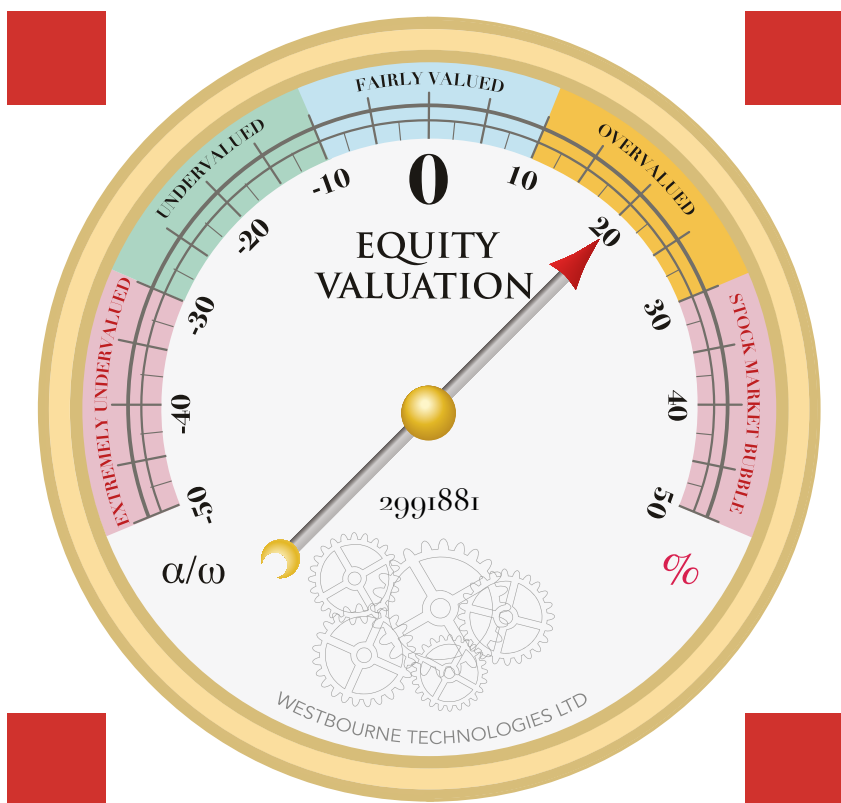


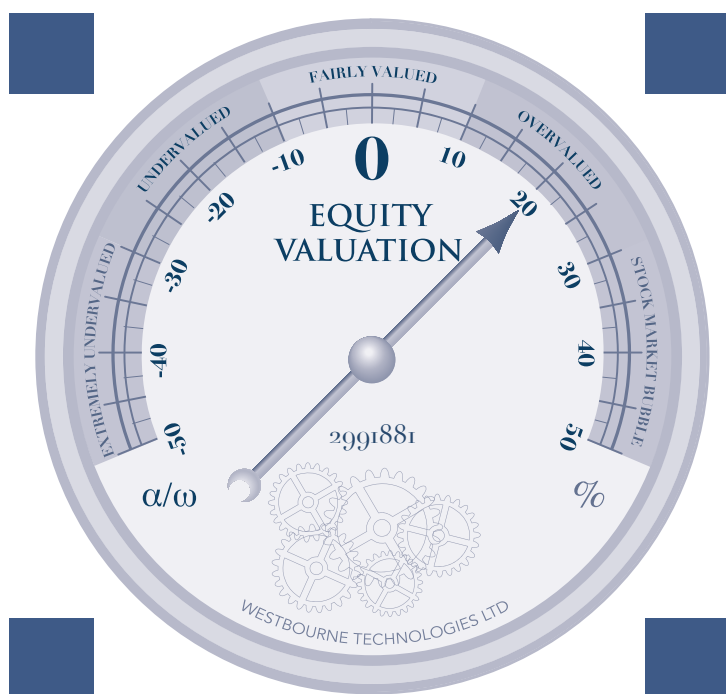
INVESTICE NOVÁ STRATEGIE



PAVEL KOHOUT

Věnováno mé milované ženě Anargul

INVESTICE NOVÁ STRATEGIE



PAVEL KOHOUT



Upozornění pro čtenáře a uživatele této knihy

*Všechna práva vyhrazena. Žádná část této tištěné či elektronické knihy nesmí být reprodukována ani šířena v papírové, elektronické či jiné podobě bez předchozího písemného souhlasu nakladatele. Neoprávněné užití této knihy bude **trestně stíháno**.*

Pavel Kohout

INVESTICE

Nová strategie

Vydala Grada Publishing, a.s.

U Průhonu 22, 170 00 Praha 7

tel.: +420 234 264 401, fax: +420 234 264 400

www.grada.cz

jako svou 7074. publikaci

Odpovědná redaktorka Ing. Michaela Průšová

Realizace obálky a ilustrace Tomáš Martinec

Sazba Antonín Plicka

Počet stran 216

První vydání, Praha 2018

Vytiskly Tiskárny Havlíčkův Brod, a.s.

© Grada Publishing, a.s., 2018

ISBN 978-80-271-2384-1 (ePub)

ISBN 978-80-271-2383-4 (pdf)

ISBN 978-80-271-2101-4 (print)

Obsah

Předmluva	7
Stručná historie investic	9
Klasické období: zlatý standard (do roku 1914)	10
Velká válka a její důsledky (1914–1928)	21
Období katastrof (1929–1948)	29
Čas dluhů, čas sluhů (1949–1980)	38
Monetarismus: nová pravidla hry (1981–2007)	43
Bankovní krize a její důsledky (od roku 2008)	55
Budoucnost (počínaje rokem 2019)	66
Standardní investiční teorie a její nedostatky	77
Pravdy podle učebnic	77
Fundamentální analýza	77
Technická analýza	83
Moderní teorie portfolia	83
Hypotéza efektivních trhů	95
Kritika hypotézy efektivních trhů	98
Aktivní a pasivní portfolio management	102
Katalog korekcí a medvědích trhů	107
Korekce akciového trhu a jak je poznat	107
Katalog medvědích trhů	110
Nejhorší medvědí trhy v historii	112
Dlouhodobé trendy úrokových sazeb	114
Jak poznat medvědí trh včas	117
Diagnostika medvědích trhů krok za krokem	118
Příklady včasné detekce medvědích trhů a Robot Investment Calculator	127
Podnikové zisky a návrat k trendu	132
Lidský faktor	134

