradci v České republice dnes fungují na provizní bázi. Platí to dokonce i pro privátní bankéře z poboček špičkových zahraničních bank. Vyskytly se sice pokusy zavést placené poradenství, ale žádný z nich neuspěl. Proč?

I ve vyspělých zemích tvoří placené poradenství jen menšinu trhu. Drtivá většina připadá na poradce či bankéře, kteří pracují na základě provizí. V Česku k tomu přistupuje ještě nechuť platit za duševní práci. Specifickým rysem českého klienta je přesvědčení, že za „nápad“, „rady“ nebo „tipy“ se neplatí. Vždyť přece nejde o nic hmotného! Nezaplatit v obchodě za rohlík každý považuje za krádež, ale nezaplatit například architektovi za návrh přestavby domu se považuje za normální – pár čar na papíře přece nemůže mít žádnou cenu.

Proto v Česku nefunguje a zatím v dohledné době nebude fungovat systém placeného poradenství v takovém měřítku, které by stálo za zmínku. Proto „finanční poradce“ zároveň automaticky znamená „provizně placený finanční poradce.“ V principu není rozdíl mezi „zvonkařem“, který obchází byt po bytu, a mezi důstojně působícím privátním bankéřem, který sedí v luxusní kanceláři na dobré pražské adrese. Ale v konečném důsledku jsou oba placeni za to, kolik získají klientů a hlavně peněz.

Pokud jsou oba dobří, nehraje roli, kdo je „bankéř“ a kdo pracuje v poradenské síti: na luxusní kanceláře nemají banky monopol. Z hlediska nabídky produktů a služeb je lepší nebankovní poradenská síť, protože není závislá na jedné finanční skupině.

Ani špičkový poradce, ani dobrý privátní bankéř se ke svému postavení nedostane bez práce a talentu. Nebývá zvykem, že by čerstvý absolvent bez praxe dostal jen tak zčista jasna mahagonový stůl a lukrativní klientský kmen. Vše je třeba si vytvořit. Myslí si snad někdo, že k privátnímu bankéři chodí klienti sami? Málokdy. Klienti chodí sami maximálně k bankovní přepážce. I špičkoví privátní bankéři se musejí čas od času vydat do terénu. Čím lepší privátní bankéř, tím častěji se musí pohybovat ve společnosti potenciálních klientů.

Není tedy podstatné, zda mladý adept finančního poradenství začíná v bance anebo v nebankovní poradenské společnosti. Obecně platí zásada, že výhodou banky je sta-

bilní mzda (alespoň do nejbližší restrukturalizace), kdežto u poradenské společnosti je výhodou takřka neomezený kariérní postup.

Existuje ovšem velký rozdíl mezi finančními poradci, kteří skutečně radí, a těmi, kteří pouze prodávají a poradenství spíše předstírají. V České republice asi stěží narazíte na někoho jiného než na provizního poradce – mezi nimi jsou však obrovské rozdíly. V této kapitole si řekneme, jak poznat ty dobré a jak si dát pozor na ty ostatní.

12.2 Lakmusový papírek na špatné poradce

V chemii existuje sloučenina zvaná lakmus, která se zbarví do modra v přítomnosti zásadité látky. Kdybychom tak měli něco podobného, co zmodrá v přítomnosti špatného poradce! Naštěstí existuje pár otázek, jejichž vyslovení způsobí, že může zčervenat sám poradce. A pokud nezčervená, pak alespoň začne mlžit, blekotat nebo koktat.

• Prodává vaše firma akcie Helvag? Znáte aféru Helvag a co si o ní myslíte?

Helvag byla podvodná společnost založená ve Švýcarsku, která byla coby „zaručená“ investice s „vysokým výnosem“ nabízena českým klientům filiálkou jedné německé „poradenské“ společnosti v průběhu let 1997 – 2001. Klienti přišli o více než půl miliardy korun.

Vedení společnosti samozřejmě muselo vědět, že se jednalo o podvod. Nicméně v Česku (na rozdíl od Švýcarska) nikdo nebyl trestán. „Poradci“, kteří klientům prodávali podvod jménem Helvag, působí stále na trhu.

Pokud uvažujete o finančním poradci, položte mu přímou otázku, jak se on a jeho poradenská společnost stavěla ke skandálu Helvag. Bohaté informace o něm lze snadno najít přes Google.com, pokud zadáme vyhledávací termín „helvag“.

• Co soudíte o akciích Immofinanz?

Společnost Immofinanz není podvod, nýbrž seriózní a poměrně velká vídeňská firma, která investuje do komerčních nemovitostí v Evropě, převážně střední a východní. Některé méně solidní poradenské společnosti chybně považovaly Immofinanz za fond a doporučovaly svým klientům investovat do akcií této společnosti značné prostředky.

V průběhu let 2007 a 2008 akcie Immofinanz značně oslabily. Někteří investoři přišli o více než polovinu prostředků. Reakce „poradců“? Mlčení, neochota ke komunikaci, hluché telefony.

Pokud nechcete, aby vám váš finanční poradce doporučil nepřiměřeně rizikovou investici, zeptejte se ho na kauzu Immofinanz. Jestliže bude schopen souvisle a gramotně odpovědět, možná stojí za to s ním strávit více času.

• Jakým způsobem jste placen? Odkud pochází vaše odměna za poradenství?

Je až k neuvěření, že někteří provizně placení poradci předstírají, že radí klientům jen pro jejich blaho, tj. nezištně, bez nároku na odměnu. A klienti předstírají, že jim to věří. Hloupost. Každý poradce pracuje pro peníze, a pokud to není ochoten přiznat, je neupřímný a pryč s ním.

Správná odpověď férového poradce zní: „Ano, jsem placen z provizí. Provize jsou část poplatků, které zaplatíte za finanční produkty nebo služby. Tato praxe je v České republice normální, stejně jako kdekoli na světě. Ale víte co? Ať už budete klientem jakékoli poradenské sítě, banky, pojišťovny nebo investiční společnosti, vždy zaplatíte poplatky. Můžete tyto poplatky zaplatit za poradenství, anebo jen tak, za nic. Vyberte si.“

Dobry poradce nemlží kolem způsobu své odměny. Jen špatny poradce předstírá nezištnost.

12.3 Jak se bránit proti nesolidnímu jednání

Nesolidní finančníci se vyskytují všude na světě. Úřad státního zástupce státu New York vydal doporučení, jak se bránit proti některým nekalým praktikám. Z tohoto užitečného dokumentu vyjímáme:

- Nikdy nesvěřujte peníze firmám nebo osobám, které znáte jen po telefonu nebo na základě rozhovoru s obchodním zástupcem. Nikdy neposílejte peníze na jiné účty nebo adresy, než které jsou uvedené ve smlouvě. Nikdy nedávejte hotové peníze přímo obchodnímu zástupci. Pokud vás někdo bude přesvědčovat k podobným praktikám, uvědomte příslušné úřady.
- Vždy vyžadujte osobní doručení písemných konfirmací obchodních příkazů.
- Velké naléhání na klienta signalizuje problémy. Buďte ostražití vůči komukoli, kdo vám říká „investujte rychle nebo zmeškáte životní příležitost“. Jakýkoli nátlak, zejména pokud není konzistentní s vaším rizikovým profilem a investičními cíli, je varovným faktorem.
- Doporučení založená na „důvěrných informacích“, předpovědi skvělých zisků („za půl roku se vám peníze zdvojnásobí“) a doporučení radikálně zvýšit riziko vašeho osobního portfolia budí automaticky podezření. Pamatujte, pokud něco vypadá příliš dobře, než aby to byla pravda, pak to obvykle pravda není!
- Je zakázáno, aby makléř doporučil klientovi investici, která je nevhodná vzhledem k jeho věku, finanční situaci, investičním cílům a zkušenostem.
- Je zakázáno, aby správce portfolia prováděl jménem klienta nadměrné množství obchodů.
- Zakázány jsou samoučelné obchody bez ekonomického zdůvodnění, například přestup mezi fondy s podobnou investiční strategií.
- Dezinterpretace nebo zamlčování podstatných faktů patří rovněž mezi zakázané praktiky. Mezi podstatné fakty patří zejména rizika spojená s investováním do určitého cenného papíru, poplatky a náklady spojené s investováním, technické a analytické informace, jako jsou například kreditní ratingy.
- Je zakázáno účtovat klientům nepřiměřené přírážky, srážky nebo provize z nákupu či prodeje cenných papírů.

- Je zakázáno garantovat klientům, že neztratí peníze při určité transakci (nemusí se týkat derivátových struktur, například garantovaných fondů!), stejně jako souhlas makléře se sdílením případných ztrát klienta.
- Je zakázáno poskytování konkrétních předpovědí kursů cenných papírů.

Co ještě dodat? Je nutné si důkladně přečíst všechny právně závazné dokumenty, včetně prospektu emitenta cenných papírů, do nichž hodláte investovat. V případě jednotlivých akcií musíme ovšem vzít na vědomí, že tyto dokumenty bývají pouze v angličtině (zahraniční fondy nabízené v ČR však již musejí mít statuty přeložené do češtiny).

V případě nejasností požadujeme vysvětlení a čas na rozmyšlenou. Ověřme si, zda váš makléř nebo správce portfolia má všechny příslušné licence a jaká je jeho vlastnická struktura, případně též kreditní rating.

Mnozí podvodníci používají psychologické manipulativní triky typu „každý ví, že to a to je běžné“ a spoléhají se, že budeme poslušně přikyvovat, protože nechceme vypadat jako neznalec. Není vhodné stydět se přiznat, že něčemu nerozumíme. Jakmile máme pocit, že z vás obchodní zástupce nebo makléř „dělá hlupáka“, rozlučme se s ním slušně, ale rychle.

Klasickým manipulativním trikem, který je s úspěchem používán falešnými hráči již od starověku, je dopřát oběti počáteční iluzi úspěchu. Skořápkář nechá nejprve svoji oběť několikrát pokusně uhodnout, pod kterou ze tří skořápek je ukryta kulička. Když „klient“ několikrát vyhrál nižší částku, získá iluzorní pocit kontroly a je ochoten vsadit vyšší částku. V tom okamžiku je správně psychicky připraven k dokonalému oškubání. Něco podobného používají i falešní finančníci. „Investujte nejprve menší částku, abyste si to vyzkoušel a osahal,“ vybízejí podvodníci potenciální klienty. „Teprve pak můžete s klidem investovat hodně.“

V českých zemích se koncem 90. let rozmohly pokoutní makléřské firmy slibující rychlé zisky prostřednictvím spekulací na měnovém a komoditním trhu. Agenti těchto firem vybírali oběti podle telefonního seznamu, slibovali rychlé a bezpečné výnosy, někdy připravili i „představení“, v jehož rámci ukázali klientovi profesionálně vyhlízející „dealing room“ – velkou místnost plnou počítačů, telefonů a důležitě se tvářících mladých mužů v oblecích. Čeští klienti (vesměs bohatší lidé – podnikatelé, manažeři, dobře placení profesionálové) přišli podle odhadů o finanční prostředky v řádech stovek milionů dolarů. Tyto firmy byly z větší části čistě podvodné – spekulace před klientem pouze předstíraly a veškeré kulisy byly pouze kaširované.

Neklamným a naprosto spolehlivým znamením nesolidnosti je nabídka provize za získání dalšího klienta. Pyramidový marketing (multi-level marketing) může fungovat v distribuci kosmetických výrobků nebo prostředků na hubnutí, pokud však nějaká finanční instituce používá podobné metody prodeje, můžeme si být zcela jisti, že se nejedná o solidní podnik.

Také činnost zcela solidních a zaručeně „nekrimálních“ privátních bankéřů a makléřů je ze své podstaty zatížena konfliktem zájmů. Ten bohužel není vždy jen teoretický. Byl popsán případ pražské pobočky jedné zahraniční banky, jejíž privátní bankéři dostávali odměny v závislosti na velikosti poplatků, které dokázali od klientů získat do správy.

Solidní banku sice lze považovat za záruku, že vaše peníze nebudou „vytunelovány“, avšak za naprostou jistotu kvalitního zacházení s vašimi finančními prostředky ji bohužel stále považovat nelze.

12.4 Riziko poctivé a riziko nepoctivé

Kdo během roku 2002 sledoval český a slovenský tisk, musel dojít ke skeptickému názoru, že lidé jsou nepoučitelní. Finanční vydřiduši řádili od Aše až po Čiernou nad Tisou. Desítky tisíc důvěřivých klientů přišly o mnoho miliard českých nebo slovenských korun.

V Čechách definitivně zkrachovala pochybná makléřská firma KTP Quantum. Na Slovensku spadla lavina krachů pyramidových schémat slibující „zaručené“ zisky v desítkách procent ročně. Tato finanční katastrofa měla jména BMG Invest, AGW, Horizont – a to jsou jen některé nejviditelnější ukázky.

Společné znaky: sliby vysokých fixních výnosů, obskurní investiční strategie, časté používání termínu „obchodní tajemství“, distribuce prostřednictvím sítě dobře placených agentů. V žádném z těchto případů nešlo o podílový či investiční fond regulovaný Komisí pro cenné papíry nebo jiným podobným orgánem.

Aby bylo jasno: za vyšší slibované výnosy se musí vždy a bez výjimky platit vyšším rizikem a poctivý makléř či finanční poradci vždy tuto závislost klientovi vysvětlí.

Příklad vztahu mezi výnosy a riziky podává následující tabulka. Zobrazuje tzv. spread amerických dluhopisů, což je navýšení oproti výnosům bezpečných vládních dluhopisů. Vidíme, že čím horší rating, tím vyšší výnos. U spekulativních dluhopisů s ratingem Caa či CCC s dobou splatnosti 30 let jsme například v březnu 2002 mohli doufat ve výnos o 9,2 % vyšší než u vládních dluhopisů, avšak riziko tohoto typu cenných papírů

Tabulka 12.1 Příklad vztahu mezi výnosy a riziky

Spread amerických podnikových dluhopisů (v setinách procentního bodu; stav k 16. 3. 2002)					
Rating	Doba splatnosti (v letech)				
	1	3	5	10	30
Aaa/AAA	33	53	57	90	108
A1/A+	70	86	93	127	149
A2/A	73	88	95	129	152
A3/A–	76	90	98	132	155
Baa1/BBB+	93	116	130	192	214
Baa2/BBB	98	124	135	197	219
Baa3/BBB–	103	129	140	202	224
Ba2/BB	350	370	380	420	440
Ba3/BB–	360	380	390	430	450
B2/B	520	540	570	650	700
Caa/CCC	735	755	780	870	920

Zdroj: www.bondsonline.com

bylo velmi vysoké – vyšší, než riziko „blue-chips“ akcií velkých stabilních podniků. Vyžadujeme-li bezpečí, musíme se definitivně rozloučit s vidinou vysokých výnosů.

Investice do dluhopisů, i těch se spekulativním ratingem, mají však jednu výhodu: riskujeme pouze „pocitivé“ selhání emitenta, riziko vytunelování je velmi nízké. Na rozdíl od pyramidových schémat (která ze své podstaty dříve či později prostě musí zkrachovat či stát se obětí tunelářů) má investor vlastnické spekulativní dluhopisy reálnou šanci slušného výnosu.

12.5 Varovná znamení – jakým finančníkům se vyhnout

Existují v zásadě dvě skupiny finančníků: ti, kteří dříve či později zkrachují – a pak ti ostatní, kteří dlouhodobě přežijí. Je samozřejmě velmi užitečné tušit, kteří mohou patřit do první skupiny a včas se jim vyhnout. Ale jak?

Viktor Kožený, Victor Niederhoffer, Myron Scholes, Robert Merton, John Meriwether, Martin Armstrong, Richard Dennis, Nick Leeson, Dušan Tejkal, Karel Takáč, František Mojžiš – to je několik jmen spekulantů či finančních podnikatelů, kteří po obrovských počátečních úspěších utrpěli těžké ztráty. Lze-li identifikovat nějakou jejich společnou charakteristiku jako signál možných problémů, rozhodně nepůjde o vzdělání. Scholes a Merton získali Nobelovu cenu za ekonomii za rok 1997, zatímco třeba Leeson měl jen středoškolské vzdělání. Jak úspěchů, tak pádů lze tedy dosáhnout při velmi rozmanité úrovni vzdělání. Ačkoli jistá úroveň vzdělání je nutná (viz podkap. 12.8 *Odborné vzdělání finančních poradců*), ani nejvyšší kvalifikace není postačující podmínkou úspěchu.

Nutnou, avšak nikoli postačující podmínkou dlouhodobě kladných výnosů není ani poctivost. Je normální a dokonce zákonité, že nepoctivec nakonec narazí a ucho džbánů, se kterým tak dlouho chodil pro vodu, se utrhne. Čím větší podvodník, tím dříve zpravidla narazí. Krachy ovšem pronásledují i poctivé investory. Proti Niederhofferovi, Scholesovi, Mertonovi, Meriwetherovi a Dennisovi nelze nic namítnout – nikdy nebyli obviněni, natož pak trestáni. Jejich neúspěchy byly vždy čestné a podle pravidel. Když v roce 1998 Scholes, Merton a Meriwether málem způsobili kolaps světového finančního systému, nebylo jim možné jak po právní, tak ani po etické stránce nic vytknout.

Podstatná není ani délka praxe. Tejkala či Leesona by v době jejich krachu bylo možné označit za „rychlouvašky“, což rozhodně neplatilo pro zasloužilé veterány kapitálových trhů, jakými byli Niederhoffer, Dennis či Meriwether.

Existuje ovšem jeden rys, společný všem jmenovaným: extrémně vysoké sebevědomí, až arogance, doprovázená nedostatkem smyslu pro humor. Finančníci nebo poradci, kteří sami sebe berou smrtelně vážně, mají mnohem vyšší pravděpodobnost neúspěchu než ostatní. Profesor Robert Merton se často choval ke klientům jako k zaostalým žákům, podobně jako Dušan Tejkal. Victor Niederhoffer sám o sobě napsal oslavnou knihu „*Vzdělání spekulanta*“ a Martin Armstrong zvolil za motto své firmy pyšné prohlášení „*Předpovídáme svět*“. Své zatčení pro zanedbání povinností při správě cizího majetku a pokus o zpronevěru ovšem předpovědět nedokázal. František Mojžiš měl ambice shromáždit majetek v hodnotě 255 miliard slovenských korun a spasit slovenskou ekonomiku svými geniálními manažerskými schopnostmi. A tak bychom mohli pokračovat dále.

Naproti tomu skutečně vynikající investoři a spekulanti, jejichž kvality prověřil čas, bývají překvapivě skromní. Lidé jako Warren Buffett, Peter Lynch nebo André Kostolany prosluli svojí neokázalostí a smyslem pro humor. „*Neinvestuji do moderních technologií, protože jim nerozumím*“, říkal vždy Warren Buffett. Na rozdíl od mnoha jiných věděl, na co jeho poznání již nestačí, a nestyděl se to veřejně přiznat. Potlesk pro vás, pane Buffette.

12.6 Proč jsou fondy bezpečné proti pádu

Pád několika významných českých finančních společností v letech 2001 a 2002 (zejména KTP Quantum a Private Investors) vyvolal obavy v řadách individuálních investorů. Nedůvěra, kterou způsobily pády makléřských firem, částečně postihla i podílové fondy. Dokladem toho jsou i následující otázky položené jedním individuálním investorem. Podobné otázky se vyskytují celkem často, a to nejen u příležitosti krachů:

1. Jaký garanční fond odškodňuje podílníky v případě pádu podílového fondu?
2. Jsou zaměstnanci investičních fondů v Irsku, Lucembursku aj. obecně poctivější než u nás, anebo tam jsou fondy zakládány z prostého důvodu, že se jedná o daňové ráje?
3. Jaká je praktická vynutitelnost práva pro českého investora do lucemburského fondu v případě, že opravdu dojde na „lámání chleba“? Kolik stojí advokát schopný vést spor v Lucembursku podle místních zákonů a procesních pravidel?

Jak na tyto otázky odpovědět?

Ad 1. K pádu investičního fondu může dojít dvěma způsoby: vytunelováním (to je česká specialita, jinde ve světě nevídaná – možná ještě tak v Azerbajdžánu), anebo zkrátka tak, že hodnota portfolia fondu postupně klesá, až ke hranici, kdy management uzná za vhodné fond zlikvidovat nebo sloučit s jiným. Zde však nelze dost dobře mluvit o pádu nebo o „vytunelování“, spíše o nevhodně zvolené investiční strategii. Takové případy se u rizikovějších fondů samozřejmě stávají. Jde však o dlouhodobý proces, podílník má obvykle dost času vystoupit, i když nikoli beze ztrát.

V obou případech existence garančního fondu nedává smysl: v prvním případě je zbytečná (viz případ českých kempelíček, kde garanční fond byl k ničemu), v druhém případě je rovněž zbytečná, ale ze zcela jiných důvodů. Nicméně lucemburské investiční společnosti (SICAV) pro jistotu mají jistý ochranný mechanismus: za závazky subfondu ručí ostatní subfondy v rámci daného SICAVu. V praxi je ovšem daleko nejlepším „garančním fondem“ dokonalý dohled a fungující regulační rámec.

Na adresu českých fondů lze rovněž prohlásit, že jejich úroveň se v porovnání se stavem před několika lety neuvěřitelně zlepšila – přinejmenším po regulační a etické stránce. Nedůvěra samozřejmě trvá a bude ještě dlouho trvat, než pomine. Koneckonců, Německo v 70. letech prošlo podobnou zkušeností – a nyní jsou v této zemi podílové fondy nejoblíbenějším investičním nástrojem.

Ad 2. Zaměstnanci fondů v Lucembursku, Irsku aj. možná skutečně poctivější jsou, protože případy nepoctivého zacházení jsou jednak velmi zřídka, jednak jde vesměs o drobné delikty. Jediný významný případ porušení povinností při správě majetku ve fondu se stal v roce 1996 v Británii u Morgan Grenfell Asset Management. Ani v tomto kuriózním případě však podílníci fondu nepřišli úplně o všechno. Proč to tak je: v Evropě

ské unii existuje vláda zákona, regulace kapitálových trhů a podobné instituce nutné pro dobré fungování každé tržní ekonomiky. Třeba je to ale tak, že manažeři v Lucembursku nejsou poctivější než u nás, ale velmi dobře si dovedou spočítat, že porušování předpisů nebo dokonce zákonů by se jim nevyplatilo.

Jak ukázal nositel Nobelovy ceny za ekonomii Gary Becker, výskyt kriminality je nepřímě úměrný pravděpodobnosti dopadení viníka a výši trestu. V případě ekonomické kriminality v tak průhledných organizacích, jakými jsou podílové fondy, je pravděpodobnost dopadení stoprocentní – za předpokladu, že justice funguje. A v Lucembursku, Irsku a Švýcarsku, kde má většina evropských fondů domicil, justice funguje doopravdy, nejenom na papíře.

