

Zkroťte krizi, ovládněte finanční trhy!

Investujte s českými experty

Radomír Čížek



CRADA

Doporučení předních
českých investorů



Zkroťte krizi, ovládněte finanční trhy!

Investujte s českými experty

Radomír Čížek



Doporučení předních
českých investorů



Upozornění pro čtenáře a uživatele této knihy

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

Edice Finanční řízení

Bc. Radomír Čížek

Investujte s českými experty

Doporučení předních českých investorů

TIRÁŽ TIŠTĚNÉ PUBLIKACE:

Vydala Grada Publishing, a.s.
U Průhonu 22, Praha 7 jako svou 4792. publikaci

Realizace obálky Štěpán Korčíš
Sazba Jan Šístek
Odpovědná redaktorka Ing. Michaela Průšová
Počet stran 288
První vydání, Praha 2012
Vytiskly Tiskárny Havlíčkův Brod, a.s.

© GRADA Publishing, a.s., 2012

ISBN 978-80-247-4048-5

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

ELEKTRONICKÉ PUBLIKACE:

ISBN 978-80-247-8004-7 ve formátu PDF
ISBN 978-80-247-8005-4 ve formátu EPUB
ISBN 978-80-247-8006-1 ve formátu MOBI

Obsah

Úvod	7
<i>Pavel Kohout</i>	
Měnové agregáty předpovídají krize i burzovní výkyvy	9
<i>Jan Traxler</i>	
Základem úspěchu je diverzifikace	31
<i>Daniel Gladiš</i>	
Akcie znamenají svobodu a možnost realizace vlastních myšlenek	49
<i>Petr Žabža</i>	
Než začnete spekulovat, ujasněte si svá očekávání	67
<i>Jaroslav Brychta</i>	
Evropě a USA hrozí kocovina z levných peněz	89
<i>Jakub Sýkora</i>	
Rozvojové trhy – potenciál, který může Evropa závidět	111
<i>Jiří Lengál</i>	
Lidé rádi investují na „domácím hřišti“	133
<i>Martin Pecka</i>	
I v době krize jsou některá odvětví zisková	153
<i>Štěpán Pírko</i>	
Býčí trh v cenách komodit bude pokračovat	173
<i>Martin Kujal</i>	
Od státních dluhopisů výnosy nečekejte	193
<i>Michal Stupavský</i>	
Při investování hrají hlavní roli emoce	215
<i>Jaroslav Brzoň</i>	
Investiční certifikáty – revoluce i džungle plná nástrah	239
<i>Martin Skalický</i>	
Investice do nemovitostí zkrátí inflaci	259
Shrnutí	281

Úvod

Vážení čtenáři,

dostává se vám do rukou další z knih o fascinujícím světě finančních trhů a investování. Většina dosud dostupné literatury je zaměřena na popis jednotlivých investičních nástrojů, zásad investování, případně komentují nějaké významné události, které ovlivňují ekonomiky a s tím i finanční trhy.

Málokterá kniha však dokáže přinést skutečně praktické rady a doporučení. Proto jsme požádali přední české odborníky v oboru portfolio managementu, ekonomie a investičního poradenství, aby se s námi podělili o svoje myšlenky, strategie a zkušenosti. Výsledkem je kniha s názvem *Investujte s českými experty*, která obsahuje třináct rozhovorů, v nichž s každým z oslovených diskutujeme o konkrétním tématu jeho profesionálního zaměření. Dozvíte se mj. i to, jaké byly investiční začátky a vývoj kariéry těchto úspěšných finančníků. Tím se tato kniha stává komplexní praktickou příručkou pro všechny začínající investory.

Rozhovory v této knize se odlišují svou hloubkou, nadčasovostí a praktickou využitelností od těch, které dnes můžete nalistovat na stránkách novin. Cílem pokládaných otázek bylo představit strategie, které čeští portfolio manažeři používají při správě aktiv svých klientů, případně při obchodování s vlastními penězi, podrobně popsat výhody a nevýhody jednotlivých investičních nástrojů a získat dlouhodobý investiční výhled různých druhů aktiv (akcií, dluhopisů, měn, komodit či nemovitostí), sektorů ekonomiky či regionů.

Začínající investor si po přečtení knihy dokáže vybrat z různých odpovědí ty, které nejvíce vyhovují jeho investičnímu stylu a získá různé názory na témata, která nejvíce hýbou současnými finančními trhy. Často diskutovanými tématy jsou především dluhová krize v eurozóně (potažmo ve vyspělých zemích), fenomén jménem Čína, růst ceny zlata nebo budoucnost energetiky, protože právě zde se naskytá mnoho investičních příležitostí, ale zároveň také nástrah.

Na závěr vám každý z oslovených expertů poskytne své osobní doporučení, jak byste se měli chovat pro naplnění svých finančních cílů, součástí každého rozhovoru je společná anketa, v níž všechny osobnosti odpovídají na shodných pět otázek.

Věřím, že vám tato kniha pomůže zvýšit finanční gramotnost, zdokonalit investiční strategie, vytvořit si vlastní výhled do budoucna a že díky ní dosáhnete mnoha investičních úspěchů.

Radomír Čížek

Měnové agregáty předpovídají krize i burzovní výkyvy

Dnešní doba se může mnoha investorům zdát poněkud nečitelná. Trhy v současnosti hýbou především prohlášení politiků a nová opatření centrálních bank, ať se jedná o ECB nebo Fed. Aby se investoři dokázali v budoucnosti lépe orientovat, měli by získat základní přehled o makroekonomických faktorech a ukazatelích, které ovlivňují trhy, a měli by mít dobré znalosti nástrojů, které mají centrální banky a politici k dispozici.



Z makroekonomické analýzy vycházejí fundamentální analytici, kteří zastávají tzv. přístup top-down (shora dolů), protože právě obecné makroekonomické prostředí je tím, co vytváří podmínky pro vývoj jednotlivých finančních aktiv i například ziskovost firem. Na toto téma jsem si povídal s ekonomem společnosti Partners PAVLEM KOHOUTEM. Naše diskuze se stočila mj. také k tomu, jak hodnotí práci politiků.

■ **Pane Kohoute, česká veřejnost vás jistě zná jako uznávaného ekonoma. Co vás k tomuto oboru přivedlo?**

V mém případě se jedná spíše o profesní omyl, protože jsem původně chtěl být vývojářem počítačových her. Dokonce jsem jich několik napsal, z nich některé se i částečně prodávaly. To bylo na začátku devadesátých let a v té době jsem si sám dělal analýzy, kódování, podporu prodeje, marketing a nakonec i účetnictví. Při tom všem se ještě předpokládalo, že budu chodit do školy. Když přišla kupónová privatizace, řekl jsem si, že je na čase napsat nějakou bombu. Tak jsem vytvořil simulátor obchodování na burze. Ale byl to komerčně nejméně úspěšný software, jaký jsem kdy prodával. Všeho vsudy jen asi pět kusů. Všichni tvrdili, že burze nerozumějí a že to nechají na experech.

Z těch pěti kusů si nicméně čtyři koupily české investiční privatizační společnosti a z těch čtyř společností se mi tři ozvaly a pozvaly mě k sobě na pohovor. Takže se psal květen 1993 a já jsem během jednoho dne dostal tři pracovní nabídky – tenhle rekord jsem už nepřekonal. Nepodařilo se mi tedy prodat software, nýbrž sebe samotného, ačkoliv jsem to původně vůbec neměl v úmyslu.

■ **Která nabídka u vás nakonec zvítězila?**

Vybral jsem si tehdejší PPF investiční společnost, kam jsem byl mylně přijat jakožto investiční odborník, ačkoliv jsem o investicích neměl ani páru. Ale tu neměl tenkrát na VŠE nikdo. Vše jsem si musel nastudovat v knihovně, která našťastí měla dostatečnou

zásobu amerických učebnic financí. Jelikož jsem byl na škole skoro jediný, kdo si je půjčoval, měl jsem literatury dost.

Pokud jde o výuku samotnou – tehdy, v roce 1992, opravdu nebylo mnoho vysokoškolských učitelů, kteří ovládali teorii portfolia, hodnocení cenných papírů, opcí a tak dále. Takže jsem si dělal cvičení podle amerických učebnic a programoval jsem si finanční modely a algoritmy. Teprve, když jsem něco schopný naprogramovat, mám pocit, že tomu rozumím.

■ ***Původním vzděláním jste tedy programátor, nebo ekonom?***

Já vlastně ani nevím, čím jsem vzdělán. Když se mě někdo zeptá, kde jsem studoval, odpovím, že v posteli (smích).

■ ***Co vás na tomto oboru nejvíce baví?***

Na ekonomii se mi líbí, že se jedná o disciplínu, která ještě není zdaleka tak systematizovaná jako třeba medicína nebo strojní inženýrství.

Tyto disciplíny jsou staré stovky let. Většina základních věcí je zřejmá. Ekonomie je v tomto srovnání mladičká disciplína. Záměrně říkám disciplína a ne věda.