Poznátky z praxe	145
Minulá výkonnost není zárukou... ..	145
Inflace není inflace	146
Vliv inflace na výnosy akciových trhů	148
Vliv inflace na výnosy nemovitostí	153
Klasifikace bublin	156
Riziko versus bezpečí	159
Varujte se špatných proroků	162
Druhy krizí	164
Osud jménem demografie	169
Jak investuje Nobelova nadace	171
Umělá inteligence a algoritmické investování	175
 Jakým investicím se vyhnout	 179
Čemu se vyhnout za všech okolností	179
Na co si dát velký pozor	184
 Praktický postup	 203
Jak postupovat – detaily	203
Jak postupovat – snadno a rychle	211
 Informační zdroje	 212

Předmluva

Uplynulo dvacet pět let a čtyři měsíce od počátku mé kariéry ve světě investic. Za tu dobu jsem zažil sérii různých finančních krizí, pěknou řádku klientů nejrůznějšího druhu, byl jsem u zakládání čtyř investičních společností a zažil řadu zajímavých projektů, úspěšných i těch méně zdařilých. (Úspěšných bylo více.)

Neuvádím to, abych se chlubil. Mnoho lidí dosáhlo větších úspěchů během kratší doby. O svojí kariéře píši proto, že kdybych tenkrát, v roce 1993, měl znalosti, které mám dnes, můj profesní růst by byl nesrovnatelně rychlejší. Před dvaceti pěti lety ovšem nebylo odkud čerpat. Ačkoli jsem přečetl všechny zahraniční učebnice v knihovně Vysoké školy ekonomické, nenašel jsem, co bych potřeboval nejvíce.

Naopak, přílišná důvěra v akademické teorie mě stála hodně peněz, zejména v roce 2000. Věřil jsem tehdy akademickým poučkám, že bubliny neexistují, vývoj trhu nelze nijak předpovídat a že tržní ceny v každém okamžiku odrážejí všechny dostupné informace.

Velká chyba.

Naštěstí se mi podařilo složit reparát z investiční praxe v následujících letech, kdy jsem finanční teorii podstatně přehodnotil. Ale zpět k tématu. V roce 1993 mi chyběla stručná, jasná a praktická publikace, která by mi vysvětlila, jak trhy fungují skutečně – nejen teoreticky –, jak se vyrovnat s výskytem tržních bublin, jaké indikátory jsou skutečně užitečné a jakým investicím se vyhnout. Knížka, jako je tato. Když jsem ji za celé čtvrtletí nikde nesehnal, musel jsem si ji zkrátka napsat sám.

Čtenářům přeji méně komplikovanou cestu k úspěchu, než jakou jsem měl sám.

Kostelec nad Labem, 1. října 2018

Stručná historie investic

Možná si položíte otázku, proč nás má zajímat něco, co bylo v minulém a předminulém století a co už dávno není pravda. Odpověď: Ve financích platí, že prakticky všechno se už někdy v historii stalo. Velmi málo jevů je skutečně nových. Nástupy nových technologií, změny daní, liberalizace nebo omezování obchodu, znárodnování a privatizace, hospodářské konjunktury a krachy, všechno už tu bylo nejméně několikrát.

Finance nejsou jako vývoj polovodičových technologií, nukleární fyzika nebo biotechnologie, kde neustále přicházejí nové objevy. Ve financích obvykle stačí sáhnout do přihrádky se správným letopočtem a najdeme historickou obdobu dějů, které právě probíhají kolem nás. Znalost historie nám nejen pomůže pochopit, jak se svět dostal do dnešního stavu, ale i to, co se může stát v budoucnosti. Historie má totiž tendenci se opakovat, byť nikdy ne doslova.

Je to proto, že finanční trhy odrážejí lidskou podstatu a ta je neměnná. Mohou přicházet nové ideologie i nové technologie, ale události kolem internetového boomu v roce 2000 v zásadě sledovaly stejný scénář jako vývoj trhu během euforie z železnic v 19. století. Krize 2008 mohla vypadat jako něco nebývalého, ovšem pouze pro pozorovatele, kteří nevěděli nic o letech 1931 a 1874. Novinkou byl pouze fakt, že rozhodující autority se ve své reakce alespoň částečně z historie poučili – což je potěšující skutečnost a zároveň doklad, že studium finanční historie má smysl. A technologie blockchainu? Znalci cenných papírů, které jsou doopravdy vytištěné na papíře, znají termín „rubopis“, což je v zásadě totéž, pouze realizováno tradičnější technikou.

Tato publikace nemůže odpovědět na všechny otázky vzhledem ke své stručnosti. Zaměříme se na jedno nebo dvě hlavní témata: jaké byly hlavní ekonomicko-finanční události posledních tří staletí a jak se odrazily na výnosnosti akcií, dluhopisů, případně nemovitostí, co se dělo s měnami a úrokovými sazbami. Nemůže jít o vyčerpávající výčet všech jevů – spíše o základní orientační mapku, která vám poskytne hrubý přehled. Věřím, že i tak to pro mnohé čtenáře bude objevná cesta.

Klasické období: zlatý standard (do roku 1914)

Dlouho panovala ve finančním světě jedna jistota: dolar, libra, frank, marka nebo rakouská koruna obsahovaly fixní množství zlata nebo stříbra. Tyto měny byly za zlato nebo stříbro přímo směnitelné. Navzájem mezi měnami fungovaly dlouhodobě stabilní převodní poměry, které byly jen výjimečně narušovány devalvacemi nebo revalvacemi.

