

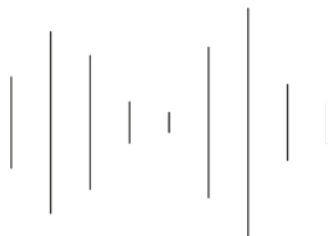
Dominik Stroukal

Jan Berka

TRHY

Měnová politika
pro nadšence a investory





TRHY

Stroukal



Berka



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 **trestně stíháno**. Automatizovaná analýza textů nebo dat ve smyslu čl. 4 směrnice 2019/790/EU a použití této knihy k trénování AI jsou **bez souhlasu nositele práv zakázány**.

Dominik Stroukal, Jan Berka

Trhy

Měnová politika pro nadšence a investory

Vydala Grada Publishing, a.s.
U Průhonu 22, 170 00 Praha 7
tel.: +420 234 264 401
www.grada.cz
jako svou 9247. publikaci

Odpovědná redaktorka Šárka Kratochvílová
Jazyková redaktorka Iva Vedralová

Realizace obálky Zdeněk Dovole – tiptop studio

Sazba Antonín Plicka

Počet stran 312

První dotisk, první vydání, Praha 2024

Vytiskly Tiskárny Havlíčkův Brod a.s.

© **Grada Publishing, a.s., 2024**

ISBN 978-80-271-7281-8 (ePub)

ISBN 978-80-271-7280-1 (pdf)

ISBN 978-80-271-3623-0 (print)

OBSAH

Poděkování	10
Předmlúvod: Kouzelné trhy	11
Dvojka: Centrální banky	15
1984	17
ZSV	18
Jeden cíl vládne všem	19
1989	20
Proč zrovna dvojka?	21
Čekání na dvojku	25
Dvojka je pro nuly	28
1985	30
Sazby, sazby everywhere...	31
Jedna nezměřitelná	34
Reálně je vše jinak	36
Vpředhledící bankéři s nutnou dávkou trpělivosti	39
První sáhnout po sazbách a hodit je do kanálu	40
1988	43
Když už sazby nestačí	45
Projev guvernéra, vyčistit zuby, vyčůrat a spát	47
Nikdy nesázejte proti centrální bance, vol. I	49
Pod nulou je dvojka	50
Likvidita, to je, oč tu běží	54
Může centrální banka zkrachovat?	56
Centrální banky jako zdroj	60
2002	61
Arnold: Peníze a likvidita	65
Buď happy jako Arnold	66
Plátno, dluh a krutovládce	67
Nejlepší doba pro studium trhů	69
Cena peněz, nebo času?	73
Jak vznikají peníze aneb alchymie bankovníctví	76
Jak vzniká likvidita?	79
Širší „peníze“ s ohledem na likviditu a bezpečí	80

Likvidita jako všemocný ukazatel směru trhů?	82
Peníze nejsou dořešené	85
Rozvaha: Kvantitativní uvolňování	89
Made in Japan	90
Uvolněte se, prosím	91
Vítejte v Japonsku!	92
Zachránce nobelista	94
Nezakázané uvolnění	97
Neuvolněte se, prosím!	99
Číslo šest žije	101
QE vadis?	102
QE a výnosová křivka	104
Svezte se na QE	106
I'll be Ben	109
Odvaha: Kvantitativní utahování	113
Neutahujte opasky, utahujte obrázky	115
Normalizace	116
Čelem vzad! Ale po očku koukejte za sebe	118
Trhněte si	122
Utahuj, dokud se něco nepokazí!	125
...ale sazby to nejsou, jasný pane!	131
Co si zapamatovat i s ohledem na budoucnost	133
Matka moudrosti	135
Věštec: Dluhopisový trh	137
Nejchytřejší student ze třídy trhů	139
Inverzní vztah ceny a výnosu	141
Nominální vs. reálný, krátké vs. dlouhé	144
Výnosová křivka a její tvar a pohyby	148
Inverze? Jen tak z recese	152
Všichni obchodují úrokové sazby, ale ne každý o tom ví	157
Kvantitativní dluhopisování	158
Nikdy nesázejte proti centrální bance, vol. II	165
Twistuj jak Chubby Checker	166
Nashia	168
Nový režim	171
Výnosovou křivku rozhodně nepodceňovat!	174
Velká výzva	175