Ad 3. Na „lámání chleba“ zatím došlo pouze jedinkrát ve výše zmíněném případě. Obviněný manažer Peter Young z firmy Morgan Grenfell Asset Management se k soudu dostavil v sukni, nalíčený červenou rtěnkou a chtěl, aby mu říkali „Elizabeth“. Podle vyjádření lékařů byl opravdu psychicky labilní. Inu, před bláznem nás neuchrání ani vynutitelnost práva.

Nicméně – kdyby došlo k problémům – mohli bychom se spolehnout na to, že bychom nebyli ani jediným, ani nejbohatším podílníkem, jehož práva by byla porušena. Asi bychom se vůbec nemuseli s ničím obtěžovat, práva všech poškozených by byla obhajována hromadně a můžeme si být jisti, že náklady na soud by nakonec hradil viník.

Závěrem – existuje možná ještě lepší garance než dohled a Komise pro cenné papíry. Je to obchodní jméno a jeho hodnota. Představte si, že investujete do fondu spravovaného mnohamiliardovou bankou, která má pobočky na celém světě. Řekněme, že zrovna manažer vašeho fondu provede něco nekalého. Banka má dvě možnosti: buďto nechá klienty na holičkách a bude riskovat, že aféra poškodí její dobré jméno. Například tržní hodnota jména jedné nejmenované velké americké banky dosahuje hodnoty zhruba kolem 20 miliard dolarů. Anebo se o klienty postará, vyvine maximální úsilí ke zdárnému vyřešení celého případu a nebude přitom skrblit penězi – vždyť hodnota dobrého jména je ve finančním podnikání kriticky důležitá. Takže není překvapující, že Deutsche Bank (která převzala Morgan Grenfell krátce předtím, než skandál vyšel najevo) „napumpovala“ do postiženého fondu chybějících 380 milionů liber. Dobré jméno za to zkrátka stojí.

Zdůrazňování bezpečnosti fondů není planou propagandou, což si lze ověřit i na stránkách www.ex.ac.uk/~RDavies/arian/scandals/classic.html. Na těchto zajímavých stránkách, které jsou průběžně aktualizovány, najdeme informace a analýzy o řadě finančních skandálů 90. let. Jsou zde uvedeny skandály v bankách, pojišťovnách, makléřských firmách, penzijních fondech, na akciových a komoditních trzích, dokonce i v jedné centrální bance (v Nairobi)... ale překvapivě velmi málo skandálů v podílových fondech. Z toho pouze jediný (výše zmíněný) skandál se stal v Evropě. Důvod: podílový fond je na rozdíl od banky, pojišťovny či makléřské firmy velmi jednoduchou organizací, jejíž činnost se snadno kontroluje a audituje. Proto bylo v podílových fondech ve světě tak málo skandálů, a proto byla česká zkušenost s privatizačními fondy světově zcela ojedinělá.

12.7 Chcete zůstat milionářem?

Snad každý by se rád stal milionářem. Někomu se to dokonce podaří. Získat velký majetek je však jen první část problému. Tou druhou částí je otázka, jak si nabytý majetek udržet a rozmnožit. Ne každý čerstvý milionář na ni najde správnou odpověď.

Zkušenosti ukazují, že mnozí z nových milionářů o své jmění dříve či později přijdou. Platí to pro osoby, které zbohatly prakticky všemi možnými způsoby: dědictvím, výhrou, vlastním podnikáním. Celkem vzato nepřekvapuje, že dědici a výherci obecně neumějí se svými penězi příliš dobře zacházet. Susan Bradleyová, finanční poradkyně, která se specializuje na „nové zbohatlíky“, uvádí, že do tří let je 70 % výherců velkých částek v loterii opět „na svém“. Také z České republiky jsou známy případy (byť ojedinělé) marnotratných dědiců či restituentů, kteří ve velmi krátké době přišli o všechno.

Někteří novopečení milionáři (zejména s nízkým příjmem a málo kvalifikovaným zaměstnáním, jak uvádí profesor Roy Kaplan z Florida Institute of Technology, autor studie o chování výherců v USA) začnou bezmyšlenkovitě utrácet a pokud přece jen investují, často tak činí velmi neodborně. Často se pak po nákupu luxusního automobilu, cestě kolem světa a po rozvodu (náhlé zbohatnutí představuje potenciál pro vznik nečekaných rodinných problémů, jak uvádí finanční poradce Michael Garrison z West Chatham, Massachusetts) vracejí zpět k montážní lince či za přepážku. Problémy s nezvládnutím bohatství mají však často i umělci a sportovci – profese, které mají k investičnímu managementu obvykle daleko.

Že výherci loterií či dědicové často nezvládnou práci s velkým majetkem, není příliš překvapující. O to více je pozoruhodné, že i mnozí úspěšní podnikatelé mají problémy se zvládnutím svého majetku. Netýká se to pouze dvacetiletých „internetových milionářů“, kteří v letech 1999 a 2000 utráceli za luxusní vozy a nemovitosti, aby se záhy poté vrátili ke svým ojetým Fordkám a k bydlení u rodičů. Staré čínské přísloví praví, že velký majetek nepřežije tři generace („Fu bu guo san dai“); Američané znají podobné úsloví. Nikoli náhodou: existují ekonomické studie, které ukazují, že jen 4 % rodinných firem úspěšně přežije až do čtvrté generace. Jak je to možné?

K zodpovězení této otázky si musíme položit jinou otázku: jaké schopnosti jsou nutné ke zbohatnutí? Stručně řečeno, úspěšní podnikatelé mívají tyto charakteristické vlastnosti:

- podnikavost spíše než teoretické znalosti,
- rychlé reakce,
- pracovitost,
- maximální sebedůvěra,
- maximální soustředění na jedno odvětví podnikání,
- optimismus a nezbytná dávka štěstí.

Tyto vlastnosti či schopnosti jsou tedy potřebné ke zbohatnutí. Jaké schopnosti a přístupy jsou však nutné pro udržení bohatství?

- Nutné minimum teoretických znalostí z oboru financí a investic,
- trpělivost,
- psychická odolnost – schopnost nedělat více, než je nezbytně nutné,
- skromnost,

- orientace na širokou diverzifikaci portfolia,
- zdravý skepticismus, nespolehání se na štěstí.

Je zřejmé, že vlastnosti potřebné k získání velkého majetku jsou v přímém protikladu s vlastnostmi a schopnostmi nutnými k jeho udržení. Často se stává, že úspěšný podnikatel si neuvědomí bod, kdy je nutné změnit strategii, a svůj velký majetek řídí stejně jako v době, kdy byl skromným majitelem malé dílničky či obchůdku. Stane se, že štěstí, které ho dříve doprovázelo, jej opustí, a on se ocitne opět na začátku.

Je mnoho takových, kteří tvrdí: „*Nepotřebuji investovat do cenných papírů, můj vlastní podnik je mnohem ziskovější než nějaké hloupé fondy nebo státní dluhopisy.*“ Toto tvrzení je prvním krokem k návratu do chudoby. Skutečně rozumný podnikatel včas vyčlení část svého soukromého majetku a spravuje jej zcela odlišným způsobem než samotný podnik. Ve vyspělých zemích bývá správa soukromého majetku věcí privátních bankéřů či investičních poradců.

„*Když jsou investiční poradci a privátní bankéři tak chytří, tak proč nejsou sami bohatí a musejí pracovat pro jiné?*“ zní časté uštěpačné poznámky úspěšných podnikatelů. Poradci nejsou špičkoví podnikatelé, mají ovšem znalosti, zkušenosti a schopnosti majetek zachovat a bezpečně jej spravovat. Čím větší majetek, tím složitější je jeho správa. Od jisté výše je profesionální správa majetku nutností, a to z více důvodů. Jde o daně a účetnictví, o správnou diverzifikaci a alokaci aktiv, o finanční plánování a celou řadu dalších nuancí.

Koncem 90. let se mnozí úspěšní podnikatelé s velkou sebedůvěrou rozhodli, že ušetří na finančních poradcích a že si budou své investice spravovat sami ve formě přímých akciových investic. Bez potřebných znalostí však většina z nich dopadla špatně. Makléřská firma All-Tech Investment Group uvedla, že 70 % jejích klientů ztrácí peníze. To bylo koncem roku 1999, kdy akciový index NASDAQ rostl a blížil se svému vrcholu. O rok či dva později, kdy NASDAQ byl zhruba na polovině své hodnoty z konce roku 1999 a klesal dále, bylo ve ztrátě bezmála 100 % laicky spravovaných portfolií – ztráty často přesahovaly tři čtvrtiny investovaného kapitálu.

Jak velké bohatství je zapotřebí, aby se člověk kvalifikoval jako klient soukromé banky? Tradiční švýcarské privátní banky obvykle nemají zájem o klienty, jejichž volný likvidní majetek nedosahuje alespoň 5 milionů dolarů. Důvodem je značná pracovní náročnost: privátní bankéři jsou kvalifikované a dobře placené síly. Ani silná technická podpora jim neumožní pracovat pro velké množství klientů najednou, protože individuální finanční poradenství a správa portfolia vždy zůstane do značné míry „lidskou“ záležitostí – vztahem mezi klientem a bankéřem. Pod úrovní 5 milionů dolarů se hovoří o tzv. „masově bohatých“ klientech („mass affluent“). Těmto klientům jsou nabízeny standardní, snadno automatizovatelné služby.

Náklady na služby privátního bankovníctví se pohybují ve světovém průměru 1 – 1,5 % z objemu spravovaného majetku ročně. Klienti s majetkem přes 100 milionů dolarů typicky platí kolem milionu dolarů ročně, což je částka, která se zhruba rovná nákladům na vydržování vlastního finančního manažera s příslušným technickým vybavením. Pro rodiny s majetkem přes 250 milionů dolarů je běžné mít vlastní kanceláře s pěti

až padesáti zaměstnanci, kteří se starají o rodinné finance. V USA existuje asi 3 500 takovýchto rodinných kanceláří, v Evropě jen asi 200.

Drtivé většině českých čtenářů může čtení o soukromých investičních poradcích a bankéřích připadat jako příběh z jiné planety. Rozdíl je však jen ve výši částek, nikoli v základních principech: za prvé, žádná dobrá rada není zadarmo; za druhé, skutečně úspěšní podnikatelé zaměstnávají finanční profesionály a nedělají si investiční management „na koleně“.

V českých podmínkách, kdy jen málokdo si může dovolit stát se klientem prestižních privátních bank či drahých finančních poradců, je o to důležitější mít alespoň základní finanční gramotnost. Znat nejdůležitější principy investičního managementu je o to důležitější, že odborná úroveň většiny „finančních poradců“ (ve skutečnosti dealerů stavebních spořitelů a pojišťovacích agentů) je obecně dosti nízká.

Svoje finanční znalosti si můžete otestovat pomocí deseti otázek – viz *Příloha: Investiční test*. Podle odhadů je méně než 5 % českých finančních poradců schopno test úspěšně absolvovat (tj. s nejvýše jednou nesprávnou odpovědí). Test je záměrně sestaven z jednoduchých otázek, na něž by měl být schopen správně odpovědět každý investiční profesionál – anebo milionář, který se spoléhá na vlastní finanční expertizu a který hodlá milionářem zůstat.

12.8 Odborné vzdělání finančních poradců

Nutným předpokladem dlouhodobého úspěšného fungování poradenství jakéhokoli druhu (včetně uvedených distribučních sítí) je celkem triviální požadavek, aby poradce měl vyšší profesionální znalosti než jeho klient. Lékař musí rozumět medicíně víc než pacient; daňový poradce musí znát daňovou legislativu lépe než jeho klient; rovněž tak advokát, architekt nebo počítačový specialista musí mít znalosti, které svým rozsahem daleko převyšují běžné znalosti klientely těchto profesí. Mohli bychom tedy logicky očekávat, že též odborné znalosti finančních a investičních poradců budou vysoce převyšovat znalosti klientů, kterým tito poradci radí, jak zacházet s penězi.

Finančního či pojišťovacího poradce nelze pokládat za pouhého prodejce. K jeho činnosti by mělo patřit skutečné poradenství zaměřené na maximální uspokojení potřeb klienta, nejen na okamžitý zisk ve formě provizí. Platí totiž staré pravidlo, že nespokojený klient je horší než žádný klient. Nespokojený klient nejen že nic dalšího nekoupí, ale navíc pomluví poradce a jeho finanční produkty v širokém okruhu svých známých a přátel.

Dokud finanční poradci prodávali jen klasické kapitálové životní pojištění, penzijní připojištění a stavební spoření, požadavky na jejich odborné vzdělání byly nízké. Šlo jen o to znát základní charakteristiku jednotlivých produktů, které byly do značné míry homogenní a málo rizikové. Poradenství se soustřeďovalo převážně na otázky spojené se státními příspěvky, daňovými úlevami a platebním kalendářem – vesměs jednoduché problémy. Případný nespokojený klient měl jen omezené možnosti jak z kapitálového životního pojištění či stavebního spoření vystoupit.

S příchodem investičního životního pojištění („unit-linked“ produkty) a podílových fondů požadavky na odborné znalosti finančních poradců výrazně vzrostly. Nové produkty jsou rizikovější a likvidnější – klient může v případě nespokojenosti z fondu snadno vystoupit.

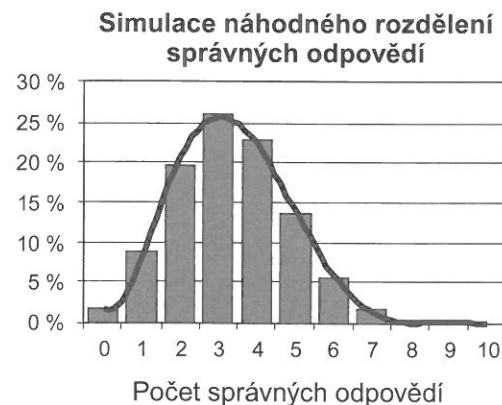
Výnosnost těchto produktů nelze vysvětlit v pojmech státních příspěvků (u fondů žádné nejsou) a připisovaných výnosů (žádné výnosy se nepřipisují, fondy či produkty investičního životního pojištění se oceňují podle aktuálních cen z kapitálových trhů). Hrozí riziko, že nedostatečné vysvětlení všech charakteristik fondů a investičního životního pojištění může vést ke zklamání klienta a následnému odvrácení se od daného produktu – cosi jako dosud přetrvávající zklamání z kuponové privatizace v malém měřítku.

12.9 Výsledky testu znalostí finančních poradců v roce 2001

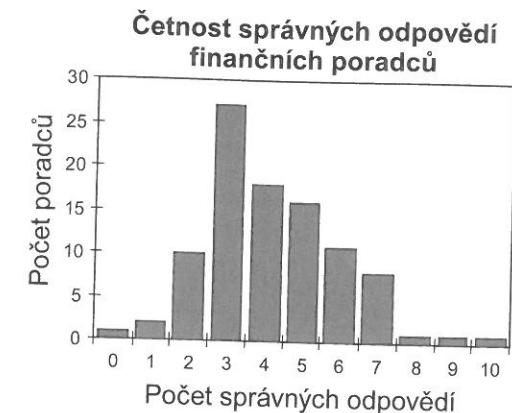
Zhruba v polovině roku 2001 se konala přednáška pro poradce jedné z několika distribučních sítí orientovaných na finanční produkty, které působí v České republice. V rámci přednášky si její účastníci mohli pomocí krátkého testu s deseti otázkami otestovat své znalosti kapitálových trhů, typů finančních investic a jejich chování.

Z hlediska člověka, který se na kapitálových trzích pohybuje, není test nijak zvláště obtížný. (Čtenář této publikace by měl být schopen bezchybně a bez velkého přemýšlení správně zodpovědět všech deset otázek.) Jelikož finanční poradci běžně pracují s finančními produkty, jejichž výnosy jsou ovlivňovány vývojem kapitálových trhů, měli by o těchto trzích něco vědět. Proto by bylo rozumné předpokládat, že chybných odpovědí bude poměrně málo. Podle původních očekávání mělo být z deseti otázek správně odpovězeno nejméně pět odpovědí, obvykle sedm nebo osm, přičemž správná odpověď na všech deset otázek neměla být výjimkou. Skutečnost se ukázala být ve srovnání s očekáváním velmi chmurná. Podle původních představ měly v odevzdaných formulářích převládat testy s minimálně šesti správně zodpovězenými otázkami. Devět nebo dokonce deset správných odpovědí by nemělo být výjimkou, protože odpovědi na otázky obsažené v testu skutečně nevyžadují specializované finanční znalosti a svoji náročností zůstávají na úrovni populárně naučné, nikoli odborné literatury. Výsledné rozložení četnosti správných odpovědí však vypadalo takto:

Jen necelá čtvrtina respondentů zodpověděla správně šest a více otázek. Jen jediný finanční poradce správně zodpověděl všech deset otázek a jeden měl devět správných odpovědí. Největší počet respondentů odpověděl správně na tři otázky, což je výsledek,



Zdroj: Ing. Jan Fridrich



Zdroj: autor

jaký bychom podle statistiky obdrželi, kdybychom odpovídali náhodně (viz graf *Četnost správných odpovědí finančních poradců*). Protože ani zodpovězení čtyř otázek není statisticky rozlišitelné od náhody, můžeme tvrdit, že nadpoloviční většina finančních poradců (z okruhu účastníků testu) nemá naprosto žádné použitelné znalosti finančních trhů a investičního managementu a nemůže tedy klientům v tomto směru poskytnout žádnou kvalifikovanou radu.

Jen asi 10 % respondentů testu (sedm a více správných odpovědí) lze považovat za skutečné znalce, kteří mohou klientovi kvalifikovaně poradit. Bylo by však předčasné hovořit o tom, že 10 % všech finančních poradců dokáže klientovi „přidat hodnotu“.

Musíme totiž vzít v úvahu, že kurs, v jehož rámci test probíhal, byl dobrovolný a že zejména mimopražští účastníci na něj museli obětovat celý den. Nešlo tedy ze statistického hlediska o reprezentativní vzorek finančních poradců, nýbrž jen o anketu mezi těmi, kteří projevují aktivní snahu se vzdělávat a zvyšovat si kvalifikaci. A nejen to: účastníků kursu bylo bezmála 200, z nichž však vyplněné testové formuláře odevzdalo pouze 98. Mnozí, kteří cítili, že test by nedopadl dobře (i když test byl anonymní), pravděpodobně vůbec neodevzdali vyplněné formuláře. Z výsledků testu tedy vyplývá, že méně než 5 % finančních poradců z dané nejmenované obchodní sítě je schopno klientům skutečně poradit.

Stejný test byl proveden i s pracovníky významné české banky. Odborné finanční znalosti respondentů byly opět velmi slabé, ještě horší než znalosti finančních poradců ze sítě. S přihlédnutím ke skutečnosti, že pracovníci oddělení private banking – velké banky v zahraničním vlastnictví by měli sloužit špičkové klientele, je nutno jejich výsledek hodnotit jako nedostatečný.

Dále test absolvovali pracovníci klientského oddělení jisté makléřské firmy. V testu se umístili poněkud lépe, avšak ani jejich výkon nebyl nijak oslňující.

Praktické důsledky nepříznivého stavu znalostí finančních poradců:

- Odborná úroveň nejméně 95 % finančních poradců je jednoduše otřesná (soudě podle zkoumané sítě); jen asi každý dvacátý poradce dokáže klientovi skutečně poradit.

- Nízká odborná úroveň se projevuje také v tom, že finanční poradci běžně šíří a propagují nebezpečné finanční produkty – nelicencované investiční fondy na bázi pyramidových schémat. Tato skutečnost vrhá velmi nepříznivé světlo na celou profesi jako celek a vytváří potenciální hrozbu ztráty důvěry značné části veřejnosti v kolektivní investování (*poznámka: tato pasáž byla psána ještě před krachem KTP Quantum*).
- Pracovníci oddělení privátního bankovníctví na tom nejsou lépe, nicméně alespoň nedistribují pyramidová schémata.
- O obchodní úspěšnosti finančních nebo pojišťovacích poradců nerozhodují akademické tituly, ale faktické znalosti, schopnost argumentovat a vysvětlovat klientům principy fungování finančních a kapitálových investic.

Z testu, který byl k dispozici i na internetových stránkách www.ifondy.cz, dále vyplývá, že mnozí finanční laici mají lepší odborné znalosti než profesionálové. Finanční poradce, který se nevzdělává, se tedy vystavuje riziku, že lépe informovaným klientům (kteří jsou zároveň zpravidla i zámožnější a schopní investovat více) bude připadat jako nedůvěryhodná osoba. Týká se to zejména klientů z nejvyšších dvou příjmových decilů populace, kteří čtou populárně vzdělávací literaturu.

Podle zkušeností jsou odborně vzdělaní finanční poradci zároveň nadprůměrní nebo dokonce špičkoví i v obchodní činnosti: větší znalosti jim poskytují více prodejních a přesvědčovacích argumentů.

Poznámka z roku 2008:

Vyvíjí se kvalita finančních poradců v čase směrem k lepšímu? Existují určité důvody k opatrnému optimismu. Koncem léta 2007 pořádala poradenská společnost Partners první kolo testování svých poradců. K velké úlevě managementu firmy vyšlo najevo, že poradenská síť má mnohem lepší znalosti, než jakých bylo dosaženo v roce 2001, a to navzdory faktu, že otázky z roku 2007 byly mnohem obtížnější.

Zdá se tedy, že poradci na sobě pracují, což ovšem na druhé straně nelze přijímat se sebeuspokojením. Finanční poradce není nikdy dost vzdělaný. A ještě něco: prokázala se kladná závislost mezi úrovní znalostí a obchodními schopnostmi. Názory, že finanční poradce má být především obchodník, nejsou správné. Poradce má umět klientovi poradit, a to kvalifikovaně. Neexistuje omluva pro finanční poradce, kteří ve financích plavou.

13. Ekonomické důsledky eura

„Nedostatek peněz je kořen všeho zla.“

G. B. Shaw

13.1 Silnější než Jágr

Za deset let od května 2000 do května 2010 česká koruna posilovala vůči euru průměrně o 3,6 % ročně. Celkově koruna posílila za toto období o 42 %.

Když se podíváme na americký dolar, vidíme obdivuhodný výkon koruny v podobě 97% nárůstu. Ještě více posílila koruna vůči britské libře: o 100,7 procenta. Vzhledem k tradičně silnému švýcarskému franku posílila česká koruna během deseti let o 30,8 procenta. Oproti švédské koruně posílila její česká sestřenka o 67,1 procenta. Ve srovnání s japonským jenem koruna posílila o 38,3 procenta. A vezmeme-li měnu rychle rostoucí Číny, česká koruna získala oproti renminbi 62 procent.