Bankovní systémy v tomto období – které zhruba trvalo od poloviny 19. století až do počátku první světové války v roce 1914 – byly převážně neregulované a postrádaly státní garance. To mělo jednu výhodu a jednu nevýhodu. V dobách konjunktury nic nebránilo růstu, ale v dobách krizí naopak nic nebránilo řetězovým krachům bank. Tyto bankroty se přelévaly do průmyslu a stavebnictví s drtivými sociálními dopady. Není náhodou, že marxismus vznikl právě v tomto období: jednou z jeho centrálních tezí byla hypotéza o stále se prohlubujících cyklických krizích, které jednou kapitalismus zničí.

Dominantní událostí druhé poloviny 19. století byla Velká hospodářská krize, které si zaslouží speciální podkapitulu. Právě ona totiž mohla za rozšíření popularity marxismu, ona změnila politickou orientaci Německa, a tím pádem i historii Evropy.

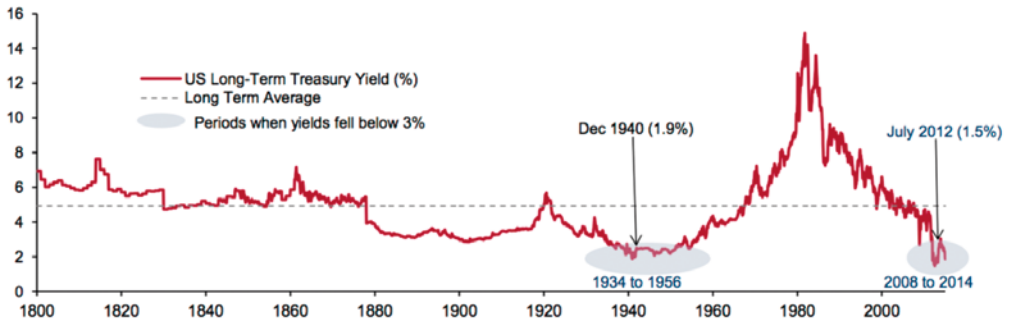
Nás však v této publikaci zajímají v první řadě investice: do akcií, dluhopisů, případně nemovitostí.

Dluhopisy

Začněme s dluhopisy. Období 19. století až do roku 1914 bylo ve většině vyspělých zemí celkem radostným obdobím pro majitele státních dluhopisů. Ti měli zaručeny bezpečné příjmy a díky dlouhodobě trvajícimu všeobecnému poklesu cen (díky globální konkurenci a růstu produktivity průmyslu) postupně rostla i kupní síla výnosů z dluhopisových kuponů, i když sazby zůstávaly dlouhodobě stabilní.

Jak je zřejmé z následujícího grafu úrokových sazeb amerických federálních dluhopisů, výnosy měly tendenci postupně klesat a až do roku 1918 se nedělo nic „divného“. Dokonce ani ničivá válka Severu proti Jihu se na trzích dluhopisů příliš neprojevila. (Mluvíme o americké Unii; Konfederace měla mnohem bouřlivější finanční historii se špatným koncem. Konfederace byla hospodářsky slabší a nedokázala financovat své válečné potřeby. Proto Jih prohrál válku.)

US Long-Term Treasury yield (%)



Zdroj: Credit Suisse, Robert J. Shiller, Thomson Reuters DataStream

Výnosy britských dluhopisů s nekonečnou dobou splatnosti (nekonečnost trvala fakticky do roku 2015, kdy je britská vláda předčasně splatila v souladu s prospektem emitenta) jsou zřejmé z následujícího grafu: sledujte modrou čáru. Červená zobrazuje nominální hodnotu britského vládního dluhu.

Britský státní dluh a míra výnosu dluhopisů s nekonečnou dobou splatnosti



Zdroj: Global Financial Data

Z grafu je nádherně patrné, jak se růst státního dluhu zastavil po napoleonských válkách. Díky tomu, že přibývalo investorů (a peněz), zatímco objem dluhopisů na trhu zůstával víceméně konstantní, rostla jejich cena, a tudíž klesala úroková sazba těchto dluhopisů. Rekordních cen dosáhly britské dluhopisy v roce 1897. Pak úrokové sazby rostly a ceny začaly klesat, neboť nález velkých zlatých zásob v Kalifornii vedl k očekávání vyšší inflace. (Ano, měnová politika v 19. století nebyla řízena centrálními

bankami, nýbrž objevy ložisek zlata. To je velký rozdíl oproti dnešku. Dříve byly impulsy expanzivní měnové politiky řízeny náhodnými objevy zlatých nalezišť; nyní jsou řízeny jen částečně náhodným impulsivním jednáním centrálních bankéřů. Pokrok je zřejmý.)

Jiným faktorem, který ovlivňoval měnovou politiku, byly války. V období války mohl být dočasně suspendován zlatý standard (směnitelnost měny za zlato a cizí měny), byly vydávány nekryté bankovky a inflace rostla. Zajímavý důsledek na měnovou politiku měla porážka Francie v roce 1871, kdy si Německo nechalo zaplatit gigantickou válečnou pokutu – více o této události později v příslušné podkapitole.

Akciové trhy starých časů

Jak vypadaly výnosy akciových trhů během 19. století? V první řadě, tehdejší burzy vypadaly výrazně jinak než ty současné, pokud jde o zastoupení odvětví a diverzifikaci. První moderní burza otevřená počátkem 17. století v Amsterdamu měla zpočátku jediný úkol: obchodovat s akciemi holandské Východoindické společnosti, která z tohoto důvodu burzu vlastně založila. Tehdejší investoři neměli příliš na výběr – slovo „diverzifikace“ jistě nepatřilo do jejich běžného slovníku!

Ještě velmi dlouho poté byly světové burzy omezeny na několik málo odvětví a několik desítek firem. V Evropě dlouho dominovaly obchodní společnosti: již zmíněná holandská Východoindická, dále britská Východoindická, Společnost jižních moří (která zkrachovala a ve které i Isaac Newton přišel o peníze) a několik málo dalších.