Když se v ekonomii něco zkoumá, je možné na to jít vědeckými přístupy, ale ekonomie má i konstruktivní stránku: třeba návrh státního rozpočtu nebo investiční strategie fondu.

Mládí této disciplíny také znamená vysokou míru balastu. Nedávná série krizí ukázala, jak totálně nepoužitelná je akademická ekonomie v praxi. Jen v USA je asi padesát tisíc profesionálních ekonomů, ale kolik jich vidělo krizi včas? Totéž platí pro Evropu. Myšlenkové vězení tradičních modelů znemožnilo vidět krizi úvěrové bubliny, která se nafukovala v bankách. O deset let

dříve ekonomové nedokázali včas rozpoznat asijskou krizi. Celá disciplína potřebuje zásadně přebudovat. Jestli jsem měl někdy nějaký respekt k akademické sféře, během krize jsem jej ztratil beze zbytku.

■ ***Chová se profesionální ekonom v některých aspektech běžného života jinak než ekonomicky nevzdělaní lidé? Pozorujete na sobě něco na způsob profesní deformace?***

Samozřejmě jsem trochu profesně deformovaný. Když se rozhoduji, kam jet na dovolenou, zkoumám, jaká je parita kupní síly v poměru k HDP. Tímto způsobem se dají najít skutečně levné lokality. Můžete takto zjistit, že například Kambodža má vyšší paritu kupní síly, než jaký je její nominální HDP, a podle toho usoudit, že tam bude levně. A opravdu – když jsem byl naposledy v Kambodži, ubytoval jsem se ve velmi komfortním hotelu s barevnou televizí, klimatizací a tekoucí vodou na pokoji, kde cena za noc činila deset dolarů.

Na ekonomii se mi líbí, že se jedná o disciplínu, která ještě není zdaleka tak systematizovaná jako třeba medicína nebo strojní inženýrství.

■ **Můžete se přiřadit k nějaké konkrétní ekonomické škole?**

Dalo by se říci, že se hlásím ke keynesovsko-rakouské syntéze, což je ekonomický směr, který jsem sám vymyslel – pochopitelně opět v posteli (smích). Člověk by podle mě neměl být dogmatik, protože různí ekonomové měli v různých věcech pravdu. Prošel jsem si v životě obdobími, kdy jsem byl jednu chvíli zastáncem jednoho směru, a později zase jiného. Postupem času jsem ale zjistil, že ode všeho si můžeme vzít něco přínosného. V zásadě jsem pragmatik a přikláním se k tomu, co funguje a co se osvědčilo.

Ve většině případů je to přístup blízký liberálnímu myšlení (tedy „pravcový“ přístup, zdůrazňuji uvozovky). Jediným kritériem správnosti je praxe.

Prošel jsem si v životě obdobími, kdy jsem byl jednu chvíli zastáncem jednoho směru, a později zase jiného. Postupem času jsem ale zjistil, že ode všeho si můžeme vzít něco přínosného. V zásadě jsem pragmatik a přikláním se k tomu, co funguje a co se osvědčilo.

■ **Již nějakou dobu působíte jako člen NERVu. Co zde máte na starosti a jak jste zatím s činností této rady spokojen?**

Původně jsem měl na starosti vedení pracovní skupiny pro boj proti korupci. Byl jsem přesvědčen, že jakmile splním svůj úkol, odejdu. Na jaře roku 2011 se evropská dluhová krize vyvinula do nových obludných rozměrů. Protože jsem to považoval za zajímavé, tak jsem se rozhodl své působení prodloužit a v současnosti se věnuji především problémům souvisejícím s dluhovou krizí.

■ **Co vás a vaše kolegy vedlo k založení finančně poradenské společnosti Partners?**

V první řadě to byla chuť začít něco vlastního. Když jsem si spočítal, kolik peněz jsem zhruba vydělal nebo ušetřil v PPF panu Kellnerovi, říkal jsem si, že kdybych z toho dostal alespoň promile, byl bych docela za vodou. Přestože byl náš podnikatelský záměr poměrně riskantní, rozhodli jsme se, že to určitě stojí za pokus. Stálo.

■ **V současnosti působíte jako ředitel pro strategii. Co si máme pod touto pozicí představit? V čem spočívá náplň vaší práce?**

Ve skutečnosti je to od každého něco. Odpovídám například na dotazy ze sítě našich poradců, vytvářím vzdělávací materiály a přednáším. Od práce pedagoga na vysoké škole se to liší tím, že moji posluchači jsou lidé, kteří ty informace okamžitě druhý den použijí v praxi, a proto je přednášky zajímaví. Tuto práci mám opravdu rád, protože člověk ihned vidí výsledky. Na vysokých školách určitě nebývá obvyklé, když studenti po přednášce tleskají.

■ **Představte si, že i já jsem před lety v Partners krátce působil, nicméně ta práce nebyla zrovna podle mých představ.**

Tak to někdy chodí. Obávám se, že kdybych byl já v roli poradce, tak bych s velkou pravděpodobností také neuspěl, protože člověk musí mít na toto povolání určité

předpoklady. Dobrý obchodník musí nejen prodat – musí prodat dobře. Nespokojený klient je horší než žádný klient, protože se o svoji zkušenost podělí.

■ ***Jak hodnotíte rozvoj společnosti za těch pět let? Co vás za ty roky nejvíce – příjemně i nemile – překvapilo?***

Příjemně mě překvapilo to, že když jsme na začátku roku 2007 dělali úvodní podnikatelský plán, byla v něm čísla, která jsem považoval za přehnaně optimistická. Nakonec se ukázalo, že jsme tato čísla splnili. Dalším příjemným zjištěním bylo, že poradci skutečně mají velký zájem o to zlepšovat se i v teoretických znalostech, aby získali pocit, že klientovi říkají něco, čemu sami rozumějí. Bál jsem se trochu, že z nich budou čisti obchodníci, kteří „bouchají“ jednu smlouvu za druhou bez ohledu na potřeby klienta, ale mé obavy se naštěstí nenaplnily.

■ ***Jak byste charakterizoval sám sebe jako investora? Jaký je váš investiční profil?***

Považuji se za speciální případ, který nespadá do žádné škatulky. Trhy sleduji, každé pondělí například rozesílám našim poradcům „myšlenku týdne“, v níž komentuji aktuální dění. Rozhodně ale nejsem trader, který obchoduje denně. Obchodování s akciemi mě nebaví a patrně bych na něj ani neměl talent.

Rozhodně nejsem trader, který obchoduje denně. Obchodování s akciemi mě nebaví a patrně bych na něj ani neměl talent.

Stejně tak se i my jako společnost snažíme klientům vštípit, aby investovali rozvážně, dlouhodobě a pravidelně a aby nepropadali ani panice, ani euforii. Začínali jsme v době euforie v roce 2007 a pamatují si, jak jsme v létě toho roku museli tlumit euforii mezi našimi klienty. Mnozí chtěli investovat celý svůj majetek do rizikových aktiv, jakými byly například čínské akcie, které byly tehdy strašně v módě. U klientů, kde se to podařilo, to nakonec bylo v jejich prospěch. Naopak klienti, kteří se nechali v nejtvrdějším období na přelomu let 2008 a 2009

přesvědčit, aby své akcie neprodali a naopak aby levně nakoupili, nakonec viděli, že jsme jim radili dobře a že hodnota jejich investic vzrostla a pořád roste.

■ ***Co by měli investoři dělat, aby si vybuildovali obecný ekonomický přehled, který je použitelný pro investování? Číst literaturu, sledovat zprávy?***

Nemohu mluvit za všechny investory. Jsem speciální případ. I já jsem udělal v praxi spoustu chyb. Tou největší chybou bylo, že jsem včas nerozpoznal technologickou bublinu. Poznal jsem ji teprve, až když bylo po ní. Příčinou toho bylo, že jsem měl nastudovanou spoustu knih, učebnic a odborných článků na téma hypotéza efektivních trhů a já této doktríně skutečně věřil.

Měl jsem přehnanou důvěru ve „vědecké“ teorie a byla to nákladná chyba. Říkal jsem si, že trhy přece nemohou být tak hloupé, aby to dospělo do takové bubliny. No, a nakonec se ukázalo, že trhy hloupé byly a všechny ty akademické teorie byly pro kočku.

Druhou podobnou érou je období 2002–2008, kdy investoři věřili, že řecké státní dluhopisy jsou stejně kvalitní jako německé. To, co se dnes nazývá finanční krizí, je pouze návrat do normálu, do situace, kdy si trhy uvědomily, že žily několik let v iluzi.

Hypotéza efektivních trhů je druhá největší pseudovědecká iluze, která je ve finančních rozšířena. Tou první je víra v ekonometrii. Ekonometrické modely jsou první, co selže, když je jich nejvíce zapotřebí.

