

Rozhovor s Ľubošom Pástorom: Bublina na trhu? To je príliš silné slovo. 7.9.2015, Jan Sochor, Lidové noviny

Ľuboš Pástor, profesor University of Chicago a člen Bankovní rady Národnej banky Slovenska

DŮVODY K OBAVÁM z návratu finanční krize nejsou aktuální, přesto existují trhy, které je třeba bedlivě sledovat, pokud se chceme problémům vyhnout. Ľuboš Pástor přednáší o finančních trzích na slavné univerzitě v Chicagu, letos se stal členem rady centrální banky na rodném Slovensku a ohledně dalšího vývoje světových trhů a ekonomiky patří k optimistům.

Akcie na světových burzách prudce klesají kvůli obavám o čínskou ekonomiku. Máme se bát podobného propadu jako před sedmi lety?

To ne, tehdy spadly americké akcie více než o polovinu. Takový prudký propad se mi dnes zdá málo pravděpodobný.

Nečeká nás tedy opakování roku 2008?

Návratu krize z roku 2008 se neobávám. Po každé krizi se upraví pravidla hry tak, aby se brzy opakovat nemohla. To však neznamená, že nepřijde úplně jiná krize. Rizika spojená s investováním vždy byla a budou. Nová regulace je často jen přelije z jednoho kouta finančního systému do druhého. Takže dříve či později zase nějaká krize přijde, ale z jiného kouta.

Z jakého kouta by mohl přijít další otřes?

To je trochu, jako když se zeptáte, kdy přijde nejbližší zemětřesení. Dával bych však větší pozor na trh s podnikovými dluhopisy. Ty jsou dnes totiž nezvykle drahé a také mnohem hůře obchodovatelné než před krizí. Pokud třeba překvapivě vzrostou úrokové sazby, ceny dluhopisů klesnou. Lidé nespokojení se ztrátami začnou vybírat peníze, které mají v dluhopisových fondech, což ještě urychlí pokles cen. A tak můžeme být svědky významného pohybu cen korporátních dluhopisů. A to by potom mohlo ohrozit schopnost firem přefinancovat své úvěry.

Trhy podle svých reakcí vnímají jako největší současné nebezpečí Čínu. Jsou to reálné obavy?

Zpomalení čínského růstu je vážná věc. Ale pokud se nedávné cenové propady omezí na čínské akciové trhy a nepřenesou se například na čínský trh nemovitostí nebo trhy s firemními půjčkami a dluhopisy, není se čeho bát. Jde jen o zmírnění předchozího prudkého růstu za poslední rok. Vždyť i po nedávných prudkých propadech jsou čínské akciové indexy výše, než byly před rokem, tedy v létě 2014.

V čem je čínský trh jiný?

S akciemi tam obchodují převážně jednotlivci, ne banky a fondy. Na Západě je to přesně naopak. Tito drobní investoři nejsou tak sofistikovaní, dělají více chyb a přispívají tak k prudkým pohybům cen ať už nahoru, nebo dolů. Čínský trh je navíc i přes svůj nedávný růst velmi malý v porovnání s velikostí ekonomiky. Pokud se zde ceny pohnou třeba o 30

procent, je to o mnohem menší procento HDP, než kdyby tento pohyb nastal v USA. Proto je i vliv na spotřebu a investice v Číně menší a dopady pohybů na burze tedy nejsou tak významné pro ekonomiku.

Jak může světovou ekonomikou otřást skutečnost, že celá čínská ekonomika má problémy a oslabila měnu?

Do značné míry. Čínská ekonomika je druhou největší na světě, kupuje skoro polovinu světové produkce oceli, proto její zpomalení musí být globálně významné. Ovlivní to všechny, ale především ty, kteří do Číny nejvíc vyvázejí - ať už suroviny, auta, či cokoli jiného. Ale je příliš brzy na to, říct, zda jde o vážný propad, nebo jen korekci excesů z minulosti. Přece jen je léto a v době letních dovolených může být na trhu vyšší fluktuace cen prostě kvůli nižší likviditě.

Kam čekáte, že burzy ve světě v důsledku toho klesnou? Nebo už je vhodný čas nakupovat?

To nikdo nemůže spolehlivě říct a já nejsem žádnou výjimkou. Zatím jde o výraznou, ale stále relativně běžnou korekci cen. Osobně nevidím důvod na žádné dramatické změny ve svém vlastním portfoliu.

Souhlasíte s tvrzením investora Billa Grosse, že trh je dnes jedna velká manipulace s cenami, za niž mohou centrální banky a tištění peněz, a nafukuje se zde bublina?

Souhlasím s tím, že třeba ceny dluhopisů jsou vysoké, a také s tím, že v tom mají prsty centrální banky. Ale nemluvil bych o bublině, to je slovo těžkého kalibru. Bublina znamená, že dokážete říct, že ceny jsou nadhodnocené a spadnou ze současných úrovní. Já ale neznám nikoho, kdo je dokáže předpovídat v reálném čase. Třeba právě Bill Gross hovoří o bublině na trhu dluhopisů už čtyři roky a stále se mýlí. Už v roce 2011 sázel na to, že dluhopisy jsou nadhodnocené a klesnou, a pořádně se spálil. Podobně na tom byl třeba ekonom Bob Shiller, který se zmýlil hned dvakrát. Pokud byste se řídili jeho radami, prodali byste svůj dům v roce 2003 a akcie v roce 1996. Pořádně byste prodělali, protože akcie rostly až do roku 2000 a nemovitosti do roku 2006. Když budete dostatečně dlouho mluvit o bublině, ceny jednou klesnou a vy budete mít chvíli pravdu. Ale je to asi takový úspěch, jako že hodiny, které stojí, dvakrát denně ukazují správný čas.