Tyto obchodní společnosti si ovšem nesmíme představovat jako skupinu manažerů, kteří z teplé kanceláře rozesílali objednávky a faktury. Britská Východoindická společnost (East India Company) například po desítky let vlastnila velkou část Indie (s právem vybírat daně) a měla dokonce vlastní armádu, jejíž početní stav dosáhl v roce 1844 celkem čtvrt milionu mužů. Tato armáda bojovala v několika válkách a podstatně ovlivnila britskou historii. Máme-li dnes pocit, že Apple, Google nebo Facebook jsou skutečně mocné síly, proti obchodním společnostem minulosti to ještě nic není!

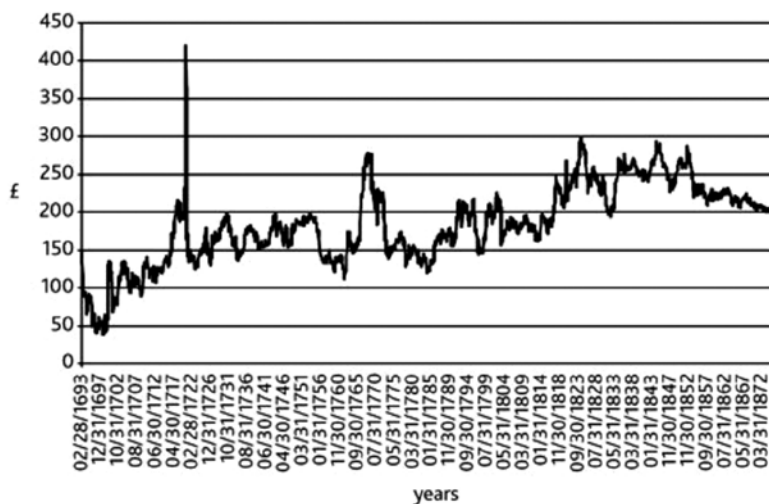
Ale u East India Company ještě chvilku zůstaňme. Její historie ukazuje, co se stane velkým společností, které vzbudí nežádoucí pozornost vlády.

„O zániku společnosti rozhodla samotná Británie,“ píše historik a ekonomický novinář Rob Wile, „neboť továrny na severu Anglie udělaly ze země průmyslovou velmoc. Kromě toho rostoucí životní úroveň, kterou společnost pomohla zvednout, vytvořila novou třídu obchodníků, kteří začali lobbovat v parlamentu za rovný přístup k zahraničním trhům. Dokonce anglikánská církev přispěla k pádu společnosti tím, že úspěšně lobbowała za založení biskupství v Indii; společnost tam dříve zakazovala misionářské aktivity.

V roce 1833 akcionáři formálně akceptovali znárodnění společnosti parlamentem. Jako kompenzaci získali záruku dividendy po dalších dvacet let. (...) V roce 1858 vláda společnosti v Indii skončila v důsledku povstání; britská koruna se stala přímou vládkyní Indie. Prvního června 1874 byla East India Company rozpuštěna.

Akcionáři obdrželi náhradu 200 liber za akcii, což nebyla špatná cena. Nicméně historie nás učí, že žádný strom neroste do nebe. Čím větší společnost, tím větší potenciální problémy – a ani čtvrtmilionová soukromá armáda nestačí.

Vývoj akcií britské Východoindické společnosti, 1693–1874

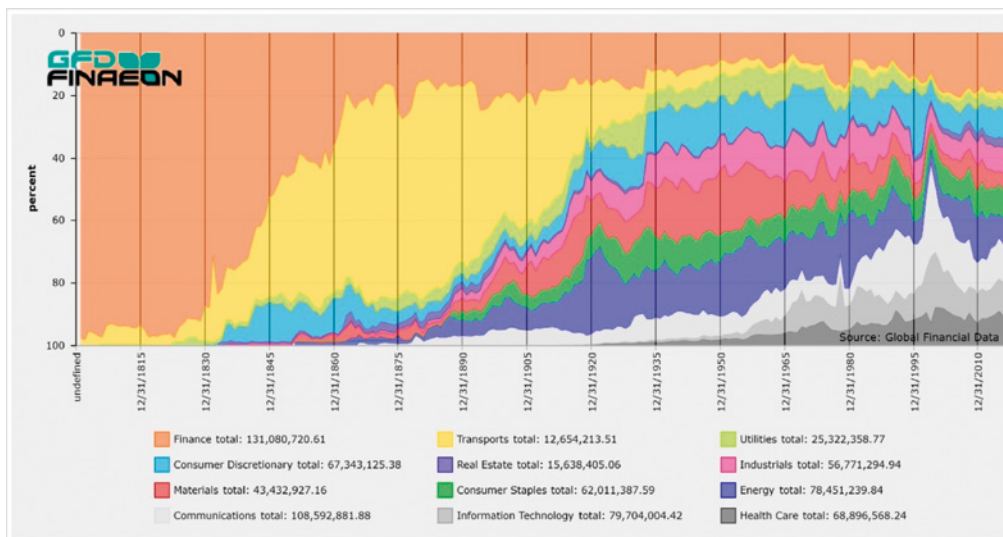


Kromě obchodních společností během první poloviny 19. století patřily burzy vlastně jen dvěma odvětvím: bankám a železničním společnostem. Banky patřily ke kapitálově nejsilnějším společnostem a železnice byly tehdy stejně důležité jako dnes automobilky, telekomunikace a počítače dohromady – bylo to klíčové odvětví, vrchol modernosti a motor pokroku.

Následující graf ukazuje vývoj struktury amerického akciového trhu podle podílu kapitalizace jednotlivých odvětví. Spojené státy neměly žádnou koloniální obchodní společnost – samy se teprve nedávno osvobodily. Kromě toho nepotřebovaly kolonie, na Západě byl více než dostatek řídké osídlené půdy. (Ne, nebudeme zde morálně a právně hodnotit truchlivou historii severoamerických indiánů, ani mnohdy ještě krvavější historii indiánů v Jižní Americe.)

Je zřejmé, že průmysl začal mít větší význam teprve až koncem 19. století. Mimochodem, index Dow Jones Industrial začal být publikován v roce 1896 a stále patří k nejznámějším indexům na světě, i když jeho složení se od té doby změnilo k nepoznání.