Ať otáčíme glóblem na všechny strany, ať zkoumáme měny všech možných blízkých i exotických ekonomik, nikde na světě nenajdeme měnu, která by v období posledních deseti let byla silnější než česká koruna. Český hokej je sice silnou stránkou této země, ale vedle české měny bledne i Jágr.

Dobrá. Ale není to jen nějaká nafouklá spekulativní bublina? Kdepak. Především, žádný spekulant by nehnal kurs nějaké měny vzhůru po dobu deseti let. Během této doby, pravda, lze identifikovat pár pravděpodobně spekulacemi motivovaných výkyvů. Celých deset let však svědčí o silném ekonomickém fundamentu. Ten vyplývá mimo jiné i z faktu, že česká ekonomika i po dekadě nejsilnější měnové apreceiace na světě je schopna udržet kladnou obchodní bilanci.

Tato čísla mimochodem vysvětlují, proč Češi nejsou nijak žhaví pro vstup do eurozóny. Ono to není jen tak, vyměnit nadupanou Octavii se silným motorem za vůz značky Renault Twingo, navíc nedávno bouraný. (A ještě ke všemu platit ekonomicky nevyrovnanému středomořskému strýci Georgiovi následky jeho havárií.)

OK, ale není vlastní měna anachronismus? Così jako jezdit na levé straně silnice, když většina světa jezdí vpravo?

Představme si, co by se stalo, kdybychom přijali euro již před deseti lety. Naše příjmy jsou nyní v eurovém vyjádření o 42 procent vyšší, než byly v roce 2000. Kdybychom měli euro a stejnou inflaci, jaká byla ve skutečnosti, byly by naše dnešní příjmy o 29 procent nižší, než jaké jsou s korunou ve skutečnosti roku 2010. (Ověřte si na kalkulačce.)

Anebo bychom mohli mít stejně rychlý růst příjmů, ovšem za cenu vyšší inflace. Cenová úroveň by dnes byla o 42 procent vyšší, než ve skutečnosti je. Na cestu do Německa bychom sice nemuseli měnit peníze a platit poplatky, ale na reálném znehodnocení úspor bychom zaplatili mnohem více. Opravdu by se nám to líbilo?

Ještě více bychom zaplatili v případě finanční krize. Malá otevřená ekonomika bez vlastní měny (anebo s pevnou vazbou na cizí měnu jako Lotyšsko) se snadno stane obětí úvěrové bubliny. Její prasknutí již poslalo do kolen Lotyšsko, Litvu, Irsko, přispělo k bankrotu

Řecka a nyní se ukazuje, že i tak velká ekonomika jako Španělsko čelí seriózní bankovní krizi. Twingo asi nabourá ještě jednou.

Česká republika – pokud vám to ještě nedošlo – se dokázala v posledních letech bankovní krizi vyhnout. Poslední bankovní krizi jsme měli v roce 1997. Tedy v době, kdy česká koruna byla pevně vázána na cizí měny. Podobně jako Lotyšsko. Anebo jako Malajsie, Thajsko a další země před asijskou krizí v tomtéž roce.

Česká ekonomika byla za posledních deset let ve fázi dohánění ekonomické úrovně Západu. A ještě hezkých pár let tam zůstane. Existuje Balassa-Samuelsonův zákon, který uvádí, že cenová úroveň dané ekonomiky je přímo úměrná její výkonnosti. Nelze mít současně vysoce výkonnou ekonomiku, zároveň nízké mzdy a zboží, služby i nemovitosti za hubičku.

Existují dvě cesty k prosperitě: inflační, s pevnou měnou (respektive s eurem) a nízkoinflační, s vlastní měnou, která postupně posiluje. Jak ukazují nedávné i starší zkušenosti, inflační cesta je nákladnější a rizikovější. Česká republika až do roku 2010 zastávala cestu vlastní měny a fungovalo to dobře. Je pravděpodobné, že koruna zůstane ještě po řadu let. Až poté jednou česká ekonomika přijme euro (stane-li se tak vůbec někdy), nebude změna prakticky patrná.

13.2 Co kdybychom měli euro již v roce 2002?

Pokusme se na základě ekonomické fikce odhadnout, co by se dělo, kdyby Česká republika přijala euro již začátkem roku 2002. Scénář vývoje by mohl vypadat asi takto:

Není to dlouho, co se České republice podařilo nemožné. Díky obratné diplomacii vláda dokázala vyjednat předčasný vstup do Evropského měnového systému. Od začátku roku 2002 tedy korunové bankovky a mince patří minulosti. Místo nich používáme stejné evropské bankovky jako obyvatelé většiny zemí EU a euromince s různými národními motivy na rubové straně, včetně portrétu největšího českého génia – J. Cimrmana.

Ačkoli je možná ještě brzy hodnotit úspěšnost tohoto kroku, některé výsledky jsou již zřejmé. Čeští turisté mohou cestovat do většiny západních zemí, aniž by se museli obtěžovat s výměnou peněz a přepočítáváním cen. Exportéři se nemusejí starat o možné posilování koruny, importérům naopak nedělá vrásky možnost jejího poklesu. Výhody plynoucí z přijetí eura jsou natolik zřejmé, že není třeba je příliš zdůrazňovat.

Jsou tu ovšem i nevýhody. Před přijetím eura nebyly tolik zjevné a snad proto nyní působí značné zklamání. Především jde o nebyvalý růst cen. Před přijetím eura se mnozí spokojili s ujištěním, že Evropská centrální banka (ECB) dodržuje přísnou protiinflační politiku, podobně jako desítky let předtím německá Bundesbanka. To je sice pravda, avšak nikoli celá. ECB vskutku dodržuje konzervativní měnovou politiku v rámci celé eurozóny, avšak z podstaty věci nemůže brát ohled na jednotlivé regiony. Jestliže inflace například v Irsku, nebo v České republice překročí přijatelnou mez, ani ECB, ani Bank of Ireland, ani ČNB nemají naprosto žádné možnosti proti růstu cen cokoli podniknout. Vlády jsou též bezmocné, protože administrativní kontrola cen patří na smetišť ekonomických dějin.

Již před vstupem ČR do eurozóny upozorňovali ekonomové na nebezpečí inflace, která se po přijetí eura projevila v rychle rostoucí irské ekonomice. Přesně tentýž efekt nyní

prožíváme na vlastní kůži. Na rozdíl od Irska je ekonomická úroveň České republiky zhruba na jedné pětině až čtvrtině výkonnosti EU vyjádřené v eurech. Budeme-li tedy chtít dohnat výkonnost EU, vysoké inflace se hned tak nezbavíme – můžeme čekat ještě dlouhá léta, možná desetiletí, než poklesne na úroveň běžnou v EU.

Obhájci eura tvrdí, že meziroční inflace ve výši 7 % je přijatelná cena za neexistenci rizika kolísání měny. Zmíněná hodnota 7 % ovšem vychází z oficiální metodiky výpočtu harmonizovaného indexu spotřebitelských cen podle ECB. Tento cenový index ovšem nebere v úvahu značný růst cen bydlení, který byl nevyhnutelným důsledkem přijetí společné evropské měny. V některých lokalitách vzrostly ceny bytů až o desítky procent ročně. V reakci na tento vývoj ČNB varovala před spekulativní bublinou nepodloženou reálným vývojem ekonomiky. Inflace přiměla vládu k zablokování deregulace nájemného, což jen dále zdrazňuje ceny v segmentu volného trhu.

Pokud by se inflace počítala na bázi růstu životních nákladů, dosahovala by hodnot kolem 10 – 15 %. Důsledky jsou zřejmé: výrazně klesá míra úspor, lidé se snaží urychleně zbavit peněz, což vede ke zvýšení agregátní poptávky. Díky ní sice utěšeně roste HDP, avšak rostoucí poptávka žene ceny dále nahoru. Ekonomika je přehřátá. Odbory nejsou spokojeny s průměrným 10% růstem mezd a hrozí stávkami. Před budovou ČNB se konala demonstrace vkladatelů nespokojených se zápornými reálnými úrokovými sazbami v bankách.

Velkou pozornost si v poslední době získala Trutnovská výzva, kterou podepsaly již desítky významných průmyslových podniků. Výzva poukazuje na skutečnost, že vysoká inflace a mzdové požadavky odborů ničí konkurenční schopnost českého průmyslu. „Naše náklady prudce rostou, ale tržby v eurech zůstávají stejné“ komentoval situaci jeden ze signatářů. Výzva požaduje opuštění eura, znovuzavedení české koruny a přísnou protiinflační politiku.

Růst cen v podmínkách rostoucích ekonomik, jejichž měny jsou pevně vázány na cizí měnu nebo které přímo používají cizí měnu, se týká hlavně položek, kde nepůsobí zahraniční konkurence: jde o služby a nemovitosti. Tento poznatek může být důležitý z investičního hlediska.

13.3 Důsledky přijetí eura v Řecku

Během první poloviny roku 2010 prakticky zkrachovalo Řecko. Kdyby nebylo rozsáhlé mezinárodní finanční pomoci, šlo by o první případ platební neschopnosti mezi tzv. tradičními západními zeměmi. Událost měla široké dopady, které v době psaní této části textu (1. červen 2010) ještě nejsou plně zřejmé.

Řecká finanční krize měla dvě dimenze. Tou první z nich byla dlouhodobě zoufale špatná rozpočtová politika. Nastartoval ji bývalý premiér Andreas Papandreu (v úřadě 1981 – 1989 a 1993 – 1996). Ačkoli byl profesí ekonom, v čele vlády sledoval politiku bezohledného utrácení.

Papandreu jako profesor ekonomie věděl, že provádí špatnou politiku. Ale populistická chtivost po moci převládala. Hospodářská politika řeckých socialistů pracovala s veřejnými financemi jako se stranicou kasičkou, kterou lze neomezeně a beztrestně používat na financování permanentní předvolební kampaně. Socialisté zjistili, že tvorba nových

pracovních míst ve státní správě na úkor soukromého sektoru vytváří voliče závislé na vládě a tudíž z podstaty věci levicově orientované.

Růst veřejného sektoru postupně „luxoval“ zaměstnanost v soukromém sektoru. Kariérním snem řeckých studentů se stalo odejít do zahraničí (v případě těch schopnějších) anebo do státních služeb (u těch ostatních.) Soukromý sektor, ze kterého stát pochopitelně žije, dlouhodobě živořil. Konkurenční schopnost ekonomiky byla založena na turistice, olivách, citrusových plodech a výrobcích s nízkou přidanou hodnotou. Takováto ekonomika nemůže unést břemeno tvrdé měny.

V rámci objektivitu je nutno podotknout, že řecká „pravice“ dokonale napodobila praktiky místních socialistů s tím rozdílem, že ještě o něco více lhala. Ale hlavní vinu nese Papandreu starší.

Ještě v roce 1980 činilo řecké zadlužení jen 21 procent hrubého domácího produktu. V roce 1984 to bylo již 41 % HDP, tedy asi tolik, kolik bude dlužit Česká republika koncem roku 2010. A když v roce 1996 Papandreu zemřel, odkázal dluh ve výši 112 procent HDP. Jeho syn Jorgos v roce 2010 řešil, co se zdědělým břemenem.

Řecko by ale mělo problémy i s rozumnější rozpočtovou politikou. Přijetí eura v roce 2001 mělo totiž následující důsledky:

- Snížení úrokových sazeb povzbudilo tvorbu úvěrů (a zároveň mimochodem zlevnilo a usnadnilo také vládní zadlužování). Euro pomohlo nafouknout v řecké ekonomice úvěrovou bublinu, která vytvářela zdání prosperity. V září 2008, kdy propukla akutní fáze finanční krize, mělo za sebou Řecko nárůst bankovních úvěrů o celkem 112 procent za předchozích pět let. Taková „darda“ znamená rychlý růst, ale jen do té doby, než zdroje vyschnou.
- Po přijetí eura se Řecku dlouho dařilo. Hospodářský růst kolísal v rozmezí 3,5 až 5 procent – hovoříme o letech 1999 – 2007. Nezaměstnanost klesala. „Během posledních dvou let se řecké vládě podařilo zařadit dramatický obrát k lepšímu v tom smyslu, že svoji rozpočtovou nerovnováhu dostala do blízkosti evropského průměru,“ pochvaloval si Kenneth Matziorinis ze společnosti Hellas Capital v roce 2007.
- Nadměrná tvorba úvěrů vedla k růstu některých cen a zejména mezd – konkurenceschopnost Řecka, beztak chabá, se ještě zhoršila.
- Světová recese v roce 2009 měla za následek všeobecné zhoršení ekonomických ukazatelů. Bublina nafouknutá eurem splaskla. Nemožnost devalvovat měnu zapůsobila jako závaží na krku. Řecká ekonomika ztratila konkurenceschopnost.
- Zhoršená situace vedla k poklesu zájmu o řecké dluhopisy, což vedlo až k naprosté neschopnosti řeckého státu uplatnit své dluhopisy na finančních trzích.

Řecká krize byla tedy způsobena příliš nízkými sazbami a nepřítelště dobrou pověstí ekonomiky. Měnová politika aplikovaná Evropskou centrální bankou zkrátka nebyla pro Řecko vhodná. I bez krize veřejných financí by tedy Řecko bylo ve špatné situaci kvůli nadhodnocené měně. Devalvace totiž v podobných případech může být vhodné řešení. Pomohla řadě jiných ekonomik po krizi, počínaje USA v roce 1934 až po například Rusko v roce 1998.

13.4 Důsledky přijetí eura v Irsku

Keltský tygr se po éře hospodářského růstu stal nejzadluženější zemí Evropy. Jak se to stalo? Může za to euro. Ale nepředbíhejme.

Z kdysi chudé země se během 80. a 90. let stala respektovaná ekonomika. Irové zachytili trend informačních technologií. Snížení daní v 80. letech nastartovalo hospodářský růst. Inteligentní nastavení podmínek pro podnikání vytvořilo z Dublinu další finanční centrum Evropy se specializací na kolektivní investování.

Irsko dokázalo téměř zázrak při snižování veřejného dluhu. V roce 1986 činil dluh neuvěřitelných 122 % hrubého domácího produktu. V roce 2005 již jen pouhých 28 % HDP. V roce 2009 ovšem dluh vyskočil na 69 % HDP. Prognózy na rok 2012 se pohybují od 85 do 140 % hrubého domácího produktu! Proč?

Příčinou je vývoj objemu bankovních úvěrů. Po roce 2000 byl irský hospodářský růst tažen investicemi do nemovitostí. Nastal gigantický boom. Profesor Morgan Kelly z University College v Dublinu uvádí, že ceny bytů vzrostly ze zhruba čtyřnásobku roční mzdy v průmyslu v roce 1995 na 10 až 17násobek v roce 2007. Tehdy irská realitní bublina vyvrcholila. Ceny poté v roce 2009 poklesly na 8 až 11násobek průměrné roční mzdy. Pokles bude patrně pokračovat, protože šestina bytových jednotek je prázdných, uvádí Kelly.

Nadměrná úvěrová expanze v sektoru nemovitostí a hypoték udělala z Irsku nejzadluženější zemi Evropy. Objem úvěrů nefinančním podnikům a domácnostem činil v roce 2008 asi 210 % HDP. Nyní to bude možná více, protože ekonomika zaznamenala v roce 2009 propad ve výši 17 % oproti roku 2007. Pro srovnání, německé podniky a domácnosti dluží bankám něco přes 90 % HDP, italské, řecké a finské shodně kolem 80 % HDP.

Na rozdíl od Řecka jde v Irsku o úvěry v soukromé sféře, což je ještě horší. Vláda, která se do problémů dostane kvůli vlastní rozmarilosti, může škrtat v rozpočtu, je-li k tomu donucena. Lidé sice zpočátku hartusí, ale škrtky nakonec vedou ke zlepšení. Pokud ovšem banky musejí škrtat v hodnotách poskytnutých úvěrů na aktivní straně svých účetních bilancí, nastává problém. Plošné zhoršení kapitálové přiměřenosti zavání bankovní krizí. A ta hrozí zhroucením celého hospodářství. Bankovní krize je tak velká hrozba, že žádná vláda dlouho neváhá a přispěchá na pomoc.

Z makroekonomického hlediska vždy za každou bankovní krizi vězí špatná, příliš uvolněná měnová politika. Bez nadbytku peněz a nepřiměřeně nízkých úrokových sazeb nemůže bankovní krize vzniknout. Ve Spojených státech byla příčinou hypoteční krize volná politika Federálního rezervního systému, kterou jeho tehdejší šéf Alan Greenspan prosazoval jako odpověď na krizi dot.com, události 11. 9. 2001, válku v Iráku a další pohromy, které během posledních deseti let Ameriku postihly.

V Evropě byla příčina nadměrné měnové expanze jiná. Irsko, jak známo, přijalo euro. Euro nebylo donedávna ničím jiným než německou markou v jiném balení. Úrokové sazby byly nastaveny na úroveň německé ekonomiky s vysokou mírou kapitalizace a relativně nízkým růstem. Ovšem v Irsku způsobilo euro pravý ohňostroj. Nejen v Irsku: k podobnému explozivnímu úvěrovému efektu došlo i v zemích „nalinkovaných“ na euro: Estonsko, Litva a hlavně Lotyšsko.

V příznivých dobách irská ekonomika rostla spektakulárním tempem. Naopak v letech 2009–2010 padala jako kámen, přičemž bankovní krize zdaleka nekončí. Euro zafungovalo jako nejmohutnější zesilovač hospodářského cyklu, který kdy lidstvo vymyslelo.

13.5 Důsledky přijetí eura ve Španělsku

„Není tajemstvím, proč Španělsko je uvězněno v recesi. Země se přidala k eurozóně, aniž by chápala faustovské důsledky tohoto činu, stejně jako ostatní,“ píše britský novinář Ambrose Evans-Pritchard v deníku Daily Telegraph 30. května 2010. Německo bylo podle Evanse-Pritcharda srovnatelně naivní, když si myslelo, že měnová unie bude vedena podle německých předpisů.

Euro způsobilo pokles španělských úrokových sazeb na polovinu, přiznal guvernér španělské centrální banky již v roce 2007. „Jednotná měnová politika znamenala, že přehnaně volné měnové podmínky v naší ekonomice se staly prakticky trvalou záležitostí.“

Reálné úrokové sazby se pohybovaly kolem –2 % v době, kdy úvěrová bublina spěla do vrcholného stádia. Jen v samotném roce 2007 Španělsko postavilo téměř 800 tisíc bytových jednotek: více než Británie, Německo a Itálie dohromady. V roce 2010 tak vznikl převis nabídky asi 1,6 milionu neprodaných bytů, šestkrát více než po vlně levných hypoték o pár let předtím v USA.

Celkový španělský veřejný i soukromý dluh dosáhl hodnoty 270 % HDP.

Ukázalo se, že růst po vstupu do eurozóny byl pouhou iluzí vyvolanou dluhem a jeho krátkodobými stimulačními účinky. Ambrose Evans-Pritchard říká „stejně jako v Británii“, ovšem vzápětí dodává, že Británie vlastní záchranný nástroj. Bank of England a volně plovoucí kurs libry zařídily 20% znehodnocení měny, které rychle zvýšilo konkurenční schopnost, přilákalo turisty, atd.

Naproti tomu Španělsko bez možnosti devalvace (oficiálního snížení kursu) či depreciace (poklesu kursu měny působením tržních sil) má jen možnost snižovat mzdy. Tomu se říká vnitřní devalvace a jde o bolestný, zdoluhavý a často neúčinný proces. Snižování mezd a cen sice může po nějaké době zvýšit konkurenceschopnost, ale sociální i jiné negativní vedlejší efekty bývají vážné. Kromě jiného je třeba vzít v úvahu, že mzdy, ceny a tržby klesají, ale hodnota hypoték, státních i podnikatelských úvěrů zůstává. Domácnosti musejí splácet hypotéky z nižších příjmů, podniky splácejí dluhy z nižších tržeb, atd. Od vnitřní devalvace k bankovní krizi je jen krůček. Zvláště, když finanční trh je ve stádiu splaskající bubliny.

Řešením může být popření cílů nízké inflace ze strany Evropské centrální banky, což by totálně vyvracelo politiku všech německých vlád od roku 1923. Anebo Španělsko odejde z eurozóny, čímž rozpoutá řetězovou reakci paniky a platební neschopnost. Anebo španělskou ekonomiku čeká deset, dvacet nebo více let stagnace. Ani jedna varianta není optimistická.

V konečném důsledku je však nejpravděpodobnějším (a nejméně škodlivým) řešením postup, který začala Evropská centrální banka aplikovat v květnu 2010. ECB začala na veřejných trzích nakupovat státní dluhopisy rizikových zemí, tedy Řecka, Španělska a Portugalska. Bude-li ECB takto pokračovat i nadále, může přispět k objemu peněz

v evropské ekonomice, a tím i ke zvýšení spotřebitelských cen. Lepší možnost řešení krize však nikdo nenavrhl.

13.6 Co by bylo bez eura?

Během let 2007 – 2010 probíhala v USA i v Evropě finanční krize. Byla způsobena různými faktory, ale hlavním byla exploze špatných úvěrů. Proč vznikly špatné úvěry? Protože ekonomika byla zaplavena příliš velkým množstvím levných peněz. Kdo tyto levné peníze „vyrobil“? V USA to byl Federální rezervní systém, v Evropě pochopitelně Evropská centrální banka.

A jsme doma.

Kdyby euro nebylo, světová finanční krize by nejspíše skončila již během prvního čtvrtletí 2009 sanací některých bank a pojišťoven, převážně amerických. V Evropě by jich však bylo mnohem méně a ztráty by byly podstatně menší. Světová hospodářská recese – pokud by vůbec nastala – by byla mělká a kratší. Proč?

- Irsko by během let 2000 – 2007 nezaznamenalo tak velkou explozi úvěrů a po roce 2007 tak velkou kontrakci. Irská vláda by nemusela nákladně zachraňovat banky přetížené špatnými úvěry, z velké části způsobenými neúměrným boomem ve stavebnictví. Irsko by nebylo dáváno do jedné řady se Španělskem, Portugalskem nebo dokonce Řeckem.
- Španělsko by bylo méně zabetonované. Španělské banky by měly menší bilanční sumy, ale o to zdravější úvěrová portfolia. Během let 2000 – 2007 by se méně oslavně psalo o obrovském vzestupu španělské prosperity, ale v letech 2009 – 2010 by nevznikl nelichotivý akronym PIIGS – protože by neexistovala irská ani španělská realitní bublina, tudíž by nemělo co prasknout.
- Itálie by měla lepší obchodní bilanci díky oslabené liře. Na světových trzích by bylo o něco více italských bot a o něco méně čínských. Dále by Itálie měla o něco nižší nezaměstnanost a poněkud menší dluh.
- Zhruba totéž by fungovalo i pro portugalskou ekonomiku.
- Německo by na tom bylo víceméně stejně jako s eurem – ovšem s rozdílem, že recese roku 2009 by byla mělká a méně by poškodila německý exportní průmysl. Německá marka by posílila oproti většině ostatních evropských měn (s výjimkou české koruny), což by snížilo dnes tak často kritizovaný obchodní přebytek Německa.
- Zhruba totéž by platilo i pro českou a slovenskou ekonomiku, protože obě jsou závislé na exportu a na ekonomickém cyklu Německa.
- Řecko by nezaznamenalo éru rychlého růstu objemu domácích úvěrů během let 2000 – 2007, podobně jako Irsko nebo Španělsko. Díky tomu by v případě recese nebyl propad příjmů veřejných rozpočtů tak drtivý. Oslabení drachmy by posílilo export a turistiku, což by zvýšilo objem daňového inkasa. Stinnou stránkou by byla o něco vyšší inflace. Úrokové sazby by byly od roku 2000 mnohem vyšší, což by tvořilo přirozený bezpečnostní mechanismus před přehnaným růstem státního dluhu. Byl to

právě výpadek fungování tohoto mechanismu, který během let 2000 – 2007 umožnil řecké vládě nepřiměřené zadlužování za uměle nízké úrokové sazby.