■ **Může být podle vás investor mimořádně úspěšný bez základních znalostí ekonomie?**

Záleží na tom, co budeme mít na mysli pod pojmem základní znalosti. Podíváme-li se na standardní učebnice makroekonomie, tak zjistíme, že jsou strašně důležité pro studenty, kteří potřebují složit zkoušku. Pro praxi jsou ale téměř nepoužitelné. Ostatně, kdyby v ekonomických učebnicích bylo tolik moudra, pak by profesori ekonomie byli nejbohatšími lidmi na světě. Ve skutečnosti bych mohl jmenovat učitele, kteří nepoznali měnovou krizi, ani když je praštila do nosu.

Za jeden z opravdu použitelných ukazatelů považuji sledování objemu měnové zásoby (měnových agregátů) a objemu poskytnutých úvěrů. Kdybych si měl vybrat jeden jediný indikátor, budu sledovat měnovou zásobu, protože ta toho dokáže říci o ekonomice hrozně moc.

■ **Proč právě měnovou zásobu? A které agregáty by měli investoři sledovat?**

Když jsem psal knihu *Finance po krizi*, začlenil jsem do ní kapitolu, která se zabývala historií Velké hospodářské krize ve třicátých letech. Chtěl jsem argumentovat, že historie se neopakuje a že nás žádná podobná deprese nečeká, což se naštěstí splnilo. To, čemu se dnes říká krize, je totiž proti třicátým letům pouze slabý odvar.

Práce na této kapitole měla ale zajímavý vedlejší efekt. Všiml jsem si, že okolo roku 1929 byl HDP Spojených států zhruba ve výši 100 mld dolarů a index Dow Jones byl na hodnotě 100 bodů. V době psaní knihy byl HDP Spojených států někde okolo 13–14 bilionů dolarů a index Dow Jones byl zhruba na 8 000 bodech, přestože už dříve dosáhl hodnoty přes 13 000 bodů. Napadlo mě, že vývoj hodnoty indexu kolísá okolo vývoje HDP. Růst cen akcií zkrátka souvisí s nominálním růstem objemu peněz v ekonomice.

Ve standardní učebnici investic nenajdete zmínku o souvislosti akciových výnosů s peněžní zásobou. Přitom je to klíčová věc. V normálních i inflačních ekonomikách.

Podíváme-li se na Brazílii, tak zjistíme, že v osmdesátých letech tam rostl objem nominální peněžní zásoby o miliony procent ročně, protože se potýkala s hyperinflací, a akciové trhy si vedly podobně. Hlavním motorem akciových trhů je tedy růst nominálního HDP a nominálního objemu peněz v ekonomice. Měnová zásoba je tím, co určuje vývoj HDP. Když se měnová zásoba vyspělé země za deset let zdvojnásobí (to odpovídá sedmiprocentnímu ročnímu růstu), lze očekávat, že se každých deset let zhruba zdvojnásobí i hodnota akciového trhu.

Ve standardní učebnici investic nenajdete zmínku o souvislosti akciových výnosů s peněžní zásobou. Přitom je to klíčová věc. V normálních i inflačních ekonomikách.

Rozpracoval jsem tuto myšlenku dále a vytvořil indikátor, který jsem nazval Akci-oměr. Jedná se o jednoduchý graf, který zachycuje období, kdy jsou a byly akcie vůči objemu měnové zásoby podhodnocené a kdy naopak nadhodnocené. Čtenáře mohou odkázat na webovou stránku www.akciomer.com. Dle tohoto indikátoru byly akcie například v roce 2000 extrémně nadhodnocené. Kdybych jej vytvořil již v onom roce 2000, tak bych si nejspíš dokázal odvodit, že příštích deset let nebude stát z hlediska investování do akcií za nic. Doporučuji tedy investorům sledovat zejména indikátor MZM neboli Money Zero Maturity, což je někde na půl cesty mezi agregáty M1 a M2 a odpovídá objemu peněz, které jsou okamžitě likvidní a k dispozici, tzn. součet hotovosti, peněz na běžných účtech a ve fondech peněžního trhu, nepočítají se sem termínované vklady.

Nyní centrální banky provádějí kvantitativní uvolňování a podobné operace, které mají obrovský dopad na akciové trhy. Kdo se řídí jen tím, co se učilo ve škole, může udělat zásadní investiční omyl.

■ **Dále jste zmínil důležitost sledování objemu poskytnutých úvěrů. Jakou roli hrají úvěry v dnešní ekonomice?**

Moderní ekonomika by bez úvěrů nemohla existovat. Pokud si všimneme, že dochází být jen ke zpomalení tempa růstu objemu úvěrů, vždy bude následovat zpomalení ekonomiky.

Dojde-li ke snížení objemu poskytnutých hypoték, je to signál, že by mohly klesat ceny nemovitostí. Tohoto poklesu (objemu hypoték) jsme byli přímými svědky v naší ekonomice před pár lety. Stačilo, aby jen zvolnilo tempo, a ceny nemovitostí začaly klesat. O vztahu cen aktiv a vývoje úvěrů se normálně neučí.

Moderní ekonomika by bez úvěrů nemohla existovat. Pokud si všimneme, že dochází být jen ke zpomalení tempa růstu objemu úvěrů, vždy bude následovat zpomalení ekonomiky.

Často se diskutuje statistika veřejného dluhu vůči HDP, ale stejně důležitá je i statistika soukromého dluhu. Země s nejvyšším poměrem soukromého dluhu vůči HDP jsou dnes v problémech, i když veřejné finance jsou v pořádku. Dánsko si dnes například prochází těžkou bankovní krizí. Naštěstí se o ní moc nepíše, protože není členem eurozóny, ale má pouze svou měnu připoutanou k euru. Ve stejných problémech je Irsko, Španělsko, Velká Británie a spousta dalších evropských

zemí. Nizozemsko drží světový rekord v největším poměru soukromého dluhu vůči disponibilním příjmům. Zatím si krizí neprošlo, ale balancuje na hraně.

Podíváme-li se na statistiku úvěrů v Evropě, můžeme vidět, že v roce 2007 či 2008, kdy Španělsko mělo sedmiprocentní nezaměstnanost, mělo zároveň největší tempo růstu objemu úvěrů poskytnutých nebankovním podnikům. Španělsko v té době procházelo úvěrovou bublinou, španělský HDP rostl a politici se chvástali, že to je z velké části jejich zásluha. Za pár let se ukázalo, že to vše byla pouze bublina, jako když sportovec vítězí díky steroidům. Španělsko během několika málo let dohnalo Německo v objemu úvěrů, ale ani zdaleka ne co se týče ekonomické výkonnosti. Ještě

markantněji je to vidět v případě Irska a baltických zemí. Po obrovském nárůstu objemu úvěrů došlo k úvěrové deflaci, která byla spojena s těžkou ekonomickou krizí.

■ **Je tedy extrémní nárůst soukromého zadlužení pro ekonomiky větším problémem než v případě veřejného zadlužení?**

Když zbankrotuje rodina, je to osobní tragédie. Když zbankrotuje tisíc rodin, je to žeň pro exekutory a když jich zbankrotuje milion, je to ekonomická katastrofa.

V některých zemích už to hraničí s posledním případem. Jak vysoký poměr soukromého dluhu je ještě udržitelný, závisí na vyspělosti ekonomiky. Lotyšsko se například dostalo do problémů, přestože má míru soukromého zadlužení stejnou jako třeba Rakousko či Itálie, které si žádnou bankovní krizí neprošly.

Když zbankrotuje rodina, je to osobní tragédie. Když zbankrotuje tisíc rodin, je to žeň pro exekutory a když jich zbankrotuje milion, je to ekonomická katastrofa.

■ **Jaká opatření budou potřeba pro nápravu bankovního sektoru?**

Nemáme bohužel žádnou kouzelnou hůlku z Bradavic, kterou bychom mávli a vše se vrátilo do pořádku. Očekávám, že bude probíhat spíše postupný úklid. Možná by pomohla rozumnější regulace. Nemám tím na mysli více regulace, protože bankovníctví je patrně nejregulovanějším odvětvím ekonomiky, ale tyto regulace jednu oblast pokrývají přehnaně a druhou zase skoro vůbec. Současná regulace je podle mě málo systematická. Naše společnost je například v některých směrech mnohem více regulovaná než banka.

■ **Může zkrachovat některá z velkých evropských bank?**

Kdyby měla krachovat některá z velkých tzv. systémových evropských bank, okamžitě přiskočí ECB a zachrání ji. Myslím si, že centrální banka by to nedopustila ani v případě menších bank.

■ **Budou-li banky delší dobu v problémech, nejspíš budou nuceny omezit poskytování úvěrů. Očekáváte v dohledné době další „credit crunch“?**

Ano. Statistiky různých zemí tento vývoj již ukazují – právě jsem se díval například na francouzský statistický úřad.