United States sectors 1800 to 2018



Zdroj: Global Financial Data

Naproti tomu Dow Jones U.S. Railroads Index, který se v současnosti skládá již jen ze sedmi akcií, sleduje již jen hrstka specialistů. Možná je to škoda, protože i „zastaralé“ odvětví může nést famózní výnosy: 15,5 procenta ročně od července 2001 do července 2018 je impozantní výkon, navíc při překvapivě nízké volatilitě! (Ale pozor na odvětvové indexy, ještě si o nich něco povíme později.)

Jaké byly průměrné výnosy akciových trhů během éry klasického zlatého standardu? Podle údajů profesora Roberta Shillera, které zachycují období 1871–1914, činily 11,84 procenta ročně, přičemž 5,03 procenta připadalo na dividendové výnosy. Průměrná volatilita dosahovala 15 procent ročně, což je prakticky stejná hodnota, jaká byla pro americký akciový trh typická i během 20. století až do současnosti – samozřejmě hovoříme o průměrné hodnotě, nikoli o výjimečných hodnotách volatility během finančních krizí.

Když je řeč o finančních krizích, období od roku 1870 do roku 1910 na ně bylo bohaté. Vážné bankovní krize se v USA odehrály v letech 1873, 1884, 1893 a 1907, v Německu v letech 1873, 1880, 1891 a 1901. Vysoká frekvence krizí se zdála potvrzovat Marxovu teorii o konci kapitalismu, která se tehdy dostávala do módy. Naproti tomu inflace spotřebitelských cen rostla jen během válečných dob (1812 – válka s Velkou Británií, 1861 – válka Severu proti Jihu.)

Jinak cenová úroveň zůstávala stabilní, anebo dokonce mírně klesala. Podle oficiálních údajů z amerického Bureau of Labor Statistics, ceny v roce 1914 byly o 43,18 %

nižší než ceny v roce 1814. Dolar zaznamenal průměrnou deflaci v hodnotě 0,56 % ročně.

Pro srovnání, o sto let později. Ceny v roce 2014 byly o 2 267,36 % vyšší než ceny v roce 1914. Dolar zaznamenal průměrnou inflaci v hodnotě 3,21 % ročně.

Dolar přitom během 20. století patřil mezi stabilnější světové měny!

Ale tím se již dostáváme do úplně jiné éry.

Velká finanční krize roku 1874

Německo je tajuplná a těžko pochopitelná země. Na jedné straně vyniká ve všech oborech průmyslu, na které si vzpomenete, a to již od 19. století. Málokterý národ se může pochlubit takovým počtem vynikajících vědců, inženýrů, konstruktérů a vynálezců jako právě Němci. Totéž platí pro podnikatele, od těch největších až po živnostníky.

Na straně druhé je podivné – dokonce nepochopitelné – kolika zásadních strategických chyb se Němci dopustili ve sféře financí, ať jde o měnovou politiku, rozpočtovou politiku nebo komerční bankovníctví. Pro kapitálové trhy to platí rovněž. Němci mají velkou tradici katastrofálních finančních omylů, která pravděpodobně ještě není ukončena.

Vraťme se nyní do roku 1871, kdy čerstvě sjednocené Německo drtivě porazilo Francii. Šlo o první a zároveň poslední válečné vítězství sjednoceného Německa – v mnoha německých městech dodnes najdete hrdé památníky z roku 1871.

Kromě anexe Alsaska a Lotrinska si Berlín nechal zaplatit válečnou pokutu v ohromující výši pět miliard franků ve zlatě. Je problematické vyčíslit, kolik by to bylo v dnešních penězích, ale podle výpočtů moderních ekonomů (Michael B. Devereux a Gregor W. Smith) se jednalo o příspěvek ve výši 20 procent německého HDP po dobu tří let. (Pro srovnání: zkuste si představit, že by česká vláda dostávala finanční dotaci o velikosti 1 260 miliard korun po dobu tří let bez vazby na konkrétní účel!)

Němci uvažovali přímočaře: cílem bylo na vyhrané válce vydělat a zároveň oslabit Francii. Oslabit Francii se však nepodařilo. Francie zaplatila rychle a překvapivě snadno, její ekonomika nebyla nijak podstatně dotčena. Existuje dokonce názor, že Francii tato pokuta paradoxně pomohla: přispěla k rozvoji dluhopisového trhu a omezila schopnost vlády nepromyšleně utrácet.

V Německu tento příliv peněz vyvolal mimořádný investiční boom. Vláda stáhla stříbrné tolary a zavedla zlatem krytou měnu. Peněžní zásoba vzrostla během tří let z 254 milionů marek na 762 milionů – doklad, že i zlatem plně krytá měna může být inflační (což Němce tehdy vůbec nenapadlo; žili v prostém přesvědčení, že čím více peněz, tím lépe).

Peníze se rychle dostaly do soukromého sektoru a začalo se s nimi podnikat: průmysl, stavebnictví, burza, vše šlo rychle nahoru. Podobně tomu bylo i v Rakousku, které bylo

s Německem těsně hospodářsky spjato. Období do roku 1874 je dodnes označováno jako gründerický kapitalismus. Týkal se i českých zemí, například První Českomoravská továrna na stroje v Praze (pozdější ČKD) byla založena právě v roce 1871. Mezi významnými společnostmi založenými v oné době byla i dodnes fungující Deutsche Bank, ale k ní se vrátíme až o několik krizí později.