Nestal se přesto díky levným penězům trh úplně virtuálním? Reflektují ceny vůbec ekonomickou skutečnost?

Ale ano. Ceny aktiv jsou dnes vysoké právě v důsledku nízkých úrokových sazeb a ty jsou ekonomickou skutečností. Úroky jsou nízké z různých důvodů: jednak kvůli slabší poptávce firem a lidí po půjčkách a jednak kvůli měnové politice. Ale v každém případě jsou ekonomickou skutečností. V prostředí tak nízkých sazeb by bylo iracionální, kdyby ceny na trhu vysoké nebyly.

Jak dlouho ještě nízké úrokové míry vydrží?

V Evropě je budeme mít ještě dlouho. Lidé, kteří spoří, si musí snížit očekávání ohledně budoucích výnosů. Pokud si například šetříte na důchod a plánujete naspořit konkrétní sumu, bylo by namísto odkládat si každý měsíc víc, než jste plánovali původně.

Vidíte nějaké skryté hrozby prostředí nízkých úroků?

Jednu hrozbu vidím v tom, že si hodně finančních institucí kvůli nízkým úrokům bere na svá bedra více rizika. Když investoři požadují konkrétní výnos, třeba osm procent, jako je to u mnoha penzijních fondů v USA, mohou ho dosáhnout jen tak, že riskují více než předtím. Jakmile trh trochu klopýtne, obrátí se to proti nim. Jinou hrozbou je, že přes trhy teče méně peněz, méně se obchoduje. Po zavedení regulací začaly být banky na trhu méně aktivní. Tuto mezeru sice do jisté míry zaplnily investiční fondy, ale ne úplně. A když se na trhu méně obchoduje, neočekávané šoky mají větší vliv na ceny. Obě tyto hrozby se mohou navíc navzájem posilovat, takže opatrnost je rozhodně namístě.

Česká ani slovenská burza nepatří k nejrozvinutějším a lidé se do investování nehrnou. Jakou roli může u nás hrát kapitálový trh?

Podobně jako ve většině kontinentální Evropy dominují i u nás ve finančním sektoru banky. Navíc není naplno využitý systém soukromého spoření na důchod. Domácí trhy tak můžeme nastartovat právě podporou tohoto spoření. Ale i dnes Češi a Slováci můžou investovat přes podílové fondy, které dávají možnost investovat do akcií po celém světě. Není nutné se omezovat jenom na náš region.

Investoři jako Warren Buffell doporučují fondy, které sledují vývoj hlavních indexů. Čím to, že vydělávají více než aktivní fondy?

Různé studie ukazují, že průměrný fond řízený aktivně nějakým manažerem zaostává za fondy, které sledují burzovní index. Aktivní fondy mají vyšší transakční náklady a taky vyšší poplatky. Dohromady dělá tento rozdíl v průměru asi tři procenta z výkonnosti fondu ročně. To je handicap, který se těžko dohání. Jenže mimo USA se aktivním manažerům fondů daří lépe. Je to zřejmě důsledek nižší konkurence mimo Spojené státy. Nedávno jsem vydal studii, která ukazuje, že čím je v aktivních fondech více peněz, tedy čím je vyšší konkurence na trhu, tím se jim daří hůř. Proto vidím v Evropě větší prostor pro aktivně řízené fondy.

Jak si po letech pracovně zvykáte na rodném Slovensku?

Ještě se s prostředím trochu sžívám, ale jde to dobře. Potkávám se s řadou zajímavých lidí, zjišťuji, čemu se věnují, a učím se od nich.

Jak systém eurozóny ohrožuje řecká krize?

Řecko samo o sobě velký vliv nemá. Ale jeho případný odchod z eurozóny by signalizoval, že měnová unie se může rozpadnout. To by dlouhodobě zvýšilo rizikovou přírážku u dluhopisů dalších evropských zemí. Mnohým z nich včetně Slovenska by se zvýšily náklady na splácení dluhů.

Opustí podle vás Řecko nakonec eurozónu?

Doufám, že ne, ale mám o tom pochybnosti. Nejlepší scénář je, že v eurozóně zůstane, úspěšně se zreformuje, nastartuje růst a splatí dluhy. To však závisí na schopnosti a ochotě Řeků takové rozhodnutí přijmout. Po šesti letech trápení si zvolili v podstatě komunisty a v referendu jim dali mandát odmítnout reformy. Uvidíme, jak dopadnou další

volby. Pokud potvrdí, že reformy nechtějí, měli bychom jejich demokratické rozhodnutí respektovat a nechat je jít vlastní cestou.

Věříte v přežití eura?

Myslím, že má slušnou šanci přežít. Je to především politický projekt, jeden z největších integračních projektů v evropské historii. I přes komplikace stále existuje na nejvyšší úrovni silná politická vůle udržet eurozónu pohromadě. A pokud se politici rozhodnou, že euro přežije, potom se prostě vytvoří takový politický a ekonomický rámec, aby přežilo.