■ **Které sektory ekonomiky nejvíce trpí zhoršenou dostupností úvěrů?**

Nejcitlivější jsou pochopitelně stavební průmysl a obchod s nemovitostmi, protože právě v tomto sektoru se točí nejvíce peněz. Právě proto se zde nejvíce projevuje úvěrový cyklus. Na podzim roku 2007 vydal profesor Edward Leamer článek zvaný „Housing IS the Business Cycle“. Neboli „Bydlení JE hospodářský cyklus“. Osm z deseti

¹ Credit crunch neboli zadržnutí úvěrů je pojmenování pro situaci, kdy banky přestávají poskytovat úvěry, protože nemají dostatek likvidity nebo protože se bojí, že dlužníci nebudou schopni tyto úvěry splácet. K tomuto vývoji v současnosti dochází například ve Španělsku – pozn. autora.

poválečných recesí v USA mělo kořeny v nemovitostech. Včetně té jedenácté, která začala pár měsíců po publikování článku.

Pikantní podrobnost: profesor Leamer sám začátek recese nejenže nepředvídal, ale dokonce recesi nepoznal ani na jaře 2008, kdy už dávno byla v průběhu. Výborný teoretik ještě nemusí být skvělý praktik.

■ **Platí to i z mikroekonomického hlediska, tzn. měli by se investoři začít vyhýbat společností s vyšším zadlužením, jakmile dojde k omezení poskytování úvěrů?**

V zásadě ano, protože společnosti, které mají největší finanční páku a jsou nejvíce zadlužené, bývají právě nemovitostní společnosti. Podíváme-li se na Španělsko, uvidíme, že v létě roku 2007, kdy ekonomika jako celek vypadala ještě docela růžově, se ceny nemovitostních akcií již začínaly propadat. Ochlazení realitního trhu tedy mohou investoři považovat za signál začínajících problémů.

Burza tentokrát nezaspala: španělskou krizi předpovídala ještě v době, kdy politici spali na vavřínech a ekonomové jakbysmet.

Ochlazení realitního trhu mohou investoři považovat za signál začínajících problémů.

■ **Můžeme tedy čekat podobné problémy v Číně, kde, zdá se, praská realitní bublina, o níž někteří pozorvatelé tvrdí, že je ještě větší než ta americká v minulém desetiletí?**

Dalo by se říci, že ano, ale Čína je jedna obrovská černá skříňka, do které nikdo nevidí. Číňanům se podařil husarský kousek, když na přelomu let 2008 a 2009 keynesovskou rozpočtovou politikou odvrátili hrozící recesi. Nyní se naopak tvrdí, že by měli začít tlumit růst, aby se dostali do nějakého rovnovážného stavu. Otázkou je, zda se jim tak podaří učinit v rozumných mezích, nebo jejich ekonomika kvůli utažené politice zkolabuje.

■ **Čína se snaží za každou cenu dosahovat vysokého hospodářského růstu. Vláda vydává pětileté plány, v nichž určuje, jakého cílového HDP by mělo být dosaženo. Někteří lidé hovoří o tom, že tato čísla mohou být snadno a silně zmanipulovaná. Považujete HDP za dobrý ukazatel stavu ekonomiky?**

Pouze podmíněně. Myslím si, že investor by neměl přehnaně sledovat HDP, protože v okamžiku, kdy jsou publikovány statistiky za poslední čtvrtletí, trh už je dávno někde jinde. Zveřejnění dat na burze má jistý vliv, ale ten je velmi krátkodobý a brzy je překryt zase něčím dalším.

HDP je ukazatelem ekonomické výkonnosti, který nám už ale bohužel neříká, jak bylo té ekonomické výkonnosti dosaženo. Když HDP roste, většina lidí intuitivně cítí, že to je dobře, protože za prvé, politici vypadají v televizi spokojeně, když hovoří o růstu HDP, a za druhé, sami lidé dostávají od svého zaměstnavatele bonusy a nemusejí se strachovat o práci. Když HDP klesá, většina lidí, kteří se o ekonomiku nezajímají, to nemusí zaregistrovat. Mohou ale zaregistrovat, že na konci roku nedostali třináctý

plat, že se platy dokonce snižují a ve firmě se propouští, že kolega vedle u stroje přišel o práci a mě to možná čeká taky, protože firma nemá zakázky.

- **Na kolik souvisí růst HDP v jednotlivých zemích s vývojem akciových trhů? Očekáváte, že akciové trhy v rozvojových zemích přinesou do budoucna vyšší zhodnocení než například v Evropě, kde se nijak závratný růst HDP nedá příliš očekávat?**

Do jisté míry to spolu souvisí, ale je nutné zůstat nohama na zemi. Když se řekne Čína nebo Brazílie, řada lidí před sebou vidí exponenciálu, která roste, až se probourá skrz strop a míří k nebi. Abychom si uvědomili, že nic neroste až do nebe, stačí k tomu trocha matematiky – předpokládáme-li, že nějaký trh roste tempem řekněme dvacet procent ročně po dobu dvacet let, měli bychom na konci tohoto období osmatřicetinásobek naší původní investice. Když se nad tímto číslem zamyslíme, rozhodně nemůžeme čekat, že by čínský akciový trh rostl ročně o dvacet procent. Počítáme-li s růstem o patnáct procent, vychází nám, že by se musela ekonomika rozrůst šestnáctkrát. Chci tím říct, že když vrcholí nějaká euforie, lidé čekají, že trh bude růst tímto tempem delší dobu, přesouvají na daný trh své peníze, akcie poté začínají být drahé a investoři jsou nakonec zklamáni. Reálné výnosy z určitých cenných papírů nemohou přesáhnout určitou rozumnou mez. Pokud k tomu krátkodobě dojde, stávají se tyto cenné papíry vysoce spekulativní.

Trošku sice odbočím od HDP, ale dám jeden příklad z praxe. Jedním z mých nejradostnějších zážitků bylo, když mi přišla do společnosti ING Investment Management, kde jsem tehdy pracoval, pošta s diplomem od společnosti Lipper Associates, na němž stálo, že náš fond ING Český fond obligací byl vyhodnocen jako nejvýkonnější fond v kategorii emerging markets za rok 1998. Náš fond přinesl zhodnocení ve výši hodně přes třicet procent, což je na dluhopisy slušný výkon. Samozřejmě se jednalo o jednorázovou záležitost. Najednou nám ale začali lidé volat a chtěli investovat „do toho vašeho fondu, co dělá těch třicet procent ročně“. Děkoval jsem jim za zájem, ale musel jsem je ihned upozornit, že náš fond běžně takových výsledků nedosahuje a v dohledné době se to už nejspíš nebude opakovat. Spousta z nich však přesto do fondu investovala (mimořadně, neudělali chybu, protože i šestnáctiprocentní výnos během následujícího roku byl dobrý.)

Lidé zkrátka mají tendenci chytat se posledních trendů a poté na to doplácet. Stejně tomu bylo s Čínou, když v roce 2007 tamní akciový trh vzrostl více než o sto procent. Může se to stát, ale to by mělo být spíše varováním. Investovat do módního trendu bývá chyba. Módní investice bývají nadhodnocené – právě kvůli módě. Poptávka pak ochabne a namísto dvojciferných výnosů následuje vystřízlivění. Někdy docela nákladné.

Investovat do módního trendu bývá chyba. Módní investice bývají nadhodnocené – právě kvůli módě. Poptávka pak ochabne a namísto dvojciferných výnosů následuje vystřízlivění. Někdy docela nákladné.

■ **Jaký dopad budou mít podle vás úsporná opatření vlád za účelem snižování deficitů na hospodářský růst?**

V první řadě je třeba říci, že úsporná opatření jsou zapotřebí. Když se ovšem řekne úsporná opatření, tak háček je v detailech, a různí mluvčí si mohou tento pojem vykládat různě. Když jej použije politik, má často na mysli zvyšování daní. Z hlediska spotřebitele nebo firmy se ale nejedná o žádná úsporná opatření. Zvýšení DPH neznamená, že občan uspoří, ale naopak!

Druhou věcí je, že pokud by se jednalo o skutečně drastické rozpočtové škrty spojené se zvyšováním daní, opravdu může dojít k učebnicové keynesovské recesi. Snížili-li se výdaje vlád, investice firem i spotřeba domácností, zákonitě musí dojít k hospodářské kontrakci. Už jen z definice HDP. Ukázkový příklad je nyní k vidění v Řecku. Výsledkem opatření vnucených řecké vládě je katastrofa. Řecká průmyslová výroba padá meziročně dvojciferným tempem a šedesát tisíc podniků zkrachovalo kvůli zvýšení DPH.

Členské země eurozóny by měly v průměru ročně ušetřit tři procenta HDP. To není nemožný cíl, ale je nerozumné ordinovat ekonomikám v problémech jako Řecko či Portugalsko takto drastickou dietu, protože to situaci jen zhorší. Řecko mělo už dávno zbankrotovat. Touto dobou již mohlo být na cestě v oživení.