Jenomže ani císař Vilém I., ani kancléř Bismarck si neuměli představit důsledky této velké konjunktury. Ve financích vždy platí, že nadbytek kapitálu vede ke ztrátovým investicím, ať už jsou financovány úvěrem nebo úpisem akcií. V tehdejší Německu a Rakousku se úvěrovalo a upisovalo vskutku hojně. Německý diplomat Arthur von Brauer napsal v roce 1872, že *„Berlín plave v penězích a přepychu. Každý, od šlechticů po dělníky, hraje na burze.“*

O dva roky později byla scéna radikálně odlišná. Krize začala pádem akcií na vídeňské burze dne 9. května 1873. Ihned se dostavila bankovní krize v Rakousko-Uhersku, Německo následovalo v září 1873. Von Brauer komentoval tehdejší situaci v Berlíně roku 1874 takto:

„Neslavně proslulí gründerští milionáři se stali žebráky; nemálo z nich bylo ve vězení. Dělníci byli buď nezaměstnaní, nebo pracovali za hladové mzdy. Celé město bylo depresivní a nešťastné.“

Krize se ze středoevropského prostoru rozšířila do celého tehdejšího vyspělého světa, včetně Británie a USA, byla nezvykle hluboká a hlavně dlouhá. Němci nevěděli, jak na ni reagovat. Neexistovala centrální banka jakožto věřitel poslední instance s možností poskytovat záchranné úvěry: Německo mělo až do roku 1876 celkem 38 bank, které měly licenci pro emisi peněz.

Průkopník spořitelních družstev a německý politik Franz Hermann Schulze-Delitzsch tehdy napsal:

„Léta plynou a důvěra, která je duší veškerého zdravého obchodu, se stále nechce vrátit. Stále se nedaří zlomit kletbu, která tíží naše hospodářství. Selhání nepoctivých podniků je následováno bankroty ostatních, které nesou následky jejich ztrát. Dokonce i firmy, které by se za normálních podmínek mohly zotavit ze škod, začínají padat, neboť objem tržeb zaostává i za těmi nejskromnějšími očekáváními.“

Krize v Německu trvala až do roku 1879, ale její dozvuky ve světě byly patrné dokonce ještě po roce 1890. Důsledky byly ohromné. V Německu krize vyvolala odpor proti hospodářskému liberalismu. Německo totiž prakticky současně s přílivem francouzských peněz podstatně liberalizovalo obchod a podnikatelské podmínky. Osvobození ekonomiky od cel a zastaralých cechovních regulí samo o sobě za krizi nemohlo. Ovšem v konzervativních kruzích byly liberální reformy označovány za zdroj zla. (Možná nám to připomíná zcela nedávnou historii, nejen německou.)

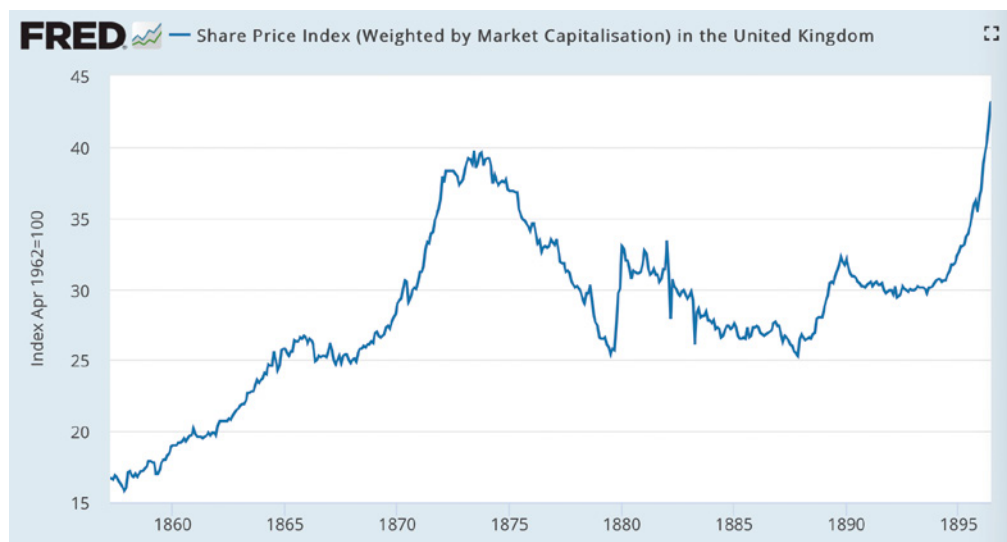
Mnohem nebezpečnější silou než konzervativci – kteří pouze chtěli zachovat staré pořádky – se stali socialisté, kteří usilovali o zničení systému. První díl Marxova Kapitálu vyšel v roce 1867. Ve světle krize, která následovala jen o několik let později, musel mnoha současníkům připadat jako geniální, prorocká kniha.

Dnes víme, že Marx sice povrchně popsal krizi z nadvýroby, avšak nevěnoval pozornost původní příčině oné nadvýroby: umělému nadbytku kapitálu, který pocházel z vojensko-politického rozhodnutí vlády. Podobně marxisté i mnozí nemarxističtí politici ignorovali skutečné příčiny dalších krizí během 20. a 21. století, které byly obvykle způsobeny chybnou (příliš expanzivní) měnovou politikou centrálních bank.

Bez německé krize let 1873–1879 by se marxismus nikdy nestal silou, která ovládla velkou část světa během dvacátého století. Kdyby se vítězné Německo rozhodlo v roce 1871 pro podstatně menší válečné reparace, svět by možná nikdy neslyšel o Leninovi, Stalinovi, Maovi, Pol Potovi a dalších komunistických hrůzovládcích.

A velmi pravděpodobně by neslyšel ani o Hitlerovi, neboť jedním z důsledků německé hospodářské krize byla i první velká vlna antisemitismu v novověké historii Německa. A jak vypadaly výnosy akcií během krize? Německý akciový index z té doby není k dispozici, víme však, jak se vyvíjely britské akcie.