- Bez eura by v rámci celé Evropy nevznikla úvěrová bublina, s následky jejíhož prasknutí se musel kontinent poté vypořádat. Euro zafungovalo jako gigantický zesilovač hospodářského cyklu. Euro není pevná kotva držící Evropu v bouři krize. Euro je příčinou krize, respektive její hloubky a délky.
- Bez eura by měnové kursy přirozeně kolísaly podle vývoje ekonomických ukazatelů jednotlivých zemí. Volně plovoucí režim je paradoxně nejspolehlivější ochranou proti měnovým spekulantům. Kdyby se v roce 1992 nenacházela britská libra v režimu ERM v pevném kursu 2,95 DEM/GBP, spekulant George Soros by neměl na co útočit a nevydělal by pověstnou miliardu.
- Většina spekulativních útoků a finančních krizí je zapříčiněna existencí nějakých uměle stanovených vazeb nebo koridorů: baltské státy a PIIGS (2008–2010), Argentina (2001), Hong Kong (1998), Rusko (1998), Asie (1997), Česká republika (1997), Mexiko (1995), Velká Británie (1992) – to jsou jen některé příklady měnových a finančních krizí způsobených vazbou jedné měny na jinou anebo přijetím jiné měny do nevhodných podmínek (konkrétně například přijetím eura Řeckem). Totéž mimochodem platí i pro zlatý standard, ale to už je zase jiný příběh.

Uvedený scénář je samozřejmě jen hypotéza. Je to ovšem hypotéza, kterou lze podpořit statistickými údaji, historickými zkušenostmi a ekonomickou teorií. Na opačné straně stojí jen ničím nepodložená víra.

Přes veškeré výhrady se ale domnívám, že euro není špatná myšlenka. Mělo ovšem zůstat omezeno na ekonomiky, které si mohou dovolit tvrdou měnu: Německo, Rakousko, Nizozemí, Finsko, Lucembursko. S trochou dobré vůle Francie a možná i Belgie. Kdyby se chtělo Dánům, Švédům nebo Švýcarům, mohli by rovněž bez větších obav vstoupit. Zda jednou bude mít na euro česká ekonomika, se teprve ukáže. Prozatím je však příliš brzy. Česká ekonomika totiž potřebuje ještě tvrdší měnu, než je euro, aby mohla růst neinflačním způsobem a vyhnout se tak krizím lotyšského typu.

Všechny ostatní státy vstoupily do eurozóny z politických, tedy chybných důvodů. Tato chyba je již nyní nákladná a časem bude ještě dražší.

14. Aktivní investiční management

14.1 Kde aktivní přístup přináší ovoce

Teorie versus praxe

Teorie efektivních trhů praví, že každá informace se již v okamžiku svého vzniku plně promítá do cen akcií, komodit, měn, dluhopisů a čehokoli jiného, co se obchoduje na burzách nebo mimoburzovních trzích. Z této teorie vyplývá, že indexový fond s nízkými poplatky bude patrně tou nejlepší volbou pro většinu investorů.

Proč: protože efektivita trhu prakticky vylučuje možnost úspěšného předvídání růstů nebo poklesů. V situaci, kdy analýzy a časté obchodování nemají smysl, je lepší ušetřit na analytících a obchodnících. Jinými slovy, je lepší rezignovat na aktivitu a spokojit se s pasivní správou. Mnohokrát bylo toto pravidlo testováno a mnohokrát se potvrdilo. Ale je to konečná a úplná pravda?

V první řadě je nutné zdůraznit, že pasivní přístup není všelék. Aktivní přístup je klíčový ve finančním poradenství. V ideálním teoretickém světě podle profesorů Sharpeho, Famy a Frenche by optimální portfolio pro každého investora bylo rovnoměrným mixem mezi indexy akcií, pevně úročených nástroji a všech ostatních možných investic. Ale v reálném světě je všechno jinak. Každý klient je jiný. Každý je jinak starý, má jinou povahu, jiné zkušenosti, jiné zaměstnání a jiné rodinné poměry. Vyskytují se sice určité typologické skupiny, ale už jen samotné určení typu investora je aktivní prací pro poradce – nehledě na mnoho detailů, kvůli nimž nelze každého klienta dokonale „zaškatulkovat“.

Ale zpět k trhům. Investování je živá disciplína, kterou nelze vtěsnat do dogmat. A konečně, i pravidla jsou od toho, aby se porušovala. Existují situace, kdy i efektivní trh se chová iracionálně: informace zpracovává buď nedostatečně, anebo naopak reaguje příliš silně. Dále existují trhy, které efektivní nejsou. Těchto případů je překvapivě dost. Co potom?

Nejprve je vhodné si ujasnit, jaké trhy pravděpodobně budou efektivní a jaké nikoli. Kde tedy můžeme očekávat, že *po většinu času* bude fungovat efektivní trh?

- Vyspělé akciové trhy západní Evropy a Severní Ameriky za normálních okolností.
- Trhy měn vyspělých zemí s režimem volně plovoucího kursu (např. USD/EUR, USD/JPY, GBP/EUR atd.).
- Trhy likvidních komodit: ropa, zlato, neželezné kovy.
- Trhy státních dluhopisů (ovšem s podstatnou výjimkou, ke které se vrátíme).
- Trhy korporátních a bankovních dluhopisů s dlouhou i krátkou dobou splatnosti.

Na jakých trzích naopak můžeme čekat nízký stupeň efektivity?

- Vyspělé akciové trhy v obdobích bublin či depresí.
- Akciové trhy emerging markets (ovšem pozor, pražskou burzu už bychom měli z hlediska informační otevřenosti radit spíše k vyspělým trhům).

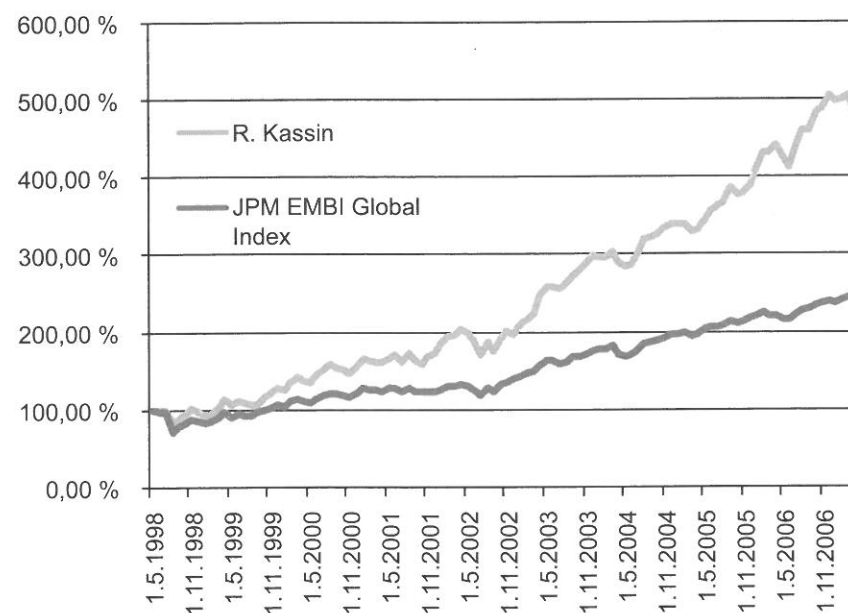
- Trhy měn s řízeným floatingem.
- Trhy méně likvidních komodit – a také některé trhy likvidních komodit v obdobích bublin nebo naopak depresí.
- Trhy státních dluhopisů v případě ekonomik, kde existuje silný podíl nuceného trhu (například pojišťovny či penzijní fondy, které ze zákona musejí investovat velký podíl portfolia do státních dluhopisů).
- Trhy vysoce rizikových dluhopisů (high-yield).
- Trhy derivátů a strukturovaných produktů.
- Trhy nemovitostí.

Seznam neefektivních trhů je značně rozsáhlý! Na všech těchto trzích může aktivní správa portfolia přinést výsledky. Nikoli vždy, nikoli zaručeně, ale může. Věnujme tedy nyní trochu pozornosti konkrétním příkladům.

Příklad: Rafael Kassin a aktivní správa portfolia dluhopisů

Státní dluhopisy jsou relativně jednoduchou a nepříliš záživnou třídou aktiv – tak to alespoň platí ve vyspělých zemích s nízkými úrokovými sazbami. Existují ale i trhy dluhopisů, které jsou vzrušující a výnosné podobně jako akcie. Někdy i výnosnější a více vzrušující. O jaké dluhopisy se jedná?

Jedná se o dluhopisy třídy „high-yield“ neboli rizikové dluhopisy. Jde o obligace podniků, vlád nebo organizací, které jsou z různých důvodů považovány za rizikové: firmy v problémech, vlády nestabilních zemí třetího světa atd. Všude, kde je riziko, jsou i vy-



Zdroj: Credit Suisse

soké úrokové sazby. Ale ne všude, kde jsou vysoké úrokové sazby, je riziko stejně velké. Při vynaložení určitého úsilí a s využitím náležitých vzdělání a zkušeností lze rozlišit skutečně problémové emity od takových, kteří mají reálnou šanci se z potíží dostat, anebo jejich problémy jsou trhem vnímány s přehnanou intenzitou.

Aktivní správa portfolia zde může skutečně přinést výnosy nad úroveň indexu, o čemž svědčí historie fondu spravovaného jedním z elitních manažerů v daném oboru, jímž je Rafael Kassin, dříve z ABN Amro, nyní působí v Credit Suisse (graf na str. 250).

Opticky je patrné, že portfolio řízené Rafaelem Kassinem bylo výkonnější. Obstojí ale Kassin ve statistickém *t*-testu? S průměrným výnosem 20,1 % ročně jasně vede nad průměrným ročním výnosem indexu dluhopisů emerging markets JP Morgan EMBI, který během sledovaného období vydělával 10,7 % per annum. Volatilita Kassanova portfolia (4,4 % p.a.) byla sice o něco vyšší než volatilita výnosů indexu (4,0 % p.a.), ale po dosazení do *t*-testu je výsledek velmi výmluvný. S pravděpodobností převyšující 99 % není Kassinův výsledek dílem slepé náhody.

Hypotézu o neúčinnosti aktivní správy lze tedy odmítnout přinejmenším v oblasti high-yield dluhopisů.

Příklad: Philip Carret, vítěz nad Velkou depresí

Období 30. let máme zafixováno jako éru hlubokého propadu ekonomiky a trhů, kdy se na akciích snad ani nedalo vydělat. Ale dalo!

Fond Pioneer America byl založen roku 1928. O rok později přišel „Černý pátek“, který zdevastoval newyorskou burzu. Nicméně zakladatel a první portfolio manažer fondu Philip Carret ukázal, že aktivně řízený akciový fond může dosáhnout lepší výkonnosti než trh. Ani navzdory depresi nevynechal výplatu dividendy. Tak to pokračovalo během celých 30. let. Těsně před začátkem druhé světové války se Carretovi podařilo jeho nejúspěšnější obchod. Koupil akcie malé cukrovarnické společnosti, protože s válkou předpokládal i vyšší poptávku po cukru. Akcie firmy, které koupil za necelé dva dolary, prodal v 50. letech za stonásobek.

Kromě talentu najít růstové firmy se zde projevila další Carretova vlastnost, která přispěla k velkému úspěchu fondu – trpělivost. Princip delší držby akcií v portfoliu přijali i další manažeři fondu. Obrát portfolia byl na konci roku 2003 jen přibližně 6 %, zatímco průměrný obrát portfolia fondů stejné strategie 86 %. V portfoliu Pioneer America zůstávají akcie v průměru šest až sedm let, některé tituly třeba i déle než 20 let. Akcie společností National City Corp. nebo Bank of New York byly koupeny ještě za Carreta.

Carret nespekuloval na cenu akcie, ale firmy vždy osobně prověřoval a zjišťoval jejich ekonomickou hodnotu. Vydělat uměl i na luxusním mýdle poté, co jeho výrobce koupil Johnson & Johnson, nebo na společnostech, které stavěly přehrady a mosty a kterým se ostatní investoři spíše vyhýbali.

Za období, kdy byl Carret manažerem fondu (až do roku 1983), by se investovaných 10 000 dolarů zhodnotilo na 8 milionů dolarů, tj. téměř o 13 % ročně. To je výsledek, kterým se žádný jiný portfolio manažer na periodě dlouhé půlstoletí nemůže chlubit. Přitom největší propady postihly akciové trhy právě v letech, kdy fond řídil Carret. Není

proto divu, že se první manažer Pioneer America stal také jedním z nejuznávanějších finančníků všech dob.

Po Carretovi řídil krátce fond Paul Mullare následovaný od roku 1986 Johnem Careym. Jeho největší zkouškou bylo obstát před technologickou bublinou ze začátku milénia. V době propadu si fond opět vedl lépe než index. Carey nikdy do portfolia nenakoupil akcie firmy Enron, které se v důsledku účetního skandálu staly bezcennými, ani akcie Tyco, které srazila jiná finanční aféra. Jak Carey v jednom rozhovoru řekl: „*Držím jen akcie firem, kterým rozumím a věřím. Nikdy jsem nepochopil, jak Enron vydělával peníze.*“

Dlouhá historie a stabilní management měly na fond vždy pozitivní vliv. Od svého vzniku byla výkonnost fondu za každých deset let kladná, přestože od roku 1928 postihlo americký trh sedmnáct velkých propadů. Během nich se portfolio manažerům podařilo vždy, vyjma období začátku 80. let, překonat srovnávací index.

Aktivní správa portfolia: dogma versus skutečnost

Každý student financí se v úvodním kursu naučí základní zásadu moderní teorie portfolia: kapitálové trhy jsou efektivní, což znamená, že zpracovávají všechny důležité informace prakticky již v okamžiku jejich vzniku. Hodnota akciového indexu v daném okamžiku představuje podle této hypotézy nejlepší odhad součtu budoucích diskontovaných zisků trhu. A protože nové informace nelze z podstaty věci předpovídat (jinak by nešlo o informace), znamená to, že ani výnosy či ztráty akciových trhů nelze předvídat.

Praktický důsledek: aktivně spravovaná portfolia nemají šanci konzistentně překonávat průměr trhu. Lepší je tedy investovat do pasivně řízených indexových portfolií s nižšími poplatky, případně nástrojů typu ETF. Zanechte nadějí na vyšší výnosy, vždyť průměr je také dobrý.

Hypotéza efektivních trhů má svůj racionální základ, je důležitou součástí teorie a každý finančník ji musí znát. Nicméně v ekonomii platí, že pokud určitou teorii aplikujeme do krajnosti, stává se z ní dogma. A dogmata jsou od toho, aby se překonávala.

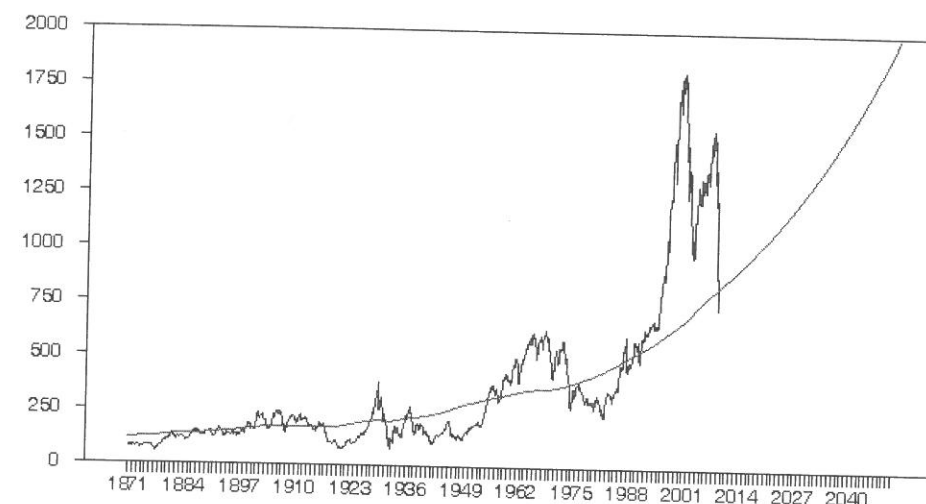
Hypotézu efektivních trhů formuloval v 70. letech profesor Eugene Fama. Hypotéza měla neuvěřitelný úspěch. Indexová nebo kváziindexová portfolia se stala standardem. Investoři přestali myslet a analyzovat. Stačilo kupovat akcie v podobných proporcích, v jakých byly zastoupeny na trhu. Pokud však investoři masově přestávají analyzovat, trh se stává hříčkou fám, spekulativních horeček a bublin. Tyto bubliny posléze praskají a trh se pro změnu stává obětí katastrofálních propadů a medvědích trhů, které mohou trvat i několik let.

Období 1999 – 2009 bylo jednou velkou sérií spekulativních bublin a následných depresivních propadů. Výkyvy akciových trhů nabyly tak obrovských rozměrů, že je zkrátka nelze skloubit s realitou: ani bubliny ani jejich prasknutí z období 1999 – 2009 nelze totiž vysvětlit fundamentálními údaji. Dokonce ani racionálními odhady fundamentálních údajů.

Když mají zastánci hypotézy efektivních trhů nabídnout vysvětlení takto vysoké volatility, schází jim argumenty. Ani profesor Eugene Fama není schopen nabídnout silnější argument, než že „*řeči o bublinách na trhu mě skutečně vytáčeji.*“ Faktem je, že vývoj trhu v posledním desetiletí není ani s velkou dávkou fantazie vysvětlitelný pomocí hypotézy efektivních trhů.

Ale již v roce 1981 poukázal profesor Robert Shiller na skutečnost, že ceny akcií jsou evidentně více volatilní, než by měly být v souladu s hypotézou efektivních trhů. „*Za předpokladu, že ceny akcií jsou optimálním prediktorem budoucí hodnoty, neměly by zbrkle skákat, když fundamentální hodnota roste podél hladkého trendu,*“ poznamenává Shiller.

Akciové indexy ovšem ve skutečnosti poskakují velmi zbrkle kolem vnitřní hodnoty, kterou profesor Shiller zpětně spočítal pro období od roku 1871 a extrapoloval do budoucnosti. Je evidentní, že trh se v průběhu času velmi zhusta a zásadně mýlí. Je očividné, že akciové indexy se po dlouhá léta (nebo i desetiletí) zásadně vzdalují od fundamentálně oprávněných hodnot.



Zdroj: prof. Robert J. Shiller

Tyto výkyvy jsou poháněny iracionalitou, falešnými nadějemi i obavami, davovým chováním euforického i depresivního rázu. Proč? Člověk není robot, nýbrž bytost plná emocí. Člověk není schopen nezaujatě hodnotit všechny důležité informace a s chladnou logikou je promítnout do tržního chování.

Nabízí se myšlenka, zda by nebylo lepší namísto emocí zatížených lidí použít pro racionální investiční rozhodování nějakého chladně uvažujícího „robotu“. To ovšem není tak snadné. Trhy jsou sice z větší části poháněny emocemi a iracionálními výstřelky – ale zkuste odfiltrovat od těchto emocí užitečnou informaci. Je to obtížnější, než se zdá na první pohled. Většina jednoduchých pravidel selhává. Složitá pravidla mají jinou nectnost: fungují jen během určitého období a pak selhávají zcela. Můžete strávit analýzou trhů celá léta, a přesto se ani o krok nepřiblížit nalezení správného předpisu, jak investovat.

Příklad: QUAM – kvantitativní investiční strategie

Kdyby nalezení správných pravidel pro investování bylo snadné, mohl by podle nich investovat každý. Což se neděje. Daleko častěji se setkáváme s „perverzním“ chováním drobných investorů: (a) nakoupit akcie draze uprostřed euforie; (b) prodat akcie levně

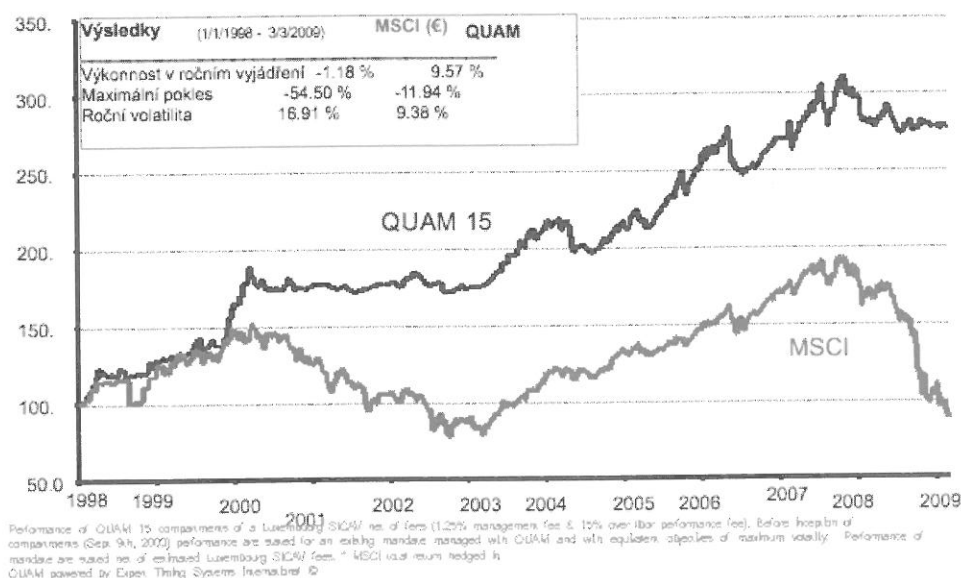
během období paniky. Ale správná pravidla pro investování reálně existují a lze je najít. Svědčí o tom příklad investičních strategií QUAM.

Parworld QUAM 15 je globální fond fondů zaměřený na dosahování absolutních výnosů. Svoji úspěšnost prakticky prokázal během všech fází trhu. Základem úspěchu je model, který časuje složení portfolia mezi akcemi, dluhopisy a peněžním trhem.