■ **Proč tedy k bankrotu stále nedošlo?**

Jedná se totiž o velmi citlivé politické téma. Když se na přelomu let 2009 a 2010 začaly množit zprávy o tom, že v Řecku je něco v nepořádku, byl jsem na konferenci v Londýně, která byla na úplně jiné téma, ale hlavním diskusním tématem bylo Řecko. Pamatuji si tenkrát, že Jean-Claude Juncker² oznámil, že bankroty v eurozóně se zkrátka nekonají, že to prostě nejde. Pro mě to byl signál začínající agonie: evropští politici budou ve své pýše a samolibosti trvat na svých nereálných představách, aby „neztratili tvář“. Katastrofa.

Tato agonie pokračuje už přes dva roky a stále to nikam nevede. Kvůli tomu, že by utrpěla prestiž některých politiků, tak nebylo přijato to nejméně bolestivé řešení.

■ **Překvapil by ještě vůbec trhy bankrot Řecka?**

Spousta lidí si říká: „už aby to proboha bylo za námi.“ Bankrot Řecka je tak dlouho očekávaná věc, že k žádnému druhému Lehman Brothers nedojde. V případě „lehmanů“ byl problém, že to trhy nečekaly, byl to pro ně šok.

² Předseda ministrů financí zemí eurozóny a lucemburský premier – pozn. autora.

■ **Hrála podle vás nějakou roli v oddalování bankrotu Řecka situace na trhu s credit default swapy (CDS)³?**

CDS hrají podle mého názoru menší roli, než jaká se jim přisuzuje. Je pravda, že v roce 2008 způsobily zbytečnou paseku, když z velké části zavinily bankrot americké pojišťovny AIG a dalších amerických institucí. Že je Řecko nesolventní, dnes nikdo nezpochybňuje, dokonce ani řecká vláda. Likviditu má pouze dočasně díky čerpání různých překlenovacích úvěrů. Je ovšem nesolventní a nemá šanci dosáhnout solventnosti.

Angela Merkelová ztratila rok či dva tím, že se pokoušela o tzv. dobrovolný odpis dluhu soukromými věřiteli. Hledala právní kličky a podle všeho marně. Chtěla dosáhnout stavu, kdy věřitelé podepíší prohlášení, že se vzdávají padesáti nebo sedmdesáti procent hodnoty investic dobrovolně a bez nátlaku, takže vlastně nepůjde o bankrot, ale o dar. Připomíná mi to padesátá léta u nás, kdy lidé podepisovali papír, na kterém stálo, že dobrovolně věnují svůj činžovní dům ve prospěch Národního výboru hlavního města Prahy, aby je nezavřeli.

■ **Jaký může mít přesto na finanční trhy dopad spuštění CDS kontraktů poté, co bylo rozhodnuto, že nedobrovolné odpuštění dluhu je důvodem pro plnění závazků plynoucích z CDS?**

Především bude dopad ten, že situace Řecka je ještě složitější než dříve, protože po restrukturalizaci dluhu existuje celkem šest tříd dluhopisů, které se liší dle jurisdikce (tzn. některé byly vydány podle řeckých zákonů a některé dle anglických). Následkem této nepřehlednosti se nikdo nebude hrnout do toho, aby Řecku půjčoval za tržních podmínek. Řecko je odkázané na půjčky mezinárodních organizací a pravděpodobně to tak zůstane ještě velmi dlouho. Takzvaná záchrana měla ten pozoruhodný efekt, že Řecko po „záchraně“ dluží třicet miliard eur více.

Řecko je odkázané na půjčky mezinárodních organizací a pravděpodobně to tak zůstane ještě velmi dlouho. Takzvaná záchrana měla ten pozoruhodný efekt, že Řecko po „záchraně“ dluží třicet miliard eur více.

■ **Byl podle vás oprávněný strach ze šíření nákazy do Itálie či Španělska, kdyby Řecko zbankrotovalo?**

Tento strach byl naprosto mylný, protože země jako Španělsko či Irsko byly postiženy špatnými hospodářskými politikami. Řecko trpělo rozpočtovou krizí, protože předchozí

³ Credit Default Swap (CDS) je finanční derivát sestavený za účelem přenosu kreditního rizika z jednoho subjektu na jiný. Držitelé tohoto derivátu jej používají pro řízení rizik. Kupující CDS kontraktu se zavazuje platit prodávajícímu pravidelnou fixní částku po dobu životnosti swapu. Tyto platby probíhají na čtvrtletní, pololetní nebo roční bázi. Pokud nastane kreditní událost – tzn. například zbankrotuje stát či firma, proti jejímuž bankrotu se kupující CDS chrání, prodávající swapu vyplatí kupujícímu předem definovanou částku a životnost swapu končí. – pozn. autora.

vlády spravovaly zemi fatálně špatně, vůbec se nedívaly na budoucnost a falšovaly statistiky. Španělsko a Irsko se dostaly do problémů kvůli úvěrové bublině.

Vícero ekonomik mělo závažné problémy. Jevu, kdy se trhy po řadě let probudily ze snu a uvědomily si, že je něco v nepořádku, se také nedá říkat nákaza, ale návrat do situace, kdy si investoři začínají uvědomovat individuální rizikové přírážky jednotlivých zemí. Kromě toho se ukázalo, že případnou obavu z nákazy může účinně utlumit Evropská centrální banka.

■ ***Jaké výnosy by podle vás nyní nesly italské či španělské dluhopisy bez intervencí ECB?***

Podle mě by touto dobou už byly na dvojciferných hodnotách. To by znamenalo prakticky jistě insolvenční obou zemí. Tedy katastrofu mnohem horší než Řecko.

■ ***Evropská centrální banka se rozhodla řešit dluhovou krizi cestou expanzivní měnové politiky. Vystávají ale obavy, že se tato politika dříve či později promítne do vyšší inflace. Kdy očekáváte, že se tak stane?***

S odstupem několika let, protože momentálně převažují kontrakční, deflační tlaky.

Inflace stojí za bližší diskusi. Inflace je v první řadě růst objemu peněz. Rozeznávám inflaci měřenou agregáty M1, MZM, M2, M3 a objemem úvěrů. Index spotřebitelských cen je pro mě čísílko, na které se občas podívám, ale nepřikládám mu přehnanou důležitost.

Podle mě je index CPI stejně legrační číslo jako údaj o HDP. Třetí do party je ještě ukazatel míry nezaměstnanosti. U nezaměstnanosti je důležité vědět, z jakého základu se počítá a jak se definuje ekonomicky aktivní osoba. Dá se snadno dokázat, že některé země, které bychom na rozdíl od Řecka nepodezírali z falšování statistik, jako např. nízkokorupční skandinávské země, masově falšují statistiky nezaměstnanosti, protože tam započítávají i pracovníky, kteří jsou právě na rekvalifikačním kurzu, takže jsou právě zaměstnaní. Započítá-li se tedy i tzv. skrytá nezaměstnanost, tak i skandinávské země mají dvojcifernou nezaměstnanost. Za daleko lepší ukazatel považují procentní podíl skutečně pracujících osob z celkové populace. To je číslo, které nese skutečnou informaci!

U jakýchkoli statistik nebo ukazatelů je třeba důkladně vědět, jak se počítají, co je za nimi, co znamenají a jakou metodikou se tvoří. Jít až k jádru, neklouzat po povrchu.

Mimochodem, ty agregáty jsou v každé ekonomice definovány maličko jinak. Ale ty zdánlivě malé rozdíly mají také význam.

■ ***Jak by tedy měli investoři pracovat s inflací?***

Když se hovoří o Řecku a falšování statistik, stojí za to říci, že index spotřebitelských cen (CPI) je největší aférou ve falšování statistických dat v historii lidstva. Proč?

U jakýchkoli statistik nebo ukazatelů je třeba důkladně vědět, jak se počítají, co je za nimi, co znamenají a jakou metodikou se tvoří. Jít až k jádru, neklouzat po povrchu.

Počítá pouze výrobky a služby konečné spotřeby, konče kremací. Nikoli však ceny nemovitostí. Ty se statisticky chápou jako investice a do indexu CPI nevstupují!

Praktický výsledek? Ekonomika může mít fatálně přehřátý trh nemovitostí, bublinu, která vyústí v bankovní krizi, ale index spotřebitelských cen společně se statistikami HDP vykazuje nízkoinflační zdravý růst!

To je fatální chyba, která vedla v Irsku a Španělsku k nemovitostní bublině. Kdyby byly hlídány ceny nemovitostí, obě země by nikdy nebyly přijaty do eurozóny kvůli neplnění inflačního kritéria. Ušetřily by si všechny své pozdější problémy. Až takto velmi velké dopady může mít chybná interpretace údajů o inflaci.