Cenový index britských akcií během Velké krize počínaje rokem 1874

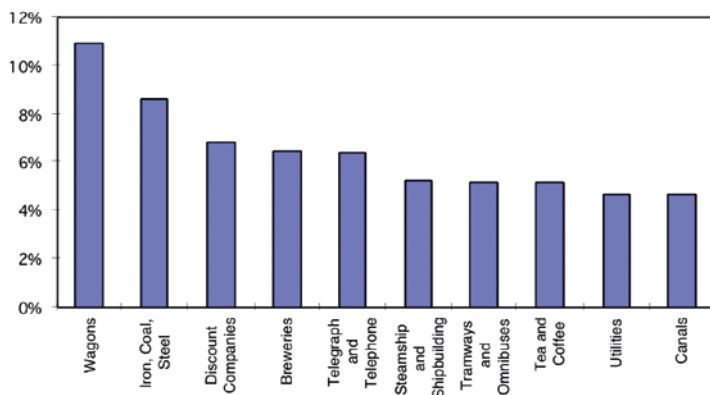


Zdroj: Bank of England

Růst cen akcií byl však jen částí celkových výnosů z vlastnictví akcií v 19. století. Průměrné dividendové výnosy v Británii byly velmi podobné americkým. Vyplácet

dividendy nebyl problém, protože tehdejší míra zdanění příjmů byla velmi přátelská. Konfiskativní válečná rozpočtová politika byla ještě věcí budoucnosti – tragického 20. století.

Dividendové výnosy britských akcií, 1890–1903



Zdroj: The British Stock Market and British Economic Growth, 1870–1914.
Richard S. Grossman, J. Bradford De Long, December 1996

Poučení a závěry pro dnešek

Proč jsme věnovali tolik prostoru historii, která je dávno pryč a která se už nikdy nevrátí? Z několika důvodů:

- Některé historické epizody se mohou opakovat – v nových reáliích, v obměněné podobě, ale vše již svět jednou viděl.
- Například krize roku 1873, která se opakovala v letech 1931 a 2008.
- Historie ukazuje, že je možná i jiná „verze světa“ než ta, kterou známe.
- Historie též ukazuje, že změny mohou nastat překvapivě rychle.
- Zároveň však platí, že některá fakta mají obecnou platnost pro různá historická období.
- Především ale historie ukazuje, jak lidé (trhy i státy) reagují na různé situace, jak se postupně mění chápání světa a kam svět možná směřuje.

Abych byl konkrétní – zde je několik charakteristik období zlatého standardu, které můžeme srovnat se současností.

■ *Krytí měny cenným kovem bylo prioritou*

Během období zlatého standardu bylo prvořadou prioritou udržovat zlaté krytí měny. Bylo tomu podřízeno vše: centrální banka nebo ministerstvo financí (nezávislost centrální

ních bank tehdy neexistovala) byly ochotny úmyslně způsobit recesi, jen aby zabránily devalvaci měny a inflaci. Bylo to sice skvělé z hlediska drobného střádala, ne tak skvělé z hlediska finanční stability a makroekonomických výsledků.

V ekonomii tehdy rozhodovali především právníci. Ti chápali závazek státu kryt bankovky zlatým obsahem jako něco posvátného, nedotknutelného a neporušitelného – jako jednostranné porušení smlouvy státu s občanem, jako platební neschopnost státu.

Dnešní vnímání měnové politiky nemůže být více odlišné. Měna je chápána jako hra s čísly, centrální banka může hrát tuto hru tak, jak její vedení uzná za vhodné. Výsledky jsou zřejmé.

■ *Dlouhodobě nízká inflace*

Výsledkem právnícky striktní interpretace zlatého (případně stříbrného) standardu byla obdivuhodná cenová stabilita. Dolar měl v roce 1914 o 43 procent vyšší kupní sílu než o sto let dříve; britská libra byla o 31 procent silnější.

■ *Občasné finanční krize (bankovní krize, měnové krize)*

Nízká inflace nebyla zdarma. Čas od času nastala bankovní krize, kterou centrální banka nemohla vyřešit, neboť záchrana bank pomocí nekrytých peněz nebyla z právních důvodů možná. Jedinou situací, kdy centrální banka směla tisknout nekryté peníze, byl válečný stav.

Bankovní krize vznikaly proto, že čas od času některá banka neměla dostatek hotovosti, aby pokryla své závazky. Pokud zkrachovala, neexistoval záchranný mechanismus, který by zabránil šíření paniky na další banky.

■ *Liberální ekonomika*

Dnes jsme zvyklí, že každý aspekt lidské činnosti je sešněrován nejružnějšími zákony, vyhláškami nebo jinými normami a kontrolován některým z četných úřadů. Pokud na něco náhodou chybí regulace nebo úřad, máme tendenci být nervózní. Zvykli jsme si na kulturu „co není dovoleno, je zakázáno, a co je dovoleno, je regulováno a několikrát zdaněno.“

Západ však až do roku 1914 nebyval takový. Většina hlavních světových ekonomik bývala ekonomicky liberální, což je ostatně důvod, proč se tyto země vůbec staly hlavními světovými ekonomikami.

Dnes jsme zvyklí, že stát přerozděluje zhruba třetinu až polovinu hrubého domácího produktu; před první světovou válkou se jednalo o několik procent. Díky nízké daňové zátěži a neregulovanému kapitalismu Západ zbohatl a stále zůstává bohatým, ačkoli již ztratil velkou část sil, které mívával dříve.

■ *Nízké úrokové sazby*

Úrokové sazby bývaly během éry zlatého standardu nízké a poměrně stabilní. Neexistovala žádná měnová politika v dnešním smyslu tohoto termínu. Stabilitu však narušovaly příležitostné finanční krize, které bývaly častější než v současnosti.

■ *Strukturální změny*

Během 19. století došlo k zásadní změně struktury ekonomiky a akciového trhu. Průmyslová revoluce nejprve vynesla na výsluní zájmu železnice. Když toto odvětví obsadilo větší část burzovní kapitalizace, začalo samo postupně vyklízet pozice nově vzniklým odvětvím. Konkrétně například nově vzniklému automobilovému průmyslu a telekomunikacím.

Když se podíváme na graf cen akcií britských železničních společností v 19. století, vidíme podobnou historii, jaká se opakovala kolem roku 2000 s americkým indexem technologických společností NASDAQ: vzestup a pád. Mění se realie, mění se odvětví, mění se struktura burzovní kapitalizace, ale psychologie trhu zůstává stále v zásadě stejná. To je možná nejvýznamnější poznatek ze studia finanční historie. Mnohdy se stačí podívat do historie, abychom věděli, co se děje dnes.