Fond QUAM 15 je spravován výhradně podle matematického modelu: jakýkoli vliv lidské psychologie je zcela odfiltrován. Kvantitativní správa aktiv (QUAM) omezuje riziko poklesu hodnoty podílového listu na 15 % od historicky dosaženého maxima.

Portfolio fondu tvoří likvidní akciové, dluhopisové fondy a fondy peněžního trhu. Nejsou stanoveny žádná geografická ani odvětvová omezení.

Investičním poradcem je Compagnie Benjamin de Rothschild S.A. se sídlem v Ženevě. Jméno „Rothschild“ je mimochodem samo o sobě zajímavé, protože se asi nenajde nikdo, kdo by je neslyšel. Tato čistě psychologická obchodní výhoda ovšem nic nemění na faktu, že investiční strategie je čistě „strojová“ a tudíž nepodléhá náladám, euforiím ani panikám. Výkonnost fondu ve srovnání s indexem je přesvědčivá:



Zdroj: BNP PARIBAS

Investiční strategie QUAM je živým experimentem, který dokládá, že profesor Shiller má pravdu: trhy nejsou plně efektivní, existuje šance na jejich překonání. Je čas na aktualizaci nebo možná důkladné přepsání standardních učebnic financí. Je to práce navíc, ale práce, která potěší.

Příklad: C-Quadrat – trendy existují a lze je sledovat

Fondy C-Quadrat se již ve svém principu liší od tradičních „pseudoindexových“ fondů. Nemají žádný stanovený benchmark. Cílem je absolutní výkonnost.

Jak je tento cíl plněn? Řízení fondů spočívá ve sledování trendů. Neexistuje žádný investiční výbor. Nesledují se žádné fundamentální analýzy ani zprávy z finančních trhů. Namísto investičního manažera fondy řídí počítač se speciálním algoritmem.

Jak počítač sleduje trendy? K dispozici je databáze zhruba deseti tisíc nejrozličnějších fondů, indexů a jednotlivých akcií. Sledují se akcie, dluhopisy i peněžní trh. Vyhodnocování trendů probíhá čistě algoritmicky. Psychologie má nulový vliv. Když počítač dojde k názoru, že se mění trend, vyše automaticky obchodní příkaz. Algoritmus pro sledování změn trendů je poměrně složitý, nelze jej jednoduše napodobit. Jeho vývoj není triviální, což je důvod, proč je na trhu poměrně velmi málo podobně zaměřených investičních společností a fondů.

Trendy se sledují v horizontu 3 až 8 týdnů, což znamená, že se nepraktikuje rychlé obchodování (intraday trading).

Fondy C-Quadrat se snaží obchodovat poměrně málo. Zpravidla je to jen jednou týdně (ve čtvrtek). Cílem je minimalizace obchodních nákladů. Pouze v případech hlubokého poklesu, kdy se algoritmus snaží minimalizovat ztráty.

Tato investiční strategie je unikátní nejen proto, že její nastavení je technicky dosti obtížné (mnohem náročnější než tradiční výše popsany management.) Jde i o to, že sledování trendů je v rozporu se všeobecně vyučovanou hypotézou efektivních trhů. Ta tvrdí, že čistě technická analýza by podle převládající finanční teorie neměla fungovat.

Skutečností však zůstává, že fondy C-Quadrat si vedly během posledních dramatických několika let velmi dobře. Během krizového roku 2008 byly sice rovněž ve ztrátě, ovšem mnohem menší než drtivá většina konkurence. Naopak během růstového roku 2009 zachytily vzestupný trend (i když autor systému, pan Peter Willert, si stěžuje, že nástup býčího trhu počítač zachytil příliš pozdě).



Zdroj: Conseq.cz

Graf na str. 255 zobrazuje výkonnost aktivně řízeného fondu C-Quadrat ARTS Balanced a typického tradičně řízeného fondu CS PF Balanced. Výkonnost je převedena do české koruny. Vidíme, že fond založený na bázi sledování trendů se dokázal s obdobím finanční krize vypořádat mnohem lépe.

14.2 Bubliny, recese a ekonomické recese

O bublinách a jejich mechanismu bylo již napsáno dost. Při všeobecné euforii jde efektivita trhu stranou, protože trh se v takovýchto časech chová zcela iracionálně.

Zajímavý je rovněž vliv ekonomických recesí na ceny akcií. Také během období hospodářských poklesů a makroekonomických potíží se projevují významné neefektivnosti trhu vyplývající z psychologie investorů. Každá hospodářská recese znamená nižší zisky podniků a nižší příjmy domácností, takže i méně peněz k investování. Zdá se proto ekonomicky logické, že akcie v takovýchto podmínkách musejí klesat. Ale o kolik procent mají akcie „správně“ klesat na začátku recese? A o kolik procent mají vzrůst na jejím konci?

V poválečném období existovaly pouze dva roky, kdy americká ekonomika poklesla v nominálním vyjádření, a to nejvýše jen o 0,71 % – stalo se to v roce 1949. Celkově byla směrodatná odchylka výnosů akciových indexů (volatilita) v poválečném období nejméně desetkrát vyšší než směrodatná odchylka růstu hrubého domácího produktu. Přeloženo do normální řeči: burza bývá považována za barometr ekonomiky. Čísla ovšem ukazují, že tento barometr reaguje na ekonomické výkyvy nejméně desetkrát citlivěji, než by měl.

Tabulka 14.1 Porovnání odchylky HDP americké ekonomiky a odchylky výnosů akciových indexů

Volatilita ekonomiky (HDP)	Volatilita akcií (S&P 500)
1,21 %	16,82 %
Období 1986–2006	Období 1986–2008

Zdroj: *finance.yahoo.com, Bureau of Economic Analyses, vlastní výpočty*

Zesilovačem burzovních pohybů je psychologie a davové chování. Spekuluji veřejnost si do strohých ekonomických zpráv barvitě promítne své touhy, obavy, naděje i noční můry. Výsledkem jsou nepřiměřené nárůsty cen akcií v dobách euforií, eventuálně nepřiměřeně hluboké propady v dobách recesí. Propad akciových trhů začátkem recese je převážně psychologický jev. Veřejnost si přečte nepříznivé makroekonomické zprávy, vynásobí je faktorem deset až dvacet, a začne masově prodávat akcie.

K tomuto jevu ovšem zpravidla dochází, když je recese již v pokročilém stádiu a začíná oživení. Nikdy totiž nejsou k dispozici včasné údaje o začátku recese, protože statistiky bývají zpožděné. Uprostřed recese však není dobré akcie prodávat, nýbrž naopak kupovat.

Bohužel přesné datum začátku a prostředku recese se vždy dozvíme až pozdě. Burza tedy funguje jako hodně zpožděný barometr. Zpravidla signalizuje recesi, která už je na ústupu. Toto zpoždění dosahuje rozměrů několika měsíců. A často burza klesne i bez recese – z jiných důvodů. Mezi ně může patřit politické riziko anebo mezinárodní vlivy.

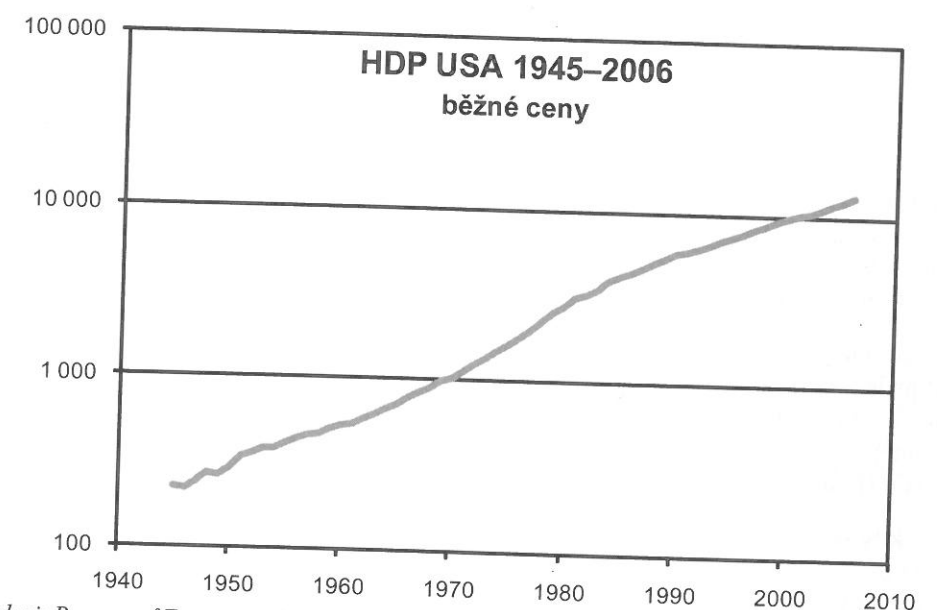
Vzhledem ke globalizaci reagují na špatné makroekonomické zprávy například z USA i trhy, které jsou ve zcela jiné fázi hospodářského cyklu. Například v období říjen 2007 až únor 2008 klesaly téměř všechny burzy na světě, protože makroekonomické údaje

signalizovaly recesi nebo přinejmenším závažné zpomalení ve Spojených státech. Ačkoli česká ekonomika byla právě v růstové fázi cyklu, pražská burza se přesto prudkému poklesu nevyhnula.

Burza je tedy chabým měřicím přístrojem: na ekonomické vlivy reaguje přehnaně, s velkým zpožděním, často reaguje bezdůvodně a kromě toho je tento „barometr“ silně ovlivněn chováním barometrů v jiných zemích a na jiných kontinentech.

Dlouhodobě však burzovní indexy oscilují kolem potenciálního růstu HDP. To v praxi znamená, že nepřiměřený pokles bývá následován korekcí směrem nahoru. Po recesi totiž přichází oživení a s ním i nová vlna endorfinu a pocitů slasti v mozcích investorů.

Jak je patrné z grafu, vývoj americké ekonomiky je z dlouhodobého hlediska překvapivě stabilní. Podobný graf by bylo možné ukázat i pro hlavní západoevropské ekonomiky v poválečném období. Tu a tam dojde k mírnému zakolísání: přechodně poklesnou zisky firem a příjmy domácností, dočasně vzroste nezaměstnanost. Trh nikdy nebude dokonalý jako švýcarské hodinky, recese budou i v budoucnosti.



Zdroj: *Bureau of Economic Analyses*

14.3 Kdy a proč se vyhnout dluhopisům

Státní dluhopisy jsou ve standardních ekonomických učebnicích „inzerovány“ jako bezrizikové cenné papíry. Technicky vzato to může být částečně i pravda, pokud jde o včasné a úplné splácení úroků a jistiny. Ale v investiční praxi nejsou státní dluhopisy nikdy bezrizikové.

Příčinou jsou dva druhy rizika:

- riziko úrokových sazeb;
- riziko inflace.

Rostou-li úrokové sazby, rostou i výnosy do doby splatnosti dluhopisů. To znamená, že klesají jejich ceny. Význam rizika inflace je zřejmý.

Jak toto vše souvisí s aktivní správou portfolia? Trendy v inflaci a úrokových sazbách lze částečně předvídat, proto je zde určitý prostor pro aktivitu. Zásadní strategická rozhodnutí s dlouhodobou platností ovšem plynou z jiného faktoru. Tím je dlouhodobá deformace trhů státních dluhopisů v důsledku zákonů a regulací.

O jaké regulace se jedná? Mnozí institucionální investoři mají zákonem přikázáno investovat minimální objemy portfolií do státních dluhopisů. Jde například o penzijní fondy nebo o technické rezervy kapitálového životního pojištění. Například české penzijní fondy vlastnily koncem roku 2007 dluhopisy v hodnotě téměř 127 miliard dolarů, z čehož téměř 99 miliard připadalo na dluhopisy státu a státních institucí. Držbu státních dluhopisů českými pojišťovnami bylo možno odhadnout na zhruba 200 miliard dolarů.

Znamená to, že bezmála 40 % domácího dluhu české vlády bylo prakticky nuceně nakoupeno jen dvěma typy subjektů. Penzijní fondy a životní pojišťovny tedy vytvářejí zaručenou poptávku po státních dluhopisech. Protože poptávka zvyšuje cenu a snižuje úrokové sazby, toto uspořádání je výhodné pro stát, protože umožňuje levnější financování dluhu vlády.

Co je výhodné pro stát, není výhodné pro investory. Čím vyšší nucená poptávka, tím nižší výnosy. Na jaře 2008 se například výnosy do doby splatnosti (úrokové sazby) českých státních dluhopisů pohybovaly od 4 % (doba splatnosti v roce 2009) do 5 % ročně (doba splatnosti rok 2057). Počítáme-li s poplatky a náklady, drobný investor musí počítat s nominálním výnosem asi o procentní bod nižším. To vše při inflaci, která během dotyčného období převyšovala 7 %.

Státní dluhopisy tedy nabízejí vládě levné financování dluhu, investorům pak „bezrizikovou“ příležitost jak přijít o peníze. Při takto nízkých úrokových sazbách jsou výnosy plynoucí z poklesu úrokových sazeb velmi nepravděpodobné. Naopak je mnohem pravděpodobnější, že v budoucnosti vzrostou buď: (a) úrokové sazby, přičemž poklesnou ceny dluhopisů; (b) anebo inflace, která by dluhopisy reálně znehodnotila; (c) anebo obojí.

Situace, kdy jsou úrokové sazby v absolutním vyjádření nízké a kdy hrozí růst inflace, je přesně tím typem trhu, kdy je optimální se dluhopisům pokud možno úplně vyhnout. Penzijní fondy mají smysl kvůli státní podpoře, životní pojištění kvůli daňovým úlevám. Jinak dluhopisové investice nemají smysl: kdo touží po nízkém riziku, nechť dá přednost fondům peněžního trhu nebo termínovým vkladům.

14.4 Recese a investování: otázky a odpovědi

Server Finmag.cz jako první český finanční informační zdroj předpověděl recesi v USA v roce 2008. Stalo se tak již 1. října 2007. Článek „Špatné zprávy, dobrý konec“ tehdy uváděl: „...recese v roce 2008 bude. (...) Špatná zpráva: akcie, zejména americký akciový trh, utrpí poklesem ziskovosti firem. (...) Akcie budou v následujících měsících nutně vykazovat vyšší volatilitu.“

Během několika měsíců od té doby akciové indexy v nejrůznějších částech světa skutečně šly dolů řádově o desítky procent. Co z toho prakticky vyplývá? Je recese jen neškodná

epizoda anebo může být předzvěstí zkázy finančního světa? Anebo se na recesi dá dokonce vydělat?

Co je to vlastně recese?

Recese je „technicky“ definována jako období dvou po sobě následujících čtvrtletí se záporným hospodářským růstem. Jiná definice zní „významný pokles ekonomické aktivity trvající déle než několik měsíců.“ V praxi mezi těmito dvěma definicemi není podstatný rozdíl.

Recese bývá doprovázena poklesem zaměstnanosti, poklesem podnikových zisků, zvýšením nejistoty a volatility na akciových trzích.

Jak dlouho může recese trvat?

Recese jsou projevem ekonomického cyklu – což napovídá, že přicházejí a zase odcházejí. Hospodářský cyklus ovšem není cyklem v matematicko-technickém smyslu, což znamená, že neexistuje pravidelná perioda ani amplituda.

V průběhu 20. století se postupně zkracovalo trvání recesí, zmírňoval se jejich průběh a prodlužoval se interval mezi nimi. V poválečné době v USA trvaly recese průměrně 11 měsíců; poslední recese z roku 2001 trvala 8 měsíců. Neplatí ovšem zcela mechanicky, že během recese akcie klesají a po jejím ukončení opět rostou.

Jak se zpomalení ekonomiky promítá do akciového trhu?

Pochopitelně nepříznivě. Recese znamená ohrožení podnikových zisků, což pochopitelně akcionáře netěší. Akcie proto zpravidla klesají již dlouhou dobu předtím, než je recese oficiálně vyhlášena. Akciové trhy se někdy považují za časný indikátor recese – což je užitečné pro makroekonomy, bohužel nikoli pro investory.

Pokles akcií během recese však není jednostranně špatná věc. Proč? Představuje sice nepříjemnost – hlavně pro nezkušené investory, kteří mají potíže psychicky vydržet období poklesu – ale zkušeným investorům nabízí možnost kupovat akcie se slevou. Každá recese totiž dříve či později skončí a její dopad na zisky akciových společností je v širokém průměru pouze dočasný. Pro zkušeného a disciplinovaného investora je recese lákavá příležitost.

Lze během recese vytipovat nejlepší okamžiky pro investování nebo naopak prodeje akcií?

Ne. Ani nejlepší ekonomové nedokážou včas stanovit ani začátek recese, ani její konec, ani nejhlubší bod, kdy je trh v nejhorším psychologickém stavu a tudíž akcie nejlevnější.

Jak tedy investovat během recese? Nejprve návod, jak neinvestovat:

- Laický investor vidí v televizi reportáž o rostoucím akciovém trhu. Když takových reportáží v různých médiích vidí, slyší a čte vícero, začne uvažovat o tom, jak „zbohatne“ na akciích.
- Po dlouhém zvažování laický investor vrhne většinu svých úspor do akciového trhu; zvolí „pro jistotu“ nejagresivnější dostupné akcie a fondy, aby vydělal co nejvíce.

- Zanedlouho nastane recese a náš laický investor bezmocně pozoruje, jak hodnota jeho majetku klesá o desítky procent. Někteří v této situaci poprvé zavolají investičního poradce, aby jim prozradil kouzelnou formuli, jak situaci zachránit.
- Trh stále klesá, zprávy v médiích jsou stále chmurnější. V momentě nejhlubší psychologické deprese, kdy televize vysílá archivní záběry z „Černého pátku“ roku 1929, přijme laický investor tvrdé rozhodnutí, aby zachránil alespoň něco: navzdory radám investičního poradce prodá vše a přísahá, že do smrti se bude držet termínových vkladů.
- Vzápětí po kompletním výprodeji, kdy laický investor prodá všechny cenné papíry se ztrátami v řádech desítek procent, se směr trhu obrátí a akcie začnou růst. Laický investor si zoufá, ale akcie nekupuje: co když se směr znova obrátí dolů?
- Recese dávno přejde, akcie rostou již několik let, ale náš laický investor má ve věci jasno: „*Akcie jsou neuvěřitelně rizikové a nesmírně náročné na informace. Pokud nemáte důvěrné speciální informace, nemáte na akciovém trhu šanci. A můj investiční poradce? Ten mi vůbec nepomohl!*“

Tento vzorec chování je bohužel velmi typický pro laické investory ve všech zemích světa. Nelze očekávat, že jednou bude finanční vzdělanost české populace taková, aby vyloučila podobné chování. Jak se však investor má chovat během recese? Takřka přesně opačně:

- Nezačínat s investováním do akcií v době, kdy burzy již několik let nepřetržitě rostou. V takové době je naopak statisticky pravděpodobné, že růst bude přerušen.
- Kdy je nejlepší doba začít investovat? Přece v průběhu recese, kdy jsou akcie levné!
- Je lepší začít s poradcem hned, nebo čekat na problémy. Důležité je vzdělání: investor, který unikne základním laickým chybám, hodně peněz ušetří. A jak říkal klasik: „Učte se, učte se, učte se.“ (Všichni čtenáři jistě poznali, že tím klasikem je míněn Konfucius, čínský filosof, 551 – 479 př. n. l.)
- U akcií je důležitější disciplína než informace; kdyby informace byly klíčem k úspěchu na burze, nejbohatšími lidmi na světě by byli redaktori zpravodajských agentur. I velmi dobře informovaní lidé však mohou těžce trpět, pokud nedodržují elementární disciplínu.
- Elementární disciplínou je míněno zejména pravidelné investování. Základním východním předpokladem rozumného investora by mělo být skromné konstatování, že tipovat vrcholy a hloubky trhu nelze. Zkušenosti investoři se mohou pokoušet porušovat toto pravidlo, v rozumných mezích, ovšem. Začátečníci by neměli.
- Pokud se chystáme porušit pravidlo – archivní záběry z roku 1929 bývají dobrým nákupním signálem!

Ne vždy však po ukončení recese nastane oživení akciového trhu. V roce 2001 trvala recese jen osm měsíců, avšak akciové trhy přestaly klesat až na jaře 2003. Bylo tomu tak proto, že v roce 2001 byly trhy silně nadhodnocené v důsledku technologické spekulativní bubliny. Bylo zapotřebí několika let, než se poměr P/E dostal do rozumných hodnot. (Jak poznáme „rozumnou“ hodnotu P/E? K tomu se dostaneme později.)

Optimální investiční strategie během recese

Pro naprostou většinu drobných investorů je pravidelné investování zdaleka tím nejlepším řešením, jak přežít recesi. Ukážeme si příklad recese z roku 2001, po níž následovalo ještě dlouhé období poklesu nadhodnoceného trhu.

Následující graf ilustruje, jaké by byly „osudy“ jednoho milionu euro investovaného v roce 1997 jednorázově, respektive pravidelně. Jako podkladový instrument je použit akciový index MSCI Germany v domácí měně. Předpokládá se, že pevně úročené investice nesou průměrně 3 % ročně.

Je zřejmé, že celkový výnos během desetiletého období by byl v obou případech téměř stejný, tj. zhruba 5,5 %. Investor, který by však celý milion euro investoval jednorázově do akciového trhu, by zažil velmi hluboké propady: volatilita ve srovnání s programem pravidelného investování byla zhruba 2,7násobná.



Zdroj: autor



Zdroj: autor

Ještě podstatně lepších výsledků by dosáhl pravidelný investor, který by na trh vstoupil v nejnevhodnější okamžik, kdy růst vrcholí a začíná „medvědí trh“:

Zatímco jednorázový laický investor mohl bezmocně sledovat pád hodnoty své investice na méně než třetinu investované částky v průběhu tří let od začátku, pravidelný investor mohl využít nejhlubšího poklesu burzy pro levné nákupy akcií. Rozdíl v celkové ziskovosti a volatilitě vyznívá zcela jednoznačně ve prospěch pravidelného investování.

Je nutné podotknout, že výsledky pravidelného „přečerpávání“ z pevně úročených cenných papírů do akciových fondů se podstatně liší od výsledků smíšených portfolií investovaných jednorázově. Pravidelné investování tedy nelze nahradit jednorázovou investicí do smíšeného portfolia!

Jak poznat, že je čas prodat všechny akcie?

Během 20. století se vícekrát vyskytly případy trhů, kdy bylo lepší všechny akcie prodat a vrátit se až po letech či desítkách let. Kromě řady realizací politického rizika (znárodnění atd.) se jednalo zejména o tyto případy:

- USA, rok 1929
- Japonsko, rok 1989
- Rakousko, rok 1990
- USA, trh NASDAQ, rok 2000

Tyto případy nejsou zanedbatelné, týkaly nebo týkají se významných trhů, případně trhů nám geograficky blízkých. Proto stojí za to věnovat této tematice více pozornosti.