■ ***Čistě hypoteticky, jaké důsledky by mělo, kdyby ECB natiskla peníze na splacení veškerého státního dluhu členů eurozóny? Lze zjistit, o kolik procent by se zvýšila měnová zásoba?***

Najdeme-li si statistiku, kterou zveřejňuje ECB, zjistíme, že měnová zásoba vyjádřená agregátem M3 činí v současnosti zhruba 9,7 bilionu eur. Poněkud překvapivě můžeme také vidět, že v poslední době došlo ke kontrakci, takže bychom měli mít obavy spíše z deflačních tlaků. Dluh zemí eurozóny denominovaný v eurech činí 7,7 bilionu. Celkový dluh tedy dosahuje zhruba osmdesát procent měnové zásoby vyjádřené agregátem M3. Čistě teoreticky by zadlužení šlo takto vyřešit, ale to pochopitelně ECB nechce a nesmí udělat. Alespoň ne tak okatě. Proto se to v praxi dělá oklikou.

■ ***Která aktiva budou nejvíce zasažena inflací? Do jakých aktiv by měli investoři přesouvat své prostředky v dobách inflace a kam naopak v dobách deflace?***

Inflací bývají samozřejmě nejvíce zasaženy pevně úročené cenné papíry a hotovost. Když budete mít peníze zašité v polštáři nebo schované v plechovce, pokud vám je nikdo neukradne, za deset let zjistíte, že si za ně koupíte méně zboží a ještě méně služeb. Možná tomu tak není v případě elektroniky, kde ceny spíše klesají, ale určitě si koupíte méně benzínu, méně elektřiny či potravin. Právě to jsou věci, jejichž ceny silně rostou s rostoucím objemem peněz v ekonomice. Obecně jsou to služby, protože ty jsou velmi závislé na platech spotřebitelů.

Pro ochranu před negativním vlivem inflace bychom měli investovat do majetkových tříd investic. Například do nemovitostí. Člověk ale nemůže mít všechno v nemovitostech, protože jednak je takové portfolio nelikvidní a hlavně nediverzifikované. Samozřejmě se dále nabízejí akcie. Na dlouhodobých datech můžeme vidět, že akcie jsou poměrně účinným nástrojem, který chrání majetek proti následkům inflace, protože ceny akcií jsou nafukovány objemem peněz v ekonomice. Pro znalce se nabízí také umělecká díla a starožitnosti, ale tomu už musí člověk aspoň trochu rozumět. Určitě bych nevykoupil starožitnictví jen proto, abych do něj investoval všechny své úspory.

■ ***Za tradičního ochránce proti inflaci je považováno zlato. Považujete zlato navzdory mnohaletému růstu stále za atraktivní investici?***

Svůj pohled na zlato raději říkat nebudu, protože pravděpodobnost jeho dalšího růstu během krátkého období je zhruba padesát na padesát. Takže je docela možné, že bych se spletl, protože krátkodobě se cena nedá předpovídat. Z dlouhodobého hlediska

částečně ano. Cena zlata vždy sleduje inflaci. Objem zlata na zemském povrchu roste na rozdíl od objemu peněz velmi pomalu.

Bank of England (BoE) vydala například krásnou příručku, v níž vysvětluje kvantitativní uvolňování. Přivezl jsem si ji z Londýna jako suvenýr. V ní je krásně graficky zobrazena a popsána její měnová politika. Když hrozí nízká inflace (definovaná CPI), BoE začne nakupovat cenné papíry, jejich hodnota poté roste a zároveň se zvyšuje objem peněz v ekonomice. S rostoucí hodnotou cenných papírů lidé bohatnou a navíc klesají náklady na obsluhování dluhu. To znamená, že banky poskytují více úvěrů a lidé více utrácejí, protože mají vyšší příjmy. Všichni jsou tedy šťastní a spokojení. Další graf v této příručce ukazuje dvouprocentní inflační cíl. Jak je to ale ve skutečnosti? V prosinci 2011 vzrostl britský index spotřebitelských cen meziročně o 4,5 procenta! Inflační cíl je tedy překonán, nicméně britský guvernér BoE oznámil další vlnu kvantitativního uvolňování. Jakmile se ekonomika stane závislá na přísunu levných peněz, už se začne pomalu jednat o drogovou závislost, bez níž není ekonomika schopná normálně fungovat. Zdali je tato drogová závislost lepší nebo horší než upadnutí do hluboké deprese jako ve třicátých letech je otázkou, kterou si netroufnu zodpovědět. Pro většinu lidí je možná inflace menším zlem.

Akcie nebo dluhopisy lze ocenit. Možná s výhradami ohledně přesnosti, ale zhruba můžete říci, zda je cenný papír příliš levný, předražený nebo adekvátně hodnocený. U zlata neexistuje indikátor správnosti ceny. Je to věcí spekulace v krátkém období a inflace v dlouhém období.

■ ***Dá se určit, jaká by měla být nominální cena zlata, porovnáme-li zásoby zlata na zemi s peněžní zásobou v ekonomice?***

Ne. Akcie nebo dluhopisy lze ocenit. Možná s výhradami ohledně přesnosti, ale zhruba můžete říci, zda je cenný papír příliš levný, předražený nebo adekvátně hodnocený. U zlata neexistuje indikátor správnosti ceny. Je to věcí spekulace v krátkém období a inflace v dlouhém období.

■ ***Někteří pesimisté dokonce vyjadřují obavy z hyperinflace. Může situace dojít až do takové fáze? Co by se poté dělo a jaká opatření je třeba provést pro zamezení hyperinflaci?***

Ne, to jsou přehnané obavy. Nejsme v roce 1923. Reálně je to, že namísto inflačního cíle ve výši dvou procent bude převládat růst cen tempem tří, čtyř, pěti procent ročně. Už jen toto mírné zvýšení inflace by docela účinně rozpustilo dluhy během příštích deseti až patnácti let. To mimochodem znamená, že na investice do dluhopisů bych si dával pozor.

■ ***Předpokládáme, že k hyperinflaci nedojde, ale široce sledovaný index spotřebitelských cen by skutečně přesahoval pět procent. Jak by na případnou zvýšenou inflaci podle vás reagovaly centrální banky, případně politici?***

Současná politika bude podle mě ještě pár let trvat, dokud se v politice neobjeví – a já doufám, že se objeví – nový Ronald Reagan nebo nová Margaret Thatcherová.

■ **Mají politici skutečně takovou moc, že jsou to oni, kdo může zásadně zvrátit průběh dluhové krize a dostat ekonomiku znovu do pořádku?**

Za dobu, co jsem mohl nahlédnout do politiky v roli poradce, jsem si uvědomil věc, kterou mnoho lidí nevnímá. Být členem vlády – a zejména na nějakém důležitém ministerském postu – je tak nesmírně stresující záležitost a tak těžké zaměstnání, že si to málokterý volič dokáže představit. O funkci premiéra ani nemluvíme! Paradoxně jsem získal vůči politikům zvýšený respekt, i když se jich na druhou stranu nechci přehnaně zastávat, protože ať již pod tlakem stresu nebo z pocitu vlastní důležitosti dělají chyby. Jsou to totiž oni, kdo stojí na samotné špičce a jak se říká, na špičce jste jednak osamělý a také tam nejvíce fouká. Všichni lidé k těmto špičkám upírají svůj zrak a říkají: „Tak, a teď se ukažte, co umíte.“

Nyní jsou politici v těžké situaci a málokdo z nich má nějakou skutečnou praxi v oboru bankovníctví a financí. Jsou ve stejné pozici, jako kdybyste byl vy najednou jmenovaný například primářem neurologie bez doktorátu z medicíny a bez jakékoliv praxe. Také oni musejí rozhodovat o něčem, co neznají z první ruky, ale musejí si nechat radit od poradců. Teď je zde otázka, jaké poradce si vyberou. Na rozdíl od medicíny je zde navíc fakt, že všichni lidé si myslí, že financím rozumějí. Chlapi v hospodě se budou neustále bavit o tom, jak by to dělali lépe.

■ **A jak zatím hodnotíte dosavadní opatření politiků?**

Pokud jde o Angelu Merkelovou, obávám se, že si nevybrala příliš dobré poradce. Německá obdoba NERVu zahrnuje pět akademických ekonomů, kteří určitě nejsou hloupí, ale nikdy nepůsobili v praxi. Nikdo z nich nepracoval v bance, ani nemá praxi na burze či v investiční společnosti. Těžko se proto mohou vcítit do role makléřů či zahraničních soukromých investorů, kteří dnes na trhu skutečně rozhodují o velkých penězích.

Sarkozy na mě občas působí dojmem chaotického jedince, ale přišel minimálně s jednou či dvěma užitečnými myšlenkami. První byla, aby ECB začala nakupovat dluhopisy problémových zemí. Tím si eurozóna koupila alespoň rok času. Druhou myšlenkou bylo, aby ECB začala půjčovat peníze komerčním bankám. Bez těchto akcí by už dávno nastala akutní, těžká, neřešitelná krize.

Cameron moudře usoudil, že bude lepší nepálit si prsty na kontinentě. Českého premiéra Nečase bych se rád zastal, když nepodepsal účast na fiskálním paktu. Byl to od něj odvážný a vůbec ne samozřejmý krok. Podle mě je dobře, že se nepodepsal pod něco, co ještě není hotové a co se může nakonec ukázat, že skončí jako bianco šek. Nečasovi kritici si vůbec neuvědomují, že „fiskální kompakt“ může být nesmírně nebezpečný trojský kůň.