Akcie britských železničních společností



Zdroj: Global Financial Data, Inc.

Příklad: V době psaní tohoto textu tržní kapitalizace společnosti Apple přesáhla 1 000 miliard dolarů a je větší než celý sektor materiálů, nemovitostních akcií, telekomunikací a síťových odvětví v USA. Jsme svědky strukturální změny amerického

akciového trhu směrem k odvětví informačních technologií, což zahrnuje i obchodování na internetu (Amazon) nebo sociální sítě (Facebook).

Zdali akcie zmíněných společností budou sledovat vzor železničních akcií během 19. století, se teprve ukáže, ale dějiny napovídají, že žádný strom neroste do nebe. To je možná hlavní poučení z historie kapitálových trhů do roku 1914.

Velká válka a její důsledky (1914–1928)

Admirál John „Jackie“ Fisher, velitel britského námořnictva, předpověděl v roce 1911, že v říjnu 1914 začne válka. Tou dobou totiž měl být otevřen Kielský kanál, který by umožnil německým válečným lodím volnou cestu mezi Baltským a Severním mořem. Tím by Německo získalo zásadní strategickou výhodu a nastal by vhodný čas pro vyhlášení dávno plánované války.

Admirál Fisher neměl o agresivních úmyslech Německa sebemenší pochybnosti a jeho odhad byl téměř dokonalý: válka začala jen o tři měsíce dříve, a to pouze proto, že Němci urychlili práce na stavbě kanálu. Jeho odhad ukazuje, že klíčové historické události lze v některých případech očekávat, pokud přesně znáte myšlení, činy a schopnosti klíčových aktérů. Mimochodem, termín „světová válka“ (Weltkrieg) se poprvé objevil v korespondenci německého polního maršála Alfreda von Waldersee již v roce 1887. Světová válka nepřišla jen tak náhle, byla dlouhodobě plánována.

Příčiny a důsledky Velké války

Velká válka znamenala zásadní zlom ve všem: v sociálních otázkách, v politice, v měnové politice, v rozpočtové politice, zkrátka ve všech oblastech společenského života. Technické inovace jako válečné letectvo, tank nebo bojové plyny nechávám v této publikaci stranou.

Bez Velké války by nebylo bolševické revoluce v Rusku ani pozdějšího vzniku sovětského bloku. Hirošima by byla jen obyčejné město v Japonsku a Osvětim bezvýznamný polský zapadákov. Čína by neprošla hrůzami Maova „Velkého skoku vpřed“ a „Kulturní revoluce“. Britské impérium by se rozpadlo mnohem později a nástupnické státy by pravděpodobně byly bohatší a lépe spravované. Svět by se vyvíjel jinak, velmi pravděpodobně lépe.

Zůstaňme však nyní v období Velké války a krátce po ní. Proč vlastně Němci šli do tak velkého konfliktu?

Základní vysvětlení je ekonomické. Německo bylo začátkem 20. století nejvyspělejší evropskou zemí, jejíž průmysl předstihl Británii, Francii a všechny další státy. Němci

ale vzhledem k pozdnímu sjednocení (1871) nestihli vybudovat „pořádnou“ koloniální říši jako ostatní velmoci. Cítili potřebu získat trhy, neboť německé zboží naráželo všude ve světě na celní bariéry. Rakušané na tom byli podobně.

Historik Niall Ferguson vysvětluje, že strategickým cílem Velké války nebyla genocida „méněcenných“ národů a vlastně ani životní prostor – cílem bylo vybudovat cosi jako Evropskou unii, kde by se německá ekonomika mohla plně rozvinout díky zrušení celních a jiných bariér.

Tohoto cíle Německo dosáhlo až v moderní době, kdy si Němci konečně uvědomili, že je levnější a méně rizikové koupit si své protivníky, než je porazit vojensky.

Vynechme samotný průběh Velké války, neboť nejde o téma této publikace. Lze nicméně konstatovat méně známý fakt, že Německo prohrálo válku nejen kvůli chybné vojenské strategii (plán mohutného útoku jezdeckta od francouzských hranic až k Paříži byl z jiného století a ztroskotat na prvním zákopu), ale také v důsledku méně vyspělého finančního systému. Britové, Francouzi a Američané byli schopni rychle a účinně mobilizovat finance pro vedení války, což byl hlavní faktor vítězství Spojenců.

Po válce bylo všechno jinak. Podstatně vzrostly dluhy a daně, a to ve všech válčících státech. Mnohé státy poprvé zavedly daň z příjmu: Francie v roce 1914, Austrálie v roce 1916, Kanada v roce 1917. „Existovali optimisté, kteří si představovali, že po konci války daně poklesnou zpět,“ napsal historik Cyril Northcote Parkinson v roce 1960. „Ale to se nestalo.“

Vzrostla velikost a moc státu – a stát jen nerad, pomalu a částečně se této moci vzdával. Západní mocnosti se již nikdy nevrátily do stavu liberální, lehce regulované a mírně zdaněné ekonomiky, který panoval před rokem 1914. Válka představovala tak velkou ránu pro finance bojujících států, že její následky nebyly nikdy plně překonány.

Příklad: Británie vybrala v rozpočtovém roce 1913–1914 na daních celkem 47,249 milionu liber; v roce 1920–1921 to bylo 387 milionů liber. Podíl vlády na hrubém národním důchodu vzrostl z 15 procent (1913) na 28 procent v roce 1932 a později na 30 procent v roce 1938. (Tato čísla uvádí C. Northcote Parkinson ve své knize *The Law and the Profits*; ano, je to ten Parkinson, kterého známe z knihy *Zákony profesora Parkinsona* a název nezkráceného anglického originálu odkazuje na druhý Parkinsonův zákon: Výdaje rostou adekvátně s příjmy.)

Každá válka znamená nápor na veřejné finance a na stabilitu měn. Výsledky lze shrnout do několika bodů:

- Zvýšená inflace, nápor na zlatý standard
- Vysoké a progresivní daně
- Růst počtu státních zaměstnanců všeho druhu