O americkém trhu v roce 1929 se netřeba dlouho rozepisovat: šlo o začátek několikaleté bankovní krize. Velmi hluboký pokles trhů trval několik let. Důvod hloubky a délky poklesu: nešlo o obyčejnou recesi, nýbrž o komplikovanou bankovní krizi. Její příčiny, mechanismus a průběh jsou popsány jinde.

Něco podobného platilo pro Japonsko koncem roku 1989. V době, kdy se u nás chystal Václav Havel poprvé do prezidentské funkce, japonský akciový index NIKKEI vrcholil nad hranicí 40 000 bodů. Koncem března 2008 byl na úrovni necelých 12 500 bodů. V červnu 2010 dokonce jen 9 500 bodů. Co zlého se s japonským akciovým trhem přihodilo? A dalo se to předvídat?

Japonský akciový trh byl koncem roku 1989 z větší části tvořen akciemi bank. Tyto banky byly doslova napěchovány úvěry všeho druhu, mezi nimiž dominovaly spekulativní úvěry na investice a development nemovitostí. Objem bankovních dluhů přesahoval 150 % hrubého domácího produktu!

Když pak ceny nemovitostí klesly, japonské banky byly náhle přeplněny špatnými úvěry a nebyly schopny dodržovat kapitálovou přiměřenost. Jejich ceny klesaly a táhly s sebou i akcie zdravých společností. Kromě toho i akcie nebankovních japonských firem byly silně nadhodnoceny, jejich P/E se pohybovaly ve vyšších desítkách až stovkách. Z kombinace těchto faktorů se tokijská burza ještě nevzpamatovala – bude možná trvat více než tři desetiletí, než index NIKKEI překoná rekordní hodnotu z prosince 1989. A možná se tak nestane už nikdy, vzhledem k makroekonomicko-demografickým charakteristikám Japonska.

Kromě toho Japonsko prožilo během let 1984 – 1989 včetně velmi rychlý růst: průměrně 26 % ročně, což odpovídá růstu na čtyřnásobek během šesti let. Žádný akciový trh nemůže dlouhodobě růst takto rychlým tempem bez rizika dosažení zcela „mimozemských“ poměrů P/E. A to se v Japonsku přesně stalo. Jak je zřejmé z grafu, zde nepomohlo ani jinde osvědčené pravidelné investování.



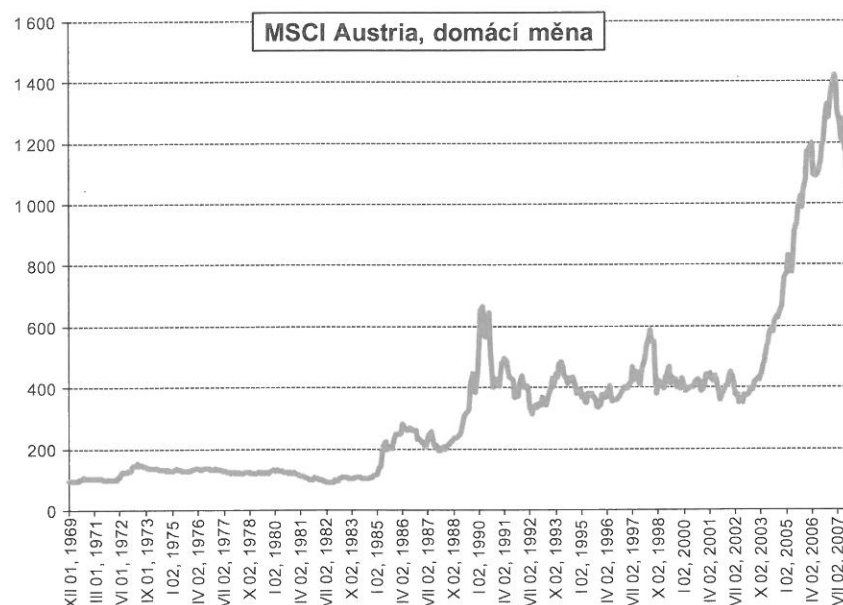
Zdroj: finance.yahoo.com

Japonský trh nebyl jediný, kde příliš rychlý růst vedl k hlubokému vystřízlivění investorů. Rakousko v roce 1990 mělo zdravou ekonomiku, žádná vleklá recese ani bankovní krize se nekonala. Přesto však od července 1990 až zhruba do konce roku 2002 byl rakouský akciový trh takřka „zabitý“. Co se v Rakousku dělo špatného?

V zásadě nic – až na to, že během let 1984 – 1990 narostla hodnota rakouského akciového indexu asi 11,5násobně (v dolarovém vyjádření; v rakouském šilinku šlo „jen“ asi o šestnásobek). Proč? Šlo o šok z náhlého objevení. Až do poloviny 80. let bylo Rakousko zapomenutou zemí, o níž mezinárodní investoři mnohdy ani nevěděli, že má vůbec burzu. Pak ji objevil slavný Sorosův spolupracovník Jim Rogers – a začaly se dít věci. Do té doby ospalá vídeňská burza se ocitla v ohnisku zájmu nejvýznamnějších mezinárodních investorů. Zároveň pod vlivem poptávky investorů začal posilovat rakouský šilink. Důsledkem byl onen zmíněný více než jedenáctinásobný dolarový růst.

V roce 1990 však vídeňská burza byla neúnosně nadhodnocená a zralá pro korekci. Ta trvala velmi dlouho: trvalo 14 let a dva měsíce, než vídeňská burza překonala své maximum z července 1990. A co následovalo? Další bublina, další propad! Od července 2002 do dubna 2007 rostly rakouské akcie průměrně 30% ročním tempem. Nabízí se otázka, proč investovat do rizikových trhů, jako je Čína, když Vídeň je tak blízko.

Obdobná bublina spojená s nesmyslně nafouklým poměrem P/E byla případem amerického indexu NASDAQ v roce 2000. V době vrcholící technologické bubliny přesáhl hodnotu 4 000 bodů; v březnu 2008 je na hodnotě 2 258 bodů bez naděje dosáhnout své rekordní hodnoty v jakékoli dohledné době – a to je americká ekonomika mnohem zdravější, než byla japonská v roce 1990.



Zdroj: MCSIBarra.com

Lze tedy identifikovat dva základní varovné faktory, které signalizují, že je lepší trh raději opustit:

- velmi vysoký poměr P/E (tj. v řádech vyšších desítek nebo stovek);
- nepřiměřený nárůst trhu během předchozích pěti až deseti let.

Tyto varovné faktory nám pochopitelně neřeknou, kdy přesně je vhodné trh opustit. Například kdybychom vídeňskou burzu opustili koncem srpna 1989, mohlo by nás mrzet, že jsme přišli o 100% zhodnocení v období září 1989 až březen 1990. Ale je pravděpodobně lepší přijít o velmi rizikový spekulativní nárůst, než riskovat propad.

Dalším varovným faktorem je nadměrně vysoký objem bankovních úvěrů v ekonomice a nepřiměřeně vysoké ceny nemovitostí. Drahé nemovitosti samy o sobě nevadí, ale indikují nadměrné objemy úvěrů. A ekonomika, která je zatížena špatnými úvěry, není ideálním místem, kde se daří růstu cen akcií.

Povšimněme si, že trhy, které dlouhodobě klesaly nebo stagnovaly, neměly v některých případech primární problém s recesí: Rakousko po roce 1990 jistě ne, NASDAQ po roce 2000 rovněž nikoli. Samotný velmi vysoký poměr P/E může být dostatečným důvodem, proč lze ten či onen trh považovat za dlouhodobě neperspektivní.

Závěr? Rychlý růst je atraktivní, dokud trvá. Pak se může dostavit po léta či dokonce desetiletí dlouhá kocovina. Varovné signály jsou známy: vysoký poměr P/E, nepřiměřeně rychlý růst v posledních letech, eventuálně ještě příznaky bankovní krize. Pokud jsou na některém trhu tyto symptomy přítomny, uděláme nejlépe, když odložíme načas dogma efektivního trhu, zapomeneme na strategii „kup a drž“ a z trhu kompletně vystoupíme. Pro jedno kvítí slunce nesvítí; na světě se vždy najdou jiné a lepší investiční příležitosti.

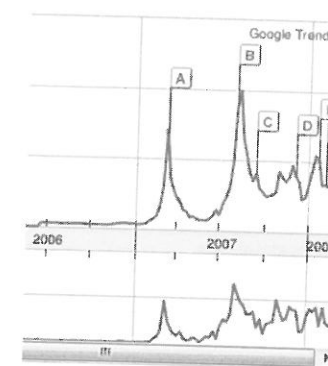
Pro běžnou recesi však platí pořekadlo „začít může, skončit musí“. K obratu na akciových trzích dochází nečekaně, bez ohledu na makroekonomické zprávy. Bodem obratu bývá okamžik, kdy špatné zprávy už investory nudí. Peněz na účtech je hodně, a všichni čekají na sebemenší dobrou zprávu. A ta se jednoho rána dostaví, ať už je její podstata jakákoli. Akcie jsou najednou považovány za podhodnocené... a burza opět zdravě roste až do příští recese. Ale jak poznáme začátek recese? Kdybychom tak měli nějaký přístroj, nějaký ekonomický seismograf či barometr... Ale my takový přístroj máme!

14.5 Ekonomické barometry a seismografy

Většina ekonomů sleduje HDP, inflaci a nezaměstnanost. Zapomeňte na ně. Informace o těchto tzv. základních ekonomických veličinách k vám zaručeně dorazí tak pozdě, že jakákoli šance je uplatnit při investičním rozhodování je nulová. Platí to zejména pro ostře sledovaný ukazatel HDP, který se počítá velmi složitě, zdlouhavě, a když je oficiálně publikovaný, je již k nepotřebě.

Ale máme něco lepšího? Jistěže ano. V době, kdy bylo psáno první vydání, ještě neexistoval Google.com. Zdá se nepochopitelné, že věc tak samozřejmá jako je Google, mohla někdy neexistovat – ale podstatné je, že Google existuje, a je k dispozici každému. To platí i pro jeho skvělou a málo využívanou službu Google Trends.

Tato služba, jak název napovídá, umožňuje zobrazit trendy výskytu určitých termínů. Pokud sledujeme některé citlivé ekonomické termíny, můžeme si velmi snadno sestavit vlastní ekonomický „seismograf“. Dejme tomu výskyt slova „subprime“, které označuje substandardní hypotéky. Výskyt tohoto slova ve vyhledávači i ve zprávách je znázorněn dvojicí následujících grafů. Horní graf je doplněn o zprávy, které v některých exponovaných dobách byly dominantní:



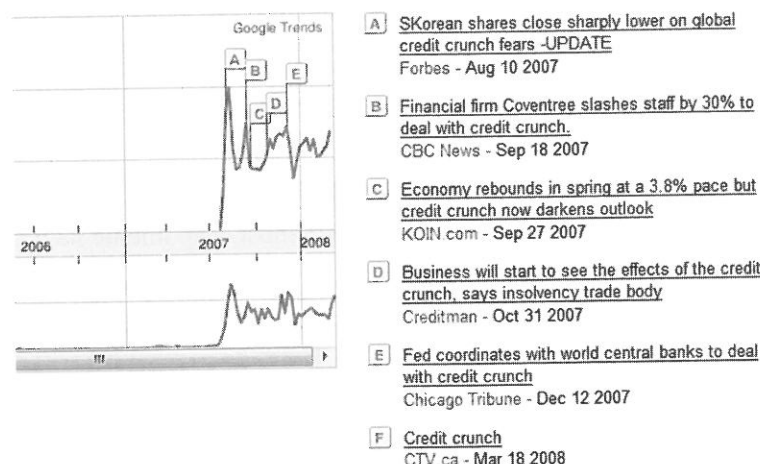
- A Stocks Plummet on Subprime Lending Woes
The Times and Democrat - Mar 14 2007
- B Stocks plummet on subprime lending woes
Anchorage Daily News - Aug 10 2007
- C Merrill Lynch cuts subprime unit jobs
United Press International - Sep 18 2007
- D UBS writes down \$10B from subprime losses
USA Today - Dec 10 2007
- E FBI Widens Net Around Subprime Industry
WTOV9.com - Jan 30 2008
- F Fitch Affirms \$452.8MM & Downgrades \$382.3MM from 2 Citigroup 2006 1st Lien Subprime Deals

Zdroj: google.com

Vidíme, že „seismograf“ na bázi služby Google Trends mohl poskytnout relativně včasné varování před hypoteční krizí. Samozřejmě za předpokladu, že bychom byli bývali včas zadali do Google Trends klíčové slovo „subprime“.

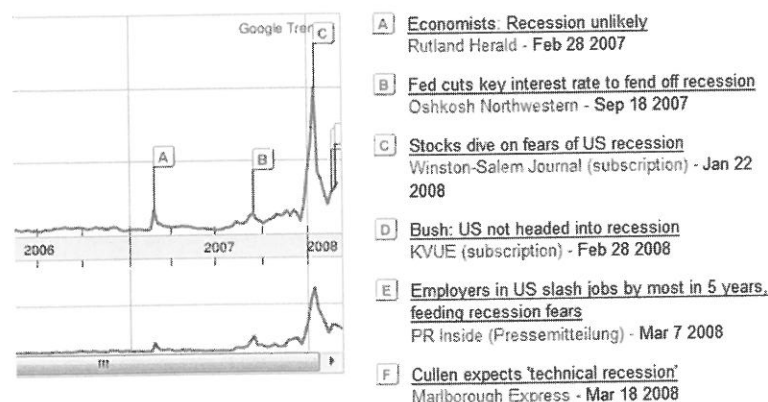
S hypoteční krizí tematicky úzce souvisí termín „credit crunch“ neboli „úvěrové zadrhnutí“. Credit crunch je **vždy a bez výjimky** signálem problémů pro akciový trh, ať už

je přenosový mechanismus problémů jakýkoli. Akciový investor by měl výskyt tohoto termínu pečlivě sledovat – ostatně příklad tokijské burzy po roce 1989 hovoří za vše!



Výskyt termínu „credit crunch“ prudce vystřelil během července 2007. Ještě celkem hluboce v dobách, kdy věhlasní ekonomové popírali nebezpečí recese, by googlovský „seismograf“ založený na výskytu termínu „credit crunch“ mohl poskytnout včasné varování.

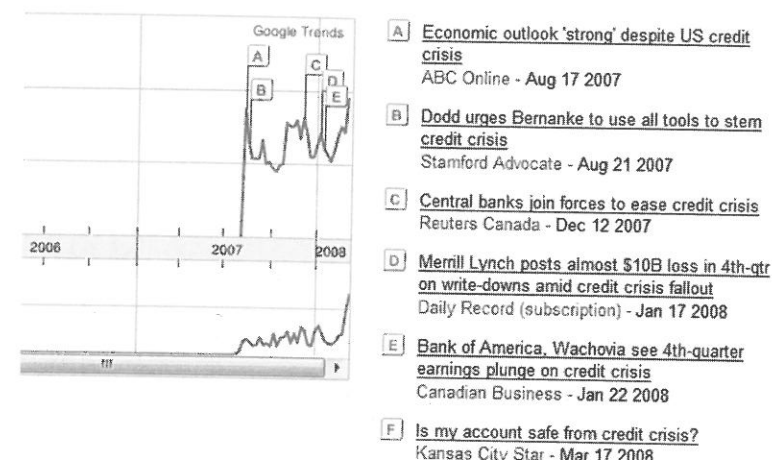
Když už padlo ono „sprosté slovo na r“, zde je jeho historie výskytu:



Je zábavné sledovat, jak se v čase mění obsah komentářů u „praporků“ A až F:

- A. Ekonomové: Recese nepravděpodobná
- B. Fed snižuje klíčovou úrokovou sazbu, aby odvrátil recesi
- C. Akcie padají ve strachu z recese v USA
- D. Bush: Spojené státy nesměřují do recese
- E. Američtí zaměstnavatelé ruší pracovní místa nejvíce během posledních pěti let, což živí obavy z recese
- F. [Analytik] Cullen očekává „technickou recesi“

Pokud bychom srovnali časový průběh výskytu slova „recession“, zjistili bychom, že růst jeho výskytu časově dobře odpovídá poklesu hlavních akciových indexů. Něco podobného platí i pro termín úvěrová krize – credit crisis:



Také zde je zábavné sledovat obsah sdělení u jednotlivých „praporků“:

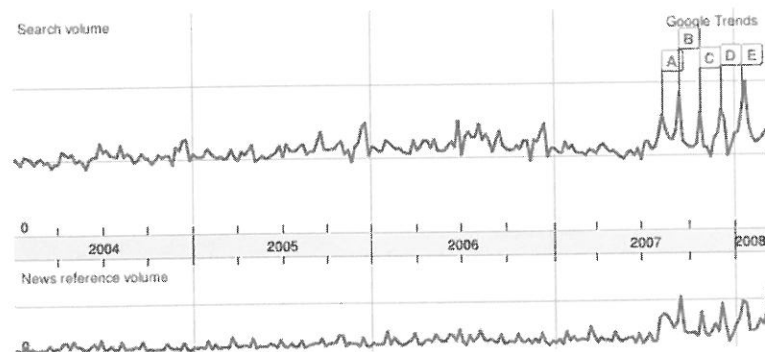
- A. Ekonomický výhled je silný navzdory americké úvěrové krizi
- B. Dodd naléhá na Bernankeho, aby použil všechny prostředky pro zmírnění úvěrové krize
- C. Centrální banky spojují síly, aby zmírnily kreditní krizi
- D. Merrill Lynch vykazuje téměř desetimiliardovou ztrátu ve 4. čtvrtletí v důsledku odpisů způsobených kreditní krizí
- E. Bank of America a Wachovia očekávají pokles zisků ve 4. čtvrtletí kvůli kreditní krizi
- F. Je můj účet v bezpečí před kreditní krizí?

Šíření krize je zde velmi názorně podáno. Co je však užitečnější: Google Trends zde zafungoval jako citlivý ekonomický seismograf schopný podat včasné varování. O kreditní krizi se začalo psát natolik včas, že aktivní portfolio manažer měl dostatek času, aby zareagoval a vyprodal z portfolia alespoň nejrizikovější akcie (pokud tak neučinil již na jaře 2007). Ukazuje se, že akciový trh během roku 2007 vykázal velmi vysokou míru neefektivity, když na některé informace zásadního významu reagoval s několika-měsíčním zpožděním!

Toto zjištění přinejmenším relativizuje poučku o efektivním trhu a o indexování jakožto optimální investiční strategii. Jak jsme velmi názorně viděli v praxi, vyskytují se situace, kdy analýza trhu může vést k jinému užitečnému doporučení, než „kup a drž“.

Pochopitelně lze namítnout, že ne vždy víme ta „správná“ klíčová slova dopředu. Můžeme však provádět pravidelný monitoring některých slov, která nikdy neztratí na důležitosti. Kromě zmíněného slova „recession“ se vyplatí sledovat výskyt zpráv o úrokových sazbách. Protože anglické slovo „interest“ má více významů, je lepší sledovat výskyt

názvu instituce, která o úrokových sazbách rozhoduje. Klíčové slovo „Fed“ poskytne takovýto obraz:

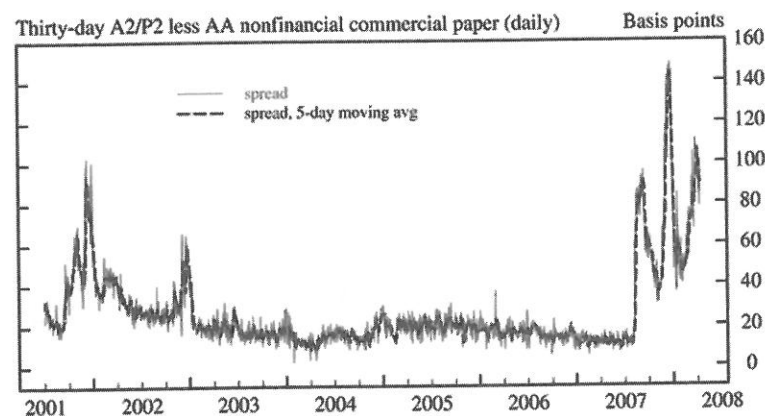


Když se na trhu nic neděje, je výskyt termínu „Fed“ poměrně stálý; mírně vzrůstá vždy v obdobích, kdy zasedá rada guvernérů. Pokud však úrokové sazby (a tudíž i Fed) náhle nabudou na významu, četnost výskytu prudce roste. Netřeba zdůrazňovat, že čím vyšší výskyt mají úrokové sazby ve zprávách, tím větší je pravděpodobnost, že se „něco“ děje na akciovém trhu.

Samozřejmě lze experimentovat i s ostatními termíny, jako jsou „unemployment“, „cpi“, atd. Bohužel Google Trends nejdou dále do historie než do roku 2004 a nenabízejí ani mnoho českých termínů.

Kromě Google Trends však existují i jiné ekonomické seismografy. Na stránkách Federálního rezervního systému lze najít statistiky o trhu tzv. komerčních papírů. Komerční papíry jsou vlastně krátkodobé dluhopisy, které firmy vydávají za účelem financování krátkodobých potřeb. Jejich trh není spekulativní podobně jako akciový trh, proto lze trh komerčních papírů považovat za mnohem lepší „barometr“ či „seismograf“ než akciovou burzu.

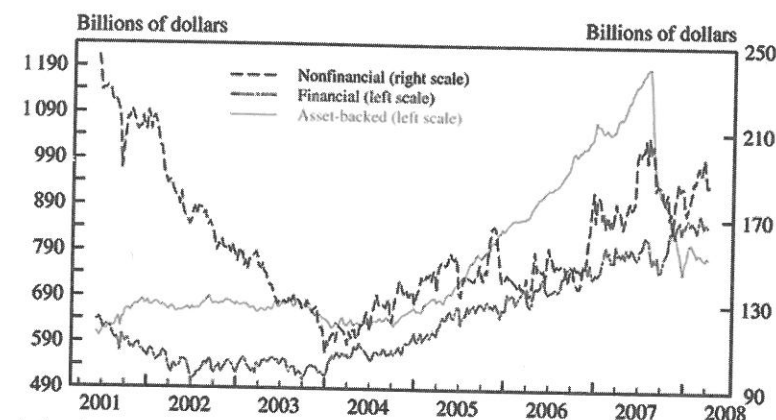
Hodnota spreadu (což je rozdíl mezi rizikovou sazbou komerčních papírů a z úrokového hlediska bezrizikových státních pokladničních poukázek) má význam „míry strachu“.



Zdroj: www.federalreserve.gov/releases/cp

Čím větší spread, tím vyšší je podle názoru trhu riziko. Na předchozím grafu můžeme vidět, že trh byl po hypoteční krizi nervóznější, než byl po 11. září 2001!