■ **Jak by se změnila politická situace, kdyby Merkelová, Sarkozy či Obama neobhájili svůj post?**

Je možné, že francouzské prezidentské volby vyhraje levicový kandidát Francois Holland. Ten se tváří, jako kdyby žádná krize nebyla. Jeho receptem je zvýšení výdajů a zvýšení daní. Situace by se tím nejspíš poněkud zkomplikovala. I to je jedním z důvodů, proč bychom se neměli za každou cenu poslušně držet ve stádu. Když udělá chybu jedna

Jsem zastáncem toho, aby Evropa byla plně integrovaná, pokud jde o volný pohyb zboží, služeb, osob a kapitálu, ale rozhodně si nemyslím, že by měla mít jednotnou vládu. Jednotná vláda dříve či později udělá jednotnou fatální chybu.

evropská země, je to především její problém, ale když stejnou chybu udělají všechny země na jednou, může to skončit katastrofou, ze které není úniku. Jsem zastáncem toho, aby Evropa byla plně integrovaná, pokud jde o volný pohyb zboží, služeb, osob a kapitálu, ale rozhodně si nemyslím, že by měla mít jednotnou vládu. Jednotná vláda dříve či později udělá jednotnou fatální chybu.

■ ***Považujete tedy za smysl integračních tendencí spíše krátkodobé uklidnění situace?***

Na rozdíl od toho, co si někteří politici myslí, jsou trhy nesmírně eurooptimistické. Trhy by rády viděly jednotnou evropskou vládu a fiskální federaci, protože většina

jejich účastníků je vychována v tom, že v jednotě je síla.

■ ***Jak by podle vás reagovaly trhy, kdyby Merkelová, Sarkozy nebo řecký premiér Papadimos ve volbách neuspěli a zvítězily strany, které jsou proti evropské integraci?***

To je vysoce hypotetická otázka, protože v Německu žádná podobná strana není, nebo alespoň nemá význam. Ve Francii je Marine Le Pen, ale i ona je bez reálných šancí. O řecké politice nemám dostatek informací.

Obecně, v Evropě nikdo není proti integraci, protože doopravdy nikdo nechce znovu zavádět cla, kontroly zavazadel na hranicích, devizové přísliby a podobné rekvizity z historických filmů. Devizové přísliby zavedli na Islandu jako krizové opatření, ale to je vážně výjimka. Otázka evropské federalizace je úplně jiná věc. Jak chcete federalizovat kontinent, kde na jedné straně vidíte extrémně velkorysou sociální politiku (Francie) a na druhé straně úsporný stát (Nizozemí, Estonsko, Slovinsko)? Má zbytek Evropy zvýšit daně na úroveň Francie, anebo je to Francie, kdo má naopak daně snížit? Bez souhlasu v tomto bodě je fiskální federace čistou utopií.

■ ***Ještě krátce zpět k Sarkozymu. Vy jste jej před chvílí chválil za dvě moudré myšlenky, ale nedávno se mu podařilo prosadit daň z finančních transakcí. Jak se stavíte k tomuto opatření?***

Toto je jedna z těch nešťastných věcí, z níž mi vstávají vlasy na hlavě. To je přesně věc, která by se za daných okolností dělat neměla. Sarkozy či francouzská vláda si myslí, že trhy jsou nepřátelé, které je potřeba zkrotit, tvrdě potrestat a zdanit a z těchto daní získat nějaké dodatečné zdroje. Trhy jsou ovšem spojenci vlád! Trhy kupují státní dluhopisy. Bez dobře fungujícího mezibankovního trhu nemůže fungovat žádná moderní ekonomika. Opravdu si Sarkozy myslí, že když motor zlobí, má se do něho za trest nasypat písek?

Trhy by byly nesmírně rády, kdyby se vládám dařilo dobře a byly finančně stabilní, protože v takových případech budou bez problémů hradit své závazky. Existuje taková rozšířená pověra, že kdosi mocný na trzích monumentálně vydělává, když nastane nějaká finanční krize. Jen pár jedinců z řad hedgeových fondů na tom možná něco

vydělá, a to ještě z velké části náhodou, ale drtivá většina investorů na finanční krizi své peníze prodělává.

Na krizích se samozřejmě dá vydělat, pokud se k nim člověk postaví správným způsobem, že nakupuje levně, když vládne panika. To se ale opět týká spíše menšiny, která si dokáže udržet chladnou hlavu.

■ **Je to tedy podle vás především populistický krok před volbami?**

Rozhodně. Myslím si, že Sarkozy ctí tradici francouzských prezidentů, kteří zastávali názor, že vláda musí být silná a že jednotná vláda je lepší než rozdělená a že celá Evropa potřebuje pevnou ruku. Podle něj by se celé Evropě dařilo nejlépe pod osvícenským vedením velkého francouzského národa. Nepodezírám Francii, že se snaží nastolit v Evropě autoritativní režim, spíše se chtějí stavět do role země, která třímá vlajku pokroku, a ostatní země by s ní měly držet krok. Znáte Delacroixův obraz „Svoboda vede lid na barikády“? Tak nějak chce Francie vnímat sama sebe.

■ **Spíše než politici má ale osud finančních trhů ve svých rukou Evropská centrální banka. Jak zatím vy jako ekonom hodnotíte účast ECB v řešení současné krize?**

Především je třeba říct, že Evropská centrální banka pomáhá řešit krizi, kterou sama zavinila. Hlavní příčinou krize totiž byly příliš levné peníze a příliš rychlý nárůst objemu úvěrů v ekonomice v letech 2004–2008. Podíváme-li se na vývoj měnové zásoby, tak zjistíme, že někdy do konce roku 2004 byl trend růstu peněžní zásoby poměrně stabilní, ale od té doby silně zrychlil. Měnová zásoba nerostla standardním tempem šest až sedm procent ročně, ale rostla devíti procenty. Rozdíl je zdánlivě malý, ale během několika málo let nakonec vedl k tomu, že v kritickém roce 2008 bylo v oběhu téměř o bilion euro více peněz, než by být mělo.

Tento doping dočasně pomohl k růstu zemím jako Španělsko, Irsko či Portugalsko, ale v roce 2008 se vyčerpal. Od té doby vidíme, že měnová zásoba roste pomalu nebo dokonce mírně klesá, a v Řecku klesá rychle.

Nyní se eurozóna dostala do takového objemu peněz, který by měla mít, kdyby se vše vyvíjelo normálně. Byla tu však měnová bublina, jejíž následky teď musí ECB korigovat. Paradoxně je koriguje ještě uvolněnější měnovou politikou a bublina se znovu nafukuje. To se již ale nedá dělat pouze nízkými úrokovými sazbami, ale je zapotřebí praktikovat neortodoxní politiku v podobě refinančních operací (LTRO)⁴

Na krizích se samozřejmě dá vydělat, pokud se k nim člověk postaví správným způsobem, že nakupuje levně, když vládne panika. To se ale opět týká spíše menšiny, která si dokáže udržet chladnou hlavu.

⁴ LTRO (Long-Term Refinancing Operations – v překladu dlouhodobé refinanční operace) jsou nástrojem měnové politiky centrálních bank, prostřednictvím nichž ECB umožnila evropským komerčním bankám čerpat neomezené tříleté půjčky s úrokem jedno procento. Tím dodala bankovnímu sektoru likviditu a zabránila zamrznutí mezibankovního trhu a možné bankovní krizi. Evropské banky si ve dvou kolech tohoto programu (v prosinci 2011 a v únoru 2012) půjčily více než bilion eur. – pozn. autora.

poskytnutých bankám a přímých nákupů dluhopisů, které v současnosti dosahují více než 900 miliard eur.

■ **Všude slycháme o tištění peněz a kvantitativním uvolňování, ale vy nyní hovoříte o poklesu peněžní zásoby. Jak je to možné?**

Ano. Existuje více měřítek objemu peněz. Můžete natisknout tisíce miliard euro, čímž vzroste měnová báze dramaticky. Ale pokud se banky bojí poskytovat úvěry a trhy se bojí investovat, tyto peníze leží bez aktivity na účtech a nezapojí se do oběhu. Můžeme pak vidět inflační i deflační tlaky současně.

■ **Postupoval byste jako předseda ECB v něčem jinak?**

Nový předseda ECB Mario Draghi je profesionál, muž na svém místě. Na rozdíl od svých dvou předchůdců je totiž ekonom a finančník s praxí v oboru. Někdo mu sice vyčítá, že působil u Goldman Sachs, ale já to naopak považuji za obrovskou výhodu, protože zná způsob uvažování investičních bankéřů. Jeho předchůdce Trichet byla politická figurka bez finančního vzdělání. Studovaný politolog a kariérní funkcionář.

