

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](http://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

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



# 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 všudy 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](http://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

<sup>1</sup> 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 (mimořádně, 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 Juncker<sup>2</sup> 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.

---

<sup>2</sup> 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)<sup>3</sup>?**

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

<sup>3</sup> 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 křemácí. 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