Míra strachu je však selektivní, nepostihuje všechna odvětví stejně. Následující graf ukazuje, že objem trhu komerčních papírů krytých zástavou (světle šedá křivka) podstatně poklesl od svého vrcholu z léta 2007. Šlo o trh, který měl přímou vazbu na hypotéky, které právě v dané době prožívaly krizi.



Zdroj: www.federalreserve.gov/releases/cp

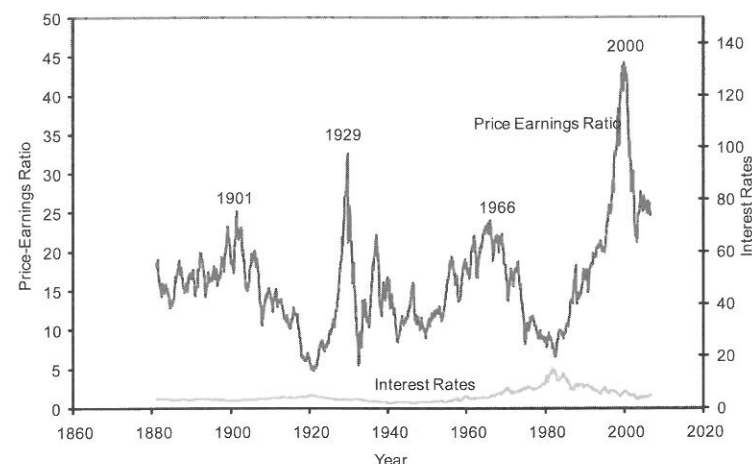
Pokles velikosti trhu komerčních papírů je špatnou známkou ohledně vývoje ekonomiky a podnikových zisků. V tomto směru je pro analýzu cen akcií mnohem užitečným indikátorem než tradiční a často citovaný hrubý domácí produkt. Ale z hlediska akciových trhů je stále daleko nejvýznamnějším ukazatelem starý dobrý poměr P/E.

14.6 Co nám říká poměr P/E?

Jednoduše řečeno: hodně. Poměr P/E, tedy price/earnings, je poměrem ceny akcie k velikosti čistého zisku na akcii. Udává, kolik korun zaplatíme za jednu korunu zisku. Poměr P/E je tedy základním ukazatelem, zda je akcie „levná“ či „drahá“. Poměr P/E lze obvykle vypočítat i pro tržní index jako celek, pokud většina společností v indexu vykazuje kladný zisk. Nemožnost spočtení P/E je vždy indikátorem zvýšeného rizika: index NASDAQ neměl definovaný poměr ceny k ziskům, než v roce 2000 a v letech následujících ztratil nadpoloviční část své hodnoty.

Historický graf pro americký index S&P 500 ukazuje, že v letech 1929 a 2000 – kdy hodnota poměru P/E byla skutečně mimořádně vysoká – došlo k mimořádně prudkým medvědí tržím. V roce 1929 začala Velká deprese, v roce 2000 jen mírná recese; dopady na akciový trh však byly srovnatelně drastické. Vysoké P/E nám tedy sděluje důležitou informaci, a to prakticky bez ohledu na momentální makroekonomickou situaci.

Ovšem pozor. Toto obecné konstatování nestačí, aby poskytlo kompletní obraz o relativní ceně akcie či indexu. Často se setkáváme s tvrzeními typu „dlouhodobý průměr P/E je 16, nyní má index S&P 500 hodnotu P/E ve výši 20, trh je proto nadhodnocený o zhruba čtvrtinu.“



Podobná tvrzení jsou sice povrchně aritmeticky správná, ignorují však ekonomickou podstatu P/E. Ta je poněkud hlubší, než jsme uvedli na začátku této kapitoly. Lze vypočítat rovnovážnou hodnotu P/E, ale nejprve musíme vědět, co tento poměr vlastně znamená.

Začneme tzv. „od lesa“. Univerzálním vzorcem pro výpočet vnitřní hodnoty akcií či akciových indexů je model diskontovaných čistých zisků. Sečteme tedy budoucí odhadované zisky diskontované časovou hodnotou peněz. Získáme rovnovážnou, tedy „správnou“ výši ceny neboli P. Nyní zavedme řadu omezujících předpokladů:

- Zisk na akcii (označený jako E) roste konstantním tempem g procent ročně.
- Časová hodnota peněz je vyjádřena úrokovou sazbou i , která odpovídá míře výnosu do doby splatnosti dlouhodobého státního dluhopisu – například dvacetiletého, delší dluhopisy beztak zpravidla mívají jen o málo odlišné výnosy.
- Od všech ostatních vlivů (rizik jednotlivých podniků i rizika akciového trhu) abstrahujeme.

Použijeme-li pro vzorec diskontovaných budoucích zisků vzorec pro součet geometrických časových řad, získáme tento výsledek:

$$P = E / (i - g)$$

Pokud nyní ještě „zapomeneme“ na očekávaný růst zisků, obdržíme toto:

$$P = E / i$$

Po triviální úpravě:

$$P / E = 1 / i$$

Ejhle, máme vzorec pro „správnou“ výši momentálního P/E. Je zřejmé, že rovnovážná hodnota tohoto poměru závisí na aktuální výši úrokových sazeb, nebo přesněji výnosu do doby splatnosti (yieldu) dluhopisů. Tento vzorec je samozřejmě extrémně zjednodušený, ale i tak z něho vyplývá poznatek zásadního významu: rovnovážná hodnota P/E je nepřímo úměrná úrokovým sazbám. V období vysokých úrokových sazeb akcie mají

být relativně levné, kdežto v období nízkých sazeb je adekvátní, aby akciové indexy měly vyšší poměr ceny k ziskům.

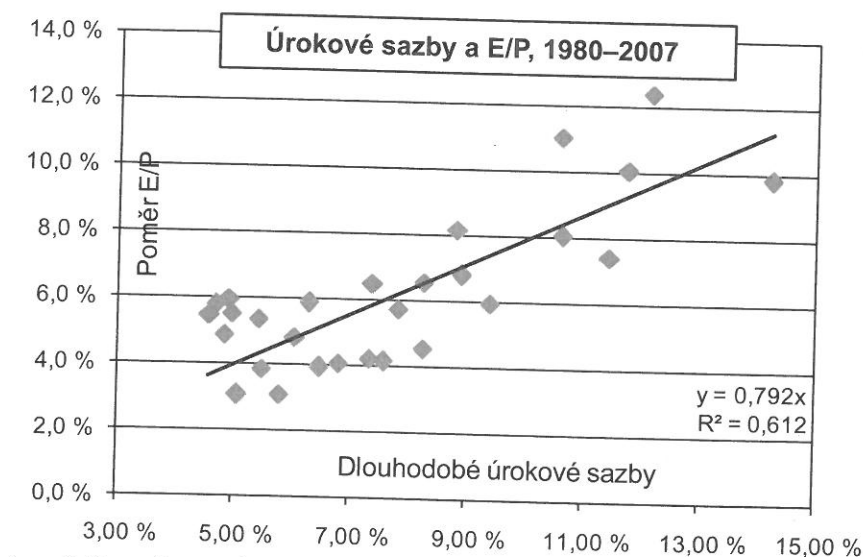
Tento vztah vysvětluje chování akciových indexů v některých historických obdobích. Od roku 1966 do roku 1982 poměr P/E amerického trhu postupně klesal, protože rostly úrokové sazby. Během roku 1966 dosahovaly průměrné úrokové sazby dlouhodobých dluhopisů hodnoty 4,9 % podle údajů profesora Shillera. V roce 1982 však dlouhodobé úrokové sazby dosáhly hodnoty 14,0 %.

Znamená to, že podle našeho jednoduchého modelu by měla hodnota P/E v roce 1966 činit 20,3 – ve skutečnosti činila 21,3. To není příliš velký rozdíl mezi teorií a skutečností. V roce 1982 měla hodnota P/E amerického trhu poklesnout na 7,7; skutečná hodnota byla 7,3. Pokles hodnoty rovnovážného P/E (a tím i nevalné výkony akciového trhu v období 1966 – 1982) byly zapříčiněny především růstem úrokových sazeb během daného období. Naopak hvězdné výkony akciového trhu v období 1982 – 2000 byly způsobeny z velké části poklesem úrokových sazeb (v důsledku nižší inflace a rozumnější fiskální politiky).

To ovšem nebylo všechno. V roce 2000 by rozumná rovnovážná hodnota P/E podle úrokových sazeb měla činit 16,6. Jaká byla skutečnost? Pamětníci investiční bubliny si mohou připomenout, že P/E amerického akciového trhu přesahovalo hodnotu 40. Tato bublina musela prasknout, což se i stalo.

Poučení: navzdory kritice, že P/E je „zastaralý“ a „primitivní“ indikátor, jeho užitečnost je ve světle vývoje trhů za posledních více než čtyřicet let zcela nesporná. Tím spíše, pokud je hodnota poměru cen akcií k ziskům hodnocena ve správné perspektivě vůči úrokovým sazbám, respektive výnosům dluhopisů.

Tuto souvislost úrokových sazeb (přesněji řečeno výnosů do doby splatnosti dlouhodobých dluhopisů) můžeme zachytit ještě jinak. Další triviální úpravou uvedeného vzorce pro rovnovážné P/E obdržíme tvar $E/P = i$. Poměr E/P můžeme interpretovat jako míru ziskovosti akcie. Empiricky se ukazuje, že platí zhruba tato závislost:



Zdroj: Aswath Damodaran, výpočty autora.

Ukazuje se, že skutečně existuje takřka lineární závislost mezi E/P (respektive P/E) a úrokovými sazbami. Jsou-li sazby vysoké, trh vyžaduje od akcií vyšší výnosy v poměru k ceně. Vzhledem k makroekonomickým souvislostem (vysoké sazby zpravidla znamenají pomalejší růst zisků) k této adaptaci zpravidla dochází cestou poklesu cen akcií. Proto akciový trh nemá rád zvyšování úrokových sazeb!

Zároveň musíme upozornit na jednu podstatnou věc. Vidíme, že v praxi neplatí přesná rovnost $E/P = i$. Obecně platí, že $E/P = \text{konstanta}_1 \cdot i + g$, kde g vyjadřuje očekávaný růst zisků. Ani konstanta_1 , ani g nejsou skutečné konstanty v matematickém či fyzikálním smyslu.

V ekonomické praxi je můžeme považovat za kvazistacionární, ale dlouhodobě mohou mít proměnlivé hodnoty. Vztah mezi P/E a úrokovými sazbami například vypadal poněkud odlišně před érou vysoké inflace v 70. letech. Nelze tedy uvést žádný „přesný“ vzorec, který by bylo možné vytesat do kamene, a který by platil během zbytku třetího tisíciletí.

14.7 Akcioměr

14.7.1 Jak Akcioměr vznikl

Být portfolio manažerem a pasivně sledovat, jak hodnota akciového fondu padá o deset, dvacet, padesát nebo i více procent, je frustrující. Ještě více frustrující je být klientem takového fondu. Jenže jak poznáme, kdy akciový trh je nadhodnocený a kdy naopak levný?

Jako prakticky orientovaný ekonom jsem řadu let trpěl absencí dobrého varovného mechanismu proti bublinám. V situaci, kdy jsme během let 2000 – 2010 na burzách viděli jednu bublinu za druhou (samozřejmě včetně bolestivých propadů), je varovný mechanismus takřka životní nutností. Když budete klientovi vykládat o hypotéze efektivních trhů, vynadá vám do idiotů odtržených od skutečného života – a bude mít pravdu!

Existují desítky indikátorů, z nichž nejznámější je notoricky známý poměr cen akcií k ziskům, P/E. Další využívají například technickou analýzu, sentiment trhu, poměr nakupujících a prodávajících insiderů, ceny put a call opcí... Žádný z nich není spolehlivý. Žádný z nich nedokázal signalizovat přehřátí nebo naopak podhodnocenost trhu s použitelnou spolehlivostí. Populární P/E sice například správně signalizoval přehřátí trhu začátkem roku 2000, ale poté selhal při předpovědi jeho opětovného zotavení. V únoru 2009 P/E selhal při předpovědi oživení trhu po finanční krizi. A tak bychom mohli pokračovat.

Částečně jsem se problému signalizace bublin věnoval již v pátém vydání Investiční strategie, ale stále jsem nebyl spokojen. Běžně známé indikátory jsou tak nespolehlivé – P/E, technická analýza, kdyby takto špatně fungovala lékařská diagnostika, polovina z nás by už možná nežila.

Během prací na *Financích po krizi* jsem ovšem našel něco, co mě překvapilo. Představte si číslo, které lze vypočítat na základě veřejně dostupných statistik, navíc nefalšovatelných – žádné výkazy zisků, které lze různě „kuchtit“. A toto číslo je schopno předpovědět 70 % hodnoty budoucích výnosů na příštích deset let. Kdyby hypotéza efektivních trhů byla pravdivá, nic takového by fungovat nemohlo. Snad padesátkrát jsem kontroloval, kde jsem udělal chybu. Zatím jsem žádnou nenašel. Kdybych jen tento indikátor znal

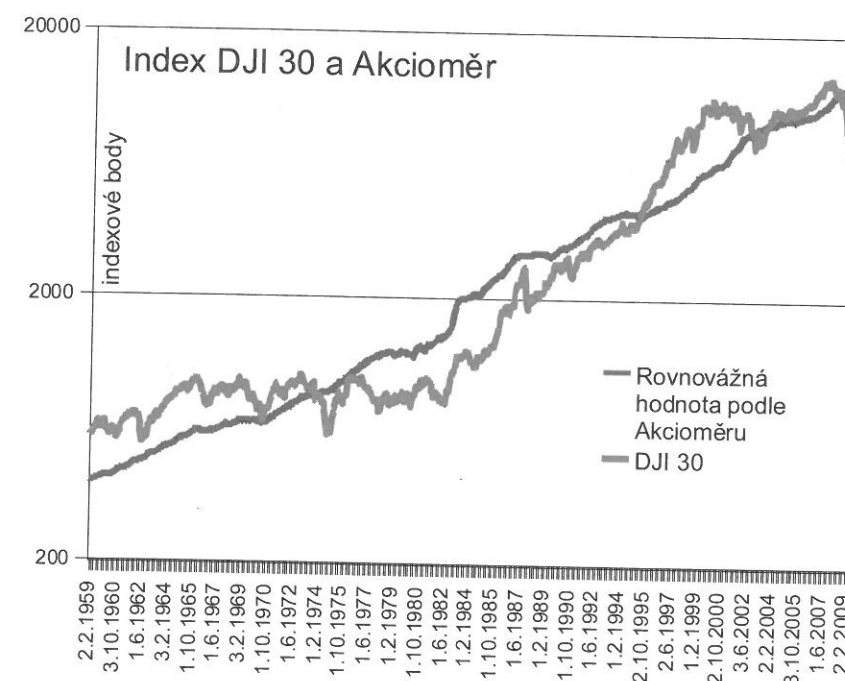
v roce 1999 – snadno bych si byl mohl vypočítat, že průměrný výnos akciového indexu DJI 30 bude během příštích deseti let poblíže nuly...

14.7.2 Jak Akcioměr funguje

Ale jak Akcioměr vlastně funguje? Inspiraci jsem našel při práci na kapitole *Bude se opakovat Velká deprese?* Při studiu statistik z roku 1929 jsem si všiml, že nominální hodnota amerického HDP činila téměř přesně 100 miliard dolarů, index Dow Jones byl poblíž hodnoty 100 bodů. V roce 2007 byl americký HDP kolem 13 tisíc miliard USD, index Dow Jones Industrial 30 byl nedaleko 13 tisíc bodů. Že by fungoval jako jednoduchá trojčlenka?

Pochopitelně to nebylo tak jednoduché. Ukázalo se, že lépe než nominální HDP funguje ukazatel objemu peněz v ekonomice: agregát MZM (Money Zero Maturity). Tento agregát určuje, kolik je v ekonomice okamžitě přístupných peněz, které lze teoreticky investovat do akcií. Čím více peněz, tím dražší akcie – to dá rozum! Akciový index by tedy měl kolísat kolem nějaké teoretické hodnoty, kterou lze odvodit z peněžní zásoby.

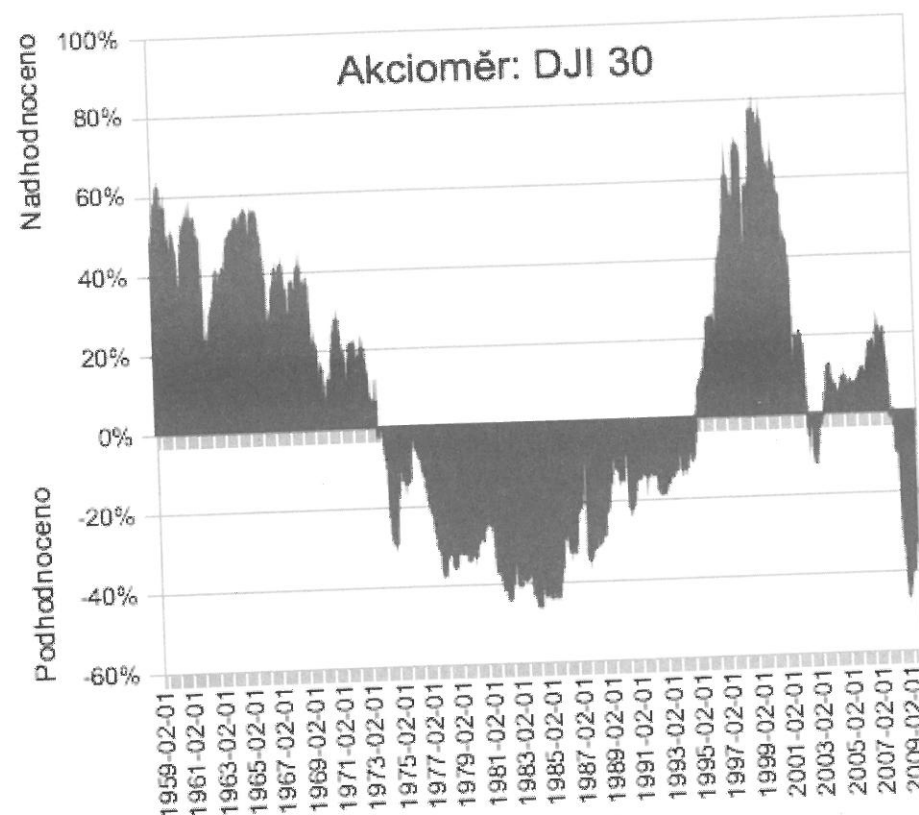
Zkратíme to. Pro půlstoletí 1959 – 2009 vypadá Akcioměr takto:



Zdroj: autor

Rovnovážná hodnota podle Akcioměru je jednoduše MZM vynásobený koeficientem. Koeficient byl doložen tak, aby co nejlépe vysvětloval vývoj akciového indexu během období 1959 – 1995. (Proč právě 1995? Protože v roce 1996 začala akciová bublina – známá „irrational exuberance“ – která by výsledky zkreslila.)

Míra nadhodnocenosti nebo podhodnocenosti trhu podle Akcioměru vypadá takto:



Zdroj: autor

Akcioměr je podle výsledků zpětného testování schopen vysvětlit 70 % hodnoty výnosů akciového indexu na deset let dopředu od doby spočtení jeho hodnoty. (Tj. počítáme-li regresi hodnot Akcioměru a následných ročních výnosů akciového indexu, R^2 má hodnotu 0,70.)

Neexistuje žádný jiný jednoduchý indikátor trhu se srovnatelnými výsledky.

Jaké měl tedy Akcioměr výsledky?

V květnu 1984 Akcioměr hlásil (při zpětném testování, ve skutečnosti tehdy neexistoval), že index Dow Jones Industrial 30 byl podhodnocen o 47 % a že očekávaný výnos na dalších deset let je 13,7 % ročně. Skutečný výnos do května 1994 činil 13,0 %.

Po panice na podzim roku 1987 Akcioměr správně indikoval, že trh byl podhodnocen o 38 %.

Akcioměr zůstal ve stavu „podhodnoceno“ až do prvního čtvrtletí 1995. V prosinci 1996, kdy Alan Greenspan pronesl svoji legendární řeč „Irrational Exuberance“ (iracionální výstřelek, kterým bylo míněno nadhodnocení akciového trhu), ukazoval Akcioměr hodnotu +37 % nad rovnovážnou hodnotou.

V roce 1999 dostoupila hodnota Akcioměru rekordní výše +80 %. Šlo samozřejmě o vrchol spekulativní bubliny, která se týkala nejen technologických akcií, jak se často zjednodušeně uvádí. V tomtéž roce z hodnoty Akcioměru vyplývalo, že očekávaný průměrný výnos indexu pro období září 1999 až září 2009 bude -1,8 % per annum. Skutečnost: -1,0 %. Předpověď tedy nebyla tak dokonalá jako ve filmu „Knowing“ (v české verzi Prorocství), ale život není Hollywood.

Pro zajímavost, v únoru 2009 signalizoval Akcioměr podhodnocení trhu o 49 %.

Proč Akcioměr už dávno nikdo nepoužívá, když je tak skvělý?

Ve skutečnosti velmi podobný indikátor používá Warren Buffett. O něm se Buffett zmiňuje velmi zřídka, protože si zakládá na své pověsti fundamentálního investora – ale při studiu Buffettových článků a rozhovorů je zřejmé, že ví.

Dalším „zasvěceným“ je zřejmě Alan Greenspan. Kdo jiný ostatně zná měnové agregáty lépe než bývalý šéf Federálního rezervního systému? Je to jen hypotéza, ale vysoce pravděpodobná: jeho projev o „iracionálním výstřelku“ z roku 1996 byl motivován podobným modelem.

Proč se Akcioměr neučí na fakultách financí a kursech MBA? Pravděpodobně proto, že před bezmála polovinou století přehodil profesor William Sharpe intelektuální výhybku směrem na moderní teorii portfolia. Ta tvrdí (ve své striktní podobě), že výnos akcií je jen odměnou za riziko a ničím jiným. Méně striktní formy MPT se snaží zavést i jiné veličiny, ale pro měnové agregáty v ní není místo. Je samozřejmě možné, že časem ztratí MPT svůj intelektuální monopol. Vzhledem k neuspokojivým praktickým výsledkům MPT je načase.

Nejsou výsledky Akcioměru jen věci náhody či chybné testovací metodiky?

S největší pravděpodobností nikoli. Výsledky byly testovány out-of-sample. Akcioměr není výsledkem žádného regresního modelu, nepodléhá tedy vlivům různých mimolehlých hodnot (outliers) a podobných nepříjemností.