Ještě dříve byl v čele Holanďan Wim Duisenberg, který ale než nastoupil do ECB, vedl holandskou centrální banku, které se říkalo „pětiminutová“ banka. Nizozemský gulden byl totiž připoután k německé marce. Když došlo ve Frankfurtu k nějakému zásadnímu opatření, Duisenberg provedl za pět minut to samé. Byl to úředník kopírující činnost Bundesbank. Měnová bublina zkrátka vznikla zčásti proto, že v čele ECB nebyli dostatečně kompetentní lidé.

■ **Mohl byste ještě, prosím, stručně vysvětlit, v čem spočívá program LTRO?**

V podstatě se jedná o formu kvantitativního uvolňování. „Normální“ kvantitativní uvolňování znamená, že centrální banka nakupuje dluhopisy přímo. Od tradičních operací na volném trhu se liší tím, že tradiční operace by se měly týkat pouze krátkodobých pokladničních poukázek, zatímco kvantitativní uvolňování se týká dlouhodobých dluhopisů ve velkém objemu. Evropská centrální banka má právní problém s přímým nákupem dluhopisů, ale nemá právní problém s tím poskytnout refinanční úvěry komerčním bankám na libovolnou dobu – s úmyslem, že evropské banky pak nakoupí dluhopisy na svůj účet. LTRO tak zlepší likviditu bank a současně zvýší ceny dluhopisů. Do značné míry to opravdu funguje, navzdory skeptikům.

■ **Půjčky v rámci LTRO jsou ale tříleté a centrální banka očekává, že komerční banky za ně nakoupí dlouhodobé, např. desetileté dluhopisy. Co budou komerční banky dělat, když bude chtít ECB své peníze zpátky a hodnota nakoupených dluhopisů bude mnohem nižší?**

Myslím si, že se tak trochu mlčky předpokládá, že přijdou na řadu další programy podobného typu a bude se obrazně klín vytloukat klínem. Ono to nakonec ani jinak nejde, protože existují jen tři metody splacení dluhu – vyhlášení bankrotu, což nikdo nechce, zvýšení daní, což již skoro nelze. Třetím způsobem je rozpuštění dluhů inflací. Tato možnost je zkrátka jediná možná a nejméně bolestivá.

■ **Spousta bank nicméně půjčené prostředky obratem uložila zpátky u ECB. O čem to vypovídá?**

Vypovídá to o tom, že se bankám zkrátka zlepšila likvidita a bezrizikově si uložily peníze u ECB. Zčásti ale byla tato operace úspěšná a uvolnila napětí na trzích, což byl její hlavní smysl. Trhy už nyní podle mého názoru očekávají, že ať už Řecko zkrachuje či ne, Evropa zůstane v zásadě ve stejné podobě, v jaké je, a že se ze současných problémů nakonec nějak dostane.

■ **Jak dlouho bude ECB ve své současné politice pokračovat? Nakupováním dluhopisů křiví trh. Proč bych já jako investor měl koupit italský dluhopis s úrokem pět procent, když s ohledem na podstupované riziko by měl výnos činit, jak jste zmínil dříve, přes deset procent?**

Máte pravdu, že se skutečně jedná o pokřivení trhu. Výnosové křivky státních dluhopisů dnes vůbec neodrážejí očekávání. Teorie výnosových křivek dluhopisů přestávají platit. V první řadě je teorie očekávání. Podle této teorie se dá tvar výnosové křivky vysvětlit očekáváním budoucích změn úrokových sazeb. Druhou teorií je teorie segmentování, tzn. že určité typy investorů musejí investovat preferenčně do krátkodobých cenných papírů, což je částečným odůvodněním toho, že na kratším konci výnosové křivky bývají nižší výnosy. Třetí teorií je teorie odměny za riziko, tedy že s dluhopisy s delší splatností je spojeno vyšší riziko.

V současné době výnosovou křivku ovlivňuje výhradně teorie segmentování. Investoři typu bank, pojišťoven či penzijních fondů musejí ze zákona investovat určitý podíl svých aktiv do určitého druhu cenných papírů, jako např. do státních dluhopisů. Zákon vyžaduje i segmentaci do jistých určitých dob splatnosti dluhopisu. Skutečný trh se státními dluhopisy je dnes tak strašně deformovaný, že výnosové křivky již neodrážejí očekávání. Skutečný trh se skoro ztratil.

Dnes jsou ceny a výnosy dány tím, že banky dostaly obrovské úvěry za jedno procento na tři roky a nyní spekulativně nakoupí italské dluhopisy, které nesou pět procent a vydělají na carry trade⁵. Ale možná je to lepší, než kdyby mělo dojít k totálnímu rozkladu veřejných financí. Neříkám, že se mi to takto líbí, ale nakonec je to nejspíš to nejmenší zlo.

Skutečný trh se státními dluhopisy je dnes tak strašně deformovaný, že výnosové křivky již neodrážejí očekávání. Skutečný trh se skoro ztratil.

⁵ Carry trade je formou spekulace na měnovém trhu, která spočívá v nakupování měnového páru s vysokým úrokovým diferencíálem. Spekulant nakupuje měnu s vyššími úrokovými sazbami a rozdíl mezi úrokovými sazbami mezi dvěma měnami je jeho ziskem. Nesmíme však zapomínat, že celkové výnosy podobné spekulace jsou ovlivněny vývoj směnného kurzu daného měnového páru. Pokud měna s vyšší úrokovou sazbou oslabí více, než jaká je výše úrokového diferencíálu, spekulace je ztrátová – pozn. autora.

■ **Skončí to tak, že nakonec bude celý trh se státními dluhopisy postaven jen na ECB?**

Soukromý investor, kterého zajímá bezpečnost jeho investice a její zhodnocení, samozřejmě vidí, že na státních dluhopisech se nedá vydělat. Naštěstí ještě stále existují určité segmenty, jako např. korporátní nebo municipální dluhopisy. Stále ještě existují místa, která nabízejí zajímavé investiční příležitosti.

■ **Jak dlouho bude ECB schopna dále intervenovat? A co by mohlo být signálem, že nyní už to může opět nechat tržním silám?**

To se dá velmi obtížně odhadnout. Šalamounsky řečeno, může to dělat tak dlouho, dokud bude zapotřebí. A ono to může být zapotřebí ještě léta. ECB zbankrotovat nemůže, takže v této činnosti nemá žádná omezení.

■ **Jaké další nástroje má ECB při řešení krize kromě nakupování státních dluhopisů?**

Obdobným nástrojem jsou různé repo operace a jiné podobné kontrakty. Základní tři nástroje centrálních bank jsou za prvé úrokové sazby. Ty už jsou ale tak nízké, že je příliš snižovat nelze a tím jeden nástroj odpadá. Druhým nástrojem jsou operace na volném trhu, to je právě to kvantitativní uvolňování, resp. LTRO. Posledním nástrojem jsou operace s povinnými minimálními rezervami, ale ani zde již není manévrovací prostor příliš veliký.

■ **Můžeme se tedy přece jen díky opatřením ECB vyhnout nějaké těžké krizi?**

Myslím si, že nejhorším už jsme si prošli. Drogová závislost na levných penězích ale bude trvat a budeme se s tím muset naučit žít. Inflation bude určitě vyšší.

Například Velká Británie si nikdy neprošla státním bankrotem, ale několikrát v historii se musela uchýlit k inflačnímu rozpouštění dluhu. Dělo se tak především po druhé světové válce, kdy byla zatížena dluhovým břemenem ve výši dvě stě padesát procent HDP. Netvrším, že je tento způsob řešení ideální, ale asi je lepší než bankrot nebo mohutné zvyšování daní. I to koneckonců

Británie vyzkoušela. Tím, že se snažila řešit vysoké dluhy vysokými daněmi, se nakonec ukázalo, že přišla o dvacet nebo třicet let hospodářského růstu.

■ **Každopádně nás čeká hodně zajímavé období. Mohl byste proto, prosím, dát investorům ještě na závěr své doporučení, jak se v současném tržním prostředí i do budoucna chovat?**

V první řadě by si měli dát pozor na paniky a euforie, protože jakmile člověk propadne jednomu nebo druhému, hrozí riziko, že jeho investiční rozhodnutí budou špatná. V druhé řadě jim skutečně doporučuji dlouhodobě sledovat různé ukazatele peněžní zásoby v ekonomice, protože je to jedna z mála věcí, na které je v ekonomii spolehnouti. Jak bude za deset let vypadat růst, zaměstnanost, úrokové sazby nebo cena

Myslím si, že nejhorším už jsme si prošli. Drogová závislost na levných penězích ale bude trvat a budeme se s tím muset naučit žít. Inflation bude určitě vyšší.

zlata, nevím. Ale že peněz bude v oběhu mnohem více než dnes, tím si můžeme být jisti.

**Jak bude za deset let vypadat
růst, zaměstnanost, úrokové
sazby nebo cena zlata, nevím.**

**Ale že peněz bude v oběhu
mnohem více než dnes, tím si
můžeme být jisti.**