Kromě toho je založen na solidním myšlenkovém modelu: kvantitativní teorie peněz velmi dobře popisuje inflaci spotřebitelských cen. Zobecnění na ceny aktiv – akcií, nemovitostí, atd. – je pak logickým a snadno zdůvodnitelným krokem. Překvapivé je jen, že Milton Friedman tento krok neprovedl. Příčinou snad byla skutečnost, že Friedman se nikdy hlouběji nezabýval trhy akcií a nemovitostí.

Je Akcioměr spolehlivým nástrojem časování trhu?

Ne – bohužel. Akcioměr dokáže indikovat bubliny na trhu. Každá již nafouknutá bublina však může být nafukována ještě více, pokud je psychologie trhu takto naladěna. Příkladem je pověstný závěr 90. let. Rozumný investor prodal akcie v roce 1996 nebo 1997, zatímco nemyslíci dav ještě několik let vydělával! Ano, šlo většinou pouze o papírové zisky, ale to je jiná. Akcioměr nebere ve své současné podobě v úvahu žádné informace o náladě neboli sentimentu trhu, které by signalizovaly, že bublina ještě nějaký čas poroste.

Akcioměr je založen na akciovém indexu Dow Jones Industrial 30. Funguje i pro jiné trhy?

Neexistuje teoretický důvod, proč by neměl fungovat i pro jiné akciové indexy a jiné trhy. Podmínkou je existence dostatečně dlouhých časových řad pro účely zpětného testování, což je problém například u nemovitostí nebo akcií některých emerging markets. Na dalším rozšíření Akcioměru se pracuje.

V praxi je americký Akcioměr nejdůležitější, protože ostatní světové trhy stále ještě Ameriku sledují a ještě dlouho sledovat budou. Platí to samozřejmě i pro české investory.

14.8 Praktické závěry

- Za tzv. normálních okolností lze předpokládat, že akciové trhy vyspělých zemí jsou efektivní. Optimální investiční strategií je v těchto případech pasivní investiční strategie.
- Dokonce i v případech, kdy akciové trhy nejsou dokonale efektivní (v tom smyslu, že podléhají euforiím a depresím), může být pasivní investiční strategie optimální, pokud je prováděna technikou pravidelného investování.
- Mnoho významných trhů nicméně efektivní není. V praxi se to týká hlavně trhů dluhopisů, a to jak dluhopisů vyspělých států (včetně České republiky), tak dluhopisů tzv. high-yield. Na těchto trzích lze získat aktivním managementem nadprůměrné výnosy anebo se vyhnout podprůměrným výnosům. Týká se to zejména českých státních dluhopisů, u nichž nelze realisticky očekávat kladné reálné výnosy.
- Časování trhu nelze obecně doporučit, ale občas se přece jen vyskytují situace, kdy je lepší z akciových trhů vystoupit anebo naopak navýšit podíl akcií v portfoliu. Vystoupit z trhu se vyplácí, když: (a) trh vykazuje vysoký podíl P/E v poměru k dlouhodobým úrokovým sazbám; (b) trh je ve fázi bubliny, kdy rostl příliš rychle během posledních několika let; (c) začíná významný trend růstu inflace a současně úrokových sazeb. Navýšit podíl akcií se vyplácí v obdobích, kdy je trh psychologicky deprimován, například v důsledku recese.
- A samozřejmě, máme doposud pravděpodobně nejlepší indikátor podhodnocenosti/nadhodnocenosti trhu: Akcioměr.

Závěr

V novém vydání jsou soustředěny nejlepší praktické zkušenosti i teoretické poznatky z oblasti investičního managementu. Mohou čtenáři pomoci, aby nedělal zbytečné chyby, které jsou v investičním managementu u laiků běžné. Některé z těchto zkušeností byly zaplacený miliardovými ztrátami; za jinými stojí autorita špičkových světových teoretiků. V souladu s těmito znalostmi spravují profesionální manažeři portfolia v objemech řádově tisíců miliard dolarů.

Všechny tyto informace jsou čtenářům k dispozici za symbolickou částku a v úhledném „knižním balení“. Znáte-li lepší způsob, jak investovat finanční prostředky ve výši ceny této publikace, informujte prosím autora na internetové adrese pavel.kohout@gmail.com. Autor je na uvedené adrese k dispozici i pro jiné náměty, připomínky a dotazy.

Příloha: Investiční test

1. Které z následujících tvrzení je beze zbytku správné?
 - a) Vysoké riziko vždy znamená příležitost pro dosažení velkých zisků.
 - b) Skutečně dobrý investor by se měl v zásadě všem rizikům vyhýbat.
 - c) Za vyšší potenciální výnosy se vždy platí vyšším rizikem.
2. Co musí vždy dělat každý dobrý investiční manažer?
 - a) Předpovídat vývoj trhů lépe než konkurence.
 - b) Rozumně diverzifikovat.
 - c) Investovat část portfolia do bezrizikových cenných papírů pro případ nepříznivého vývoje na trhu.
3. Určete pořadí výnosnosti těchto investic během 80. a 90. let (v dolarech):
 - a) Akciový index S&P 500.
 - b) Vládní obligace USA.
 - c) Pokladniční poukázky americké vlády.
4. Na vyspělých trzích během dlouhého období zpravidla platí, že:
 - a) Zlato je rizikovější investice než krátkodobé vládní dluhopisy, ale zato výnosnější.
 - b) Zlato je bezpečnější investice než krátkodobé vládní dluhopisy, ale zato méně výnosná.
 - c) Zlato je rizikovější a méně výnosná investice než krátkodobé vládní dluhopisy.
 - d) Zlato je bezpečnější a výnosnější investice než krátkodobé vládní dluhopisy.
5. Mezi nástroje peněžního trhu v ČR v žádném případě nepatří:
 - a) termínové vklady v domácí měně,
 - b) směnky,
 - c) vládní pokladniční poukázky,
 - d) cizí měny,
 - e) dlouhodobé obligace, kterým zbývá do doby splatnosti kratší doba než jeden rok.
6. Jaký dluhopis bude pro českého investora pravděpodobně nejméně rizikový?
 - a) Český vládní dluhopis splatný za sedm let.
 - b) Český vládní dluhopis splatný za dva roky.
 - c) Americký vládní dluhopis splatný za jeden rok.
7. Které tvrzení je nesprávné?
 - a) Akcie představují vlastnický podíl na majetku společnosti, zatímco dluhopisy nikoli.
 - b) Akcie jsou vždy rizikovější investice než dluhopisy.
 - c) V případě bankrotu mají nároky majitelů obligací přednost před nároky akcionářů.

- d) Celkové výnosy dluhopisů stejně jako výnosy plynoucí z držení akcií obsahují složku kapitálového zhodnocení.
8. „Efektivní trh“ je odborný termín pro kapitálový trh, který:
- je vyspělý a tudíž lze dobře předpovídat jeho budoucí vývoj,
 - je často firmami používán pro navyšování kapitálu,
 - podle statistických studií přispívá k růstu ekonomiky,
 - velmi účinně zpracovává všechny informace, a proto je jeho vývoj obtížně předpovídatelný.
9. Jaký není typický rys pasivní investiční strategie?
- Dlouhodobě podprůměrné výnosy ve srovnání s aktivní strategií.
 - Nízké poplatky ve srovnání s aktivní strategií.
 - Orientace na kopírování portfolií akciových indexů.
 - Plně zainvestované portfolio bez ohledu na výkyvy trhu.
10. Jak dlouhá doba je za normálních podmínek minimálně zapotřebí k tomu, aby bylo možno rozlišit výkonnost nadprůměrných a podprůměrných manažerů akciových fondů?
- nejméně 20 let,
 - nejméně 3 roky,
 - nejméně 1 rok,
 - nejméně 3 měsíce.

Správné odpovědi:

- Správná odpověď je za c). Odpověď a) není správně, protože vysoké riziko nemusí vždy znamenat též příležitost; b) není možné ani žádoucí.
- Správná odpověď je za b); a) je prakticky nemožné, c) není vždy nutné.
- Správné pořadí: a), b), c). Toto pořadí je typické pro dané třídy investic v dlouhém období.
- c) je správně. Toto tvrzení vychází z dlouhodobých statistik výnosů.
- d) je správně. Z hlediska českého investora lze za nástroje peněžního trhu považovat pouze instrumenty denominované v domácí měně.
- b) je správně. Čím kratší doba do splatnosti, tím menší je kursové riziko pevně úročených cenných papírů. V případě amerického dluhopisu však významnou roli hraje měnové riziko.
- b) je správně. Existují dluhopisy, které jsou mnohem rizikovější než některé akcie, přestože obvykle bývají dluhopisy bezpečnější.
- d) je správně.

9. a) je správně. Ačkoli pasivní (indexové) fondy nepodávají vždy a za všech okolností vyšší výkonnost než aktivně řízené fondy, dlouhodobě pasivní fondy na vyspělých trzích překonávají většinu aktivně řízených fondů.
10. a) je správná odpověď. Rozlišit skutečnou výkonnost od pouhé šťastné náhody na statisticky seriózním základě je extrémně obtížné a náročné na délku pozorovaných časových řad. Kromě toho málokterý manažer fondu zůstane na svém místě tak dlouho.

Vyhodnocení: Finanční poradce by měl správně odpovědět na všech deset otázek. Poučený amatér by měl znát odpověď na nejméně sedm odpovědí. Pokud je vaše skóre horší než šest správných odpovědí, určitě by se vám vyplatilo (doslova i obrazně) rozšířit si finanční obzory.

Rejstřík věcný

A

akcie 13, 20, 43, 44, 83, 156, 174, 197, 201
 – hodnotové 164, 165
 – internetové 32, 163
 – konzervativní 206
 – podhodnocené 164, 222
 – preferenční 138
 – růstové 164–165
 analýza
 – investiční atraktivita 177
 averze vůči riziku 142

B

banka 55
 – centrální 189
 bankrot 138
 – státní 92
 B. I. G. Expert 174
 bilance
 – obchodní 93
 – zahraničně-obchodní 16, 144
 biotechnologie 208
 blue chips 123–124, 232
 bohatství
 – přírodní 95
 bublina
 – cen nemovitostí 183
 Bundesbanka 242

C

cena
 – nemovitosti 180–181, 188
 – odhadní 180
 cenné papíry 191
 – bezpečné 200
 – pevně úročené 199
 currency board 93
 cyklus
 – hospodářský 94

Č

Černý čtvrtek 143
 Česká národní banka 65

D

daně
 – z kapitálových výnosů 117
 – z úroků 93
 dědictví 47, 235
 default 136
 deregulace 188
 – nájemného 190
 devalvace 144, 145
 diverzifikace 41, 123, 128
 dividendy 20, 164, 180
 dluh
 – podřízený 138
 – veřejný 92
 dluhopisy 19, 151
 – České státní 152
 doporučení expertů 174
 Dow Jones Industrial 122, 123, 143, 144
 durace 152, 153

E

efekt velikosti 130
 emerging markets 85
 Evropská centrální banka (ECB) 187, 242
 Evropský měnový systém 242
 excess kurtosis 142
 experti
 – doporučení 174
 – prognostické schopnosti 177

F

Federální rezervní systém 64, 71, 82
 fondy 20
 – akciové 20
 – hedge 50, 201
 – indexové 26, 194, 206, 211

- peněžního trhu 43
- penzijní 202, 258
- podílové 20

G

geometrická náhodná procházka 15

H

- hodnota
- dluhů zbytková 138
- horizont
- investiční 13, 129, 199
 - investiční dlouhodobý 198
 - nekonečný investiční 44
- hospodářství
- španělské 67
- hyperinflace 67, 78, 83

I

- IBM 40, 127
- index
- akciový tchajwanský 42, 90
 - Dow Jones Industrial 143
 - Hang Seng 188
 - JP Morgan 122, 138
 - PX 50 122
 - Wilshire All Growth 165
 - Wilshire All Value 165
- indexování 34
- pasivní investiční strategie 34
- Industrial Research Institute 121
- inflace 62, 64, 73, 77, 83, 134, 241
- ochrana proti 83
 - politický nástroj 67
 - záměrně zvýšená 63
- investice
- do nemovitostí 179
- investor 191
- chování davové 211, 217
 - institucionální 205
 - soukromý 205
- investoři
- psychologicky aktivní 48

- psychologicky pasivní 47
- iracionalita 215

J

Japonský akciový trh 14, 262

JP Morgan 122, 138, 251

K

- kapitalizace
- tržní 130
- koeficient beta 223
- Komise pro cenné papíry 32
- komodity 18
- konzoly 79
- krach 51, 100, 141
- benigní 141, 145
 - maligní 141, 145
- kreditní křupnutí 141
- krize
- asijská 144, 188
 - měnová 57, 111, 145
 - měnová mexická 25
 - mexická 144
 - ruská 166
 - Velká hospodářská 103
- kurs
- akcií 180
 - cenných papírů 15, 209
 - měnový 91
 - plovoucí 93

L

likvidita 179

- trhu 31

M

- management
- aktivní investiční 25, 249
- marže
- zisková 223
- medián (střední hodnota) 126
- měna
- cizí 173, 174
 - zahraniční 16

- mince 242
- minimalizace
- nákladů 202
 - v inflačním prostředí 198
- míra
- úroková 13, 20, 55
- modus 126
- Moody's 137
- multi-level marketing 230

N

- nadměrná špičatost 142
- náhodná procházka 15, 30
- nástroje peněžního trhu 19, 150
- nemovitost 179
- nepředvídatelnost 30
- neschopnost
- platební 106
- neviditelná ruka trhu 28
- Nobelova cena 200, 201
- Nobelova nadace 199, 200, 201
- nová ekonomie 69–71
- nůžky
- intervalového odhadu 128

O

- objem peněz
- v ekonomice 71, 182
- obligace 19, 44, 61, 78, 151, 153
- dlouhodobé 152
 - krátkodobé 153
 - s nekonečnou dobou splatnosti 79, 153
 - střednědobé 153
 - zajištěné zástavou 138
- obrat aktiv 223
- odvětví 124

P

- panika 65, 143
- papíry
- cenné rizikové 51
- peněžní trh
- nástroje 61

- peníze 66
- perpetuita 79, 153
- pocit viny 47
- pojištění
- investiční životní 238
 - životní 206
- pokladniční poukázky
- americké 135
- polarizace
- sociální 214
 - trhu 213
- politika
- měnová 60, 189
- poplatky 202
- vstupní 206
- poradci
- investiční 32, 236
- portfolio
- hodnocení výkonnosti 131
 - konzervativní 195, 207
- pravděpodobnost
- platební neschopnosti 137
 - ztráty 45, 127, 128
- pravidlo
- Taylorovo 63, 189
- preference
- klientů 33
- prémie
- riziková 181, 185
- prodeje
- nucené 143
- průměr
- aritmetický 126
- průměrování nákladů 41
- předpověď
- chování kapitálových trhů 150
 - kursových výkyvů 15
 - výnosů akcií 150
- psychologie
- investiční 47
 - investování 215
- PX 50 122

R

ráj

– daňový 233

rating 136

– investiční dlouhodobý 136

– neinvestiční dlouhodobý 137

recese 187, 189, 192

Return on assets (ROA) 223

Return on equity (ROE) 223

returns 152

režim

– fixní měnový 145

riziko 13, 17, 18

– inflace 66, 112

– likvidity 121

– měnové 135, 185

– obligací 20, 153

– platební neschopnosti 136

– vytunelování 232

Rusko 103

růst 188, 189

– cen bytů 184

– HDP 186, 188, 189

– hospodářský 67, 87

– ROA 223

– úrokových sazeb 188

S

SAP 219

sazby

– úrokové 149, 181

S-křivka 217

směnky 19

smlouvání 179

spekulace

– komoditní 168

spread 50, 139

Standard & Poor's 108, 136–137

stav

– nerovnovážený 144

strategie

– hodnotová 164, 165

– indexová pasivní 202

– investiční 191, 205–207

– konzervativní 195, 198

– růstová 164, 165

– vyvážená 195

T

technologie

– nové 70, 161

teorie

– kvantitativní 187

– peněz 187

– racionálních očekávání 211

testování statistických hypotéz 131

transfer pricing 92

trend 14, 16

trh

– akciový japonský 14, 262

– cizích měn 171

– efektivita 142

– nedokonalý 211

– nemovitostí 179

– nemovitostí v prostředí malé otevřené ekonomiky 188

– peněžní 173, 174, 195

tričky

– manipulativní psychologické 230

t-test 131

U

úvěry

– bankovní zajištěné zástavou 138

V

Velká hospodářská krize 103

vklady

– bankovní 15

– termínové 18, 151

vnitřní hodnota kapitálového trhu 141

volatilita 121, 197

výběr tříd investic 191

výhody

– daňové 91, 118

výkyvy HDP 95

výnosy 15, 16, 149

– celkové 152

– cenných papírů 87, 149

– cizích měn 170

– dividendové 164, 223

– dlouhodobé 174

– do doby splatnosti 150

– kapitálové 19, 61

– krátkodobé 173

– kuponové 19

– obligací 152

– očekávané 126, 128, 136

– peněžního trhu 61

– požadované 195–197

– úrokové 61

W

Worth 39

Y

yields 152

Z

zahraničně-obchodní bilance 16, 144

záložna 19, 137

zátěž

– daňová 92

zdroje

– přírodní 95

zhodnocení

– kapitálu 201

zisky

– podnikové 89

zlato 17, 66, 202

zlatý standard 65, 70

změny

– investiční strategie 203

Rejstřík jmenný

A

Abramoff Eugene 171
 Alighieri Dante 66
 Allende Salvador 85
 Allen Frederick Lewis 143
 Armstrong Martin 34, 232
 Aronson Ted 36, 133
 Azpilcueta Martin de 67

B

Babson Roger 33
 Bacon Francis 121
 Bachelier Louis 168
 Barber Brad 24
 Barnewallová Marilyn MacGruder 47
 Barton Mark 32, 208
 Beebower Gilbert 191
 Bernoulli Daniel 171
 Bernstein Peter 81
 Bernstein William 26
 Biggs John 202
 Black Fischer 94
 Bradleyová Susan 235
 Brealey 29
 Brinson Gary 191
 Buffett Warren 165, 167
 Buiter Willem 92

C

Calderón Humberto A. 41
 Coates John 157

D

Dennis Richard 232
 Descartes René 149
 Dow Clifford G. 165
 Dow Charles 162

E

Easterly William 68
 Elfakhani Said 131

F

Fisher Irving 33, 65, 70
 Franklin Benjamin 92
 Fridrich Jan 238
 Friedman Milton 63

G

Garrison Michael 235
 Gordon Alexander 123
 Graham Benjamin 167
 Graham John 168

H

Hawtrey Ralph 65
 Herbert Joe 157
 Homer S. 84
 Hood Randolph L. 191
 Hull John 128
 Huxley Aldous 47, 141

CH

Chodorkovskij Michail 105

J

Johnson Ronald 31

K

Kendall Maurice 150
 Keynes John Maynard 55, 65, 68, 69, 94, 167
 Kiggen Jamie 32
 King Robert 68
 Kirman Alan 212, 214
 Kostolany André 180, 209, 233
 Kožený Viktor 232
 Kuttner Robert 55

L

Lao-c' 149
 Leeson Nick 232
 Leibowitz Martin 202

Levine Ross 68
 Levitt Arthur 158
 Lipson E. 124
 Litviněnko Alexandr 105
 Lynch Peter 38, 167

M

Malkiel Burton 34, 39, 202
 Mankiw Gregory 29
 Meriwether John 50, 51, 232
 Merton Robert 50, 52, 132, 232
 Miller William 133
 Minuit Peter 198
 Mises Ludwig von 66, 73
 Mojžiš František 232
 Myers 29

N

Napoleon 67
 Newton Isaac 70
 Niederhoffer Victor 232
 Nietzsche Friedrich 90, 205
 Nobel Alfred 50

O

Odean Terrance 24
 Ogger Günter 28, 29
 Olson Kenneth 160

P

Phillips Don 149
 Pinochet 85
 Prodi Romano 93
 Prosser Marc 171

R

Rebelo Sergio 68
 Remarque Erich Maria 83
 Robertson Julian 167

S

Samuelson Paul 29
 Sanborn Robert 27
 Sharpe William 52, 123
 Shiller Robert J. 253
 Scholes Myron 50, 232
 Sinefield Rex 29
 Sommer Ron 215
 Soros George 13, 167, 170
 Steinhardt Michael 167
 Stern Ken 149
 Sylla R. 84

T

Takáč Karel 232
 Taylor John Bryan 63, 97
 Tejkal Dušan 232
 Templeton John 167
 Tilton Keynes of 69

U

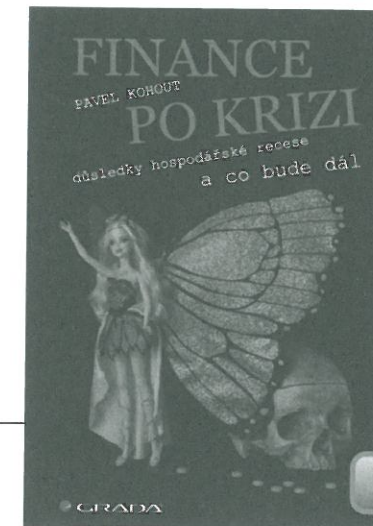
Uroš Štěpán II. 66

Y

Yardeni Edward 69, 70

Z

Zaher Tarek 131
 Zweig Jason 158, 160



PŘIPRAVUJEME

Finance po krizi důsledky hospodářské recese a co bude dál 2. rozšířené vydání Pavel Kohout

Finanční krize a následná recese jsou události, které pohnuly světem. Ačkoli nejsou u konce, lze již analyzovat vývoj, který k nim vedl. Kniha se v první části zabývá kořeny finanční krize, mechanismy a motivy jejího vzniku. Ve druhé části ji analyzuje z teoretického hlediska a z hlediska hospodářské politiky. V poslední části se zabývá dopady krize na chování investic a investorů. Autor shrnuje, co z krize vyplývá pro investiční chování, které teorie a modely se osvědčily a které nikoli. Pro studenty i učitele bude kniha neocenitelným aktuálním pramenem faktických informací. Publikace je psána srozumitelně, nevyžaduje po čtenáři speciální znalosti nad rámec ekonomických rubrik denního tisku či populárních časopisů ekonomického zaměření.

17×24 cm, asi 232 stran, cca 259 Kč, katalogové č. 4444

Publikace z nakladatelství Grada Publishing můžete zakoupit u svého knihkupce nebo objednat v Zákaznickém servisu nakladatelství:
 ČR – GRADA Publishing, a.s., U Průhonu 22, 170 00 Praha 7, tel.: +420 234 264 401, fax: +420 234 264 400,
 e-mail: info@grada.cz, www.grada.cz
 SR – Grada Slovakia s.r.o., Moskovská 29, 811 08 Bratislava, tel.: 02/556 45 189, fax: 02/556 45 289,
 e-mail: info@grada.sk, www.grada.sk

RaUc100805s1