Stín: Peněžní trh	179
VHsky v excelu	181
Dealeři ve stínu	182
Fondy plné peněz	184
Financování, nebo spekulace?	185
Oh my God, you must be a famous repo	186
Pád na vlastní oči	189
Přelévat likviditu z hrníčku do hrníčku	190
Proč nám banky nechtějí úročit vklady?	193
Jak snížit objem reverzního repa a podpořit dluhopisový trh?	195
Z jednoho dolaru mnoho	201
Křemík: Centrální banky chtějí mít vlastní peníze	205
Korunka ke korunce	207
Není to zadarmo	209
Digitální zvířátko	210
Poučení z e-krizového vývoje	213
Digitální stravenky	215
Na spadnutí je ale spíš digitální euro	217
A pomůže nám to?	219
Slova: Forex	223
Za každou cenu	225
Největší, nejsložitější a nejdůležitější trh na celém světě	226
Super Mario	229
Jak vypadá současný devizový trh	230
Král dolar zůstává nesazen	231
Impérium vrací úder	234
Modrozluté peníze	237
Jak „čist“ měnové páry	238
Jednoduchá, ale efektivní strategie	239
Prasátko německého daňového poplatníka	241
Kurz, kurzové režimy a operace	242
Čmelák	244
Měnový chirurg na sál!	245
Když jsou fundamenty v kurzu	246
Jako na fotbale	248
Ať to stojí, co to stojí	250
Fiskál a měnovka vládnou ve středu	250
V dlouhém období jsou všichni spekulanti mrtví	253

Mistrovský tah	255
Hledání rovnováhy-nerovnováhy	256
Zasahujeme!	257
ČNB zasahuje a nekonspiruje	260
Super Mario zachraňuje	264
Lekce: Když padají banky	267
Nulové úrokové sazby	269
Noční můra každé banky	270
Silicon Valley punk	272
Křemíkové nebe	275
Utíkejte na banku	276
Jak mohou banky získat likviditu	278
Záchranná lana pro Silicon Valley Bank	280
Nejproblémovější evropská banka	281
Jak rychle umíte zmizet z banky?	285
Něco si přeješ, padá banka pro boháče	287
Jako v roce 1907, akorát že naopak	289
Je možné zabránit bankovnímu runu?	291
Konec dobrý, všechno dobré?	292
Konec dobrý, všechno regulované!	294
Úvěry a citlivost na vyšší sazby	295
Nic není jako dřív, nic není, jak bejvávalo	299
Strhem a šáteček	305
Kam dál?	307

„Jak nám ukázala nedávná historie, měnová politika a makroekonomické otázky mají vliv na každého z nás. Proto jsem rád, že vznikla tato ojedinělá publikace, která si úspěšně klade ambice srozumitelně přiblížit tuto problematiku a širší souvislosti nejen investorské veřejnosti.“

Vladimír Holovka,
obchodní ředitel XTb

„Všechno, co jste kdy chtěli vědět o centrálních bankách, ale nechtělo se vám číst mnohasetstránkové učebnice. Tohle čtení o složitém světě centrálních bankéřů nebolí. Dvojice originálních ekonomů vypráví příběhy inflace nebo tištění peněz poutavě a lidsky, prošpikovali je historkami a humorem, takže se budou bavit i neekonomové.“

Markéta Bidrmanová,
novinářka Seznam Zprávy,
autorka podcastu Ve vatě

„To nejdůležitější z měnové politiky ve srozumitelné a čtivé podobě. Must-read pro každého, kdo to myslí s investováním vážně.“

Jáchym Ingr,
předseda Klubu investorů

Poděkování

Martině a Barče za shovívavost a podporu.

Vláďovi Holovkovi a celému týmu XTB,
že nás k vydání inspirovali a podporovali nás.

Šárce Kratochvílové za trpělivost a péči.

Metropolitní univerzitě Praha, kde jsme si mohli text
několik let testovat výukou na studentech.

Mojmíru Hamplovi, Kubovi Jedlinskému, Jardovi Brychtovi,
Michalu Skořepovi, Dušanu Vaškovicovi, Rostovi Plívovi,
Kubovi Seidlerovi, Kicomovi a Jirkovi Tylečkovi
za recenze a nápady k vylepšení. Všechny zbývající chyby
jsou jen a jen naše.

Díky!

Honza a Dominik

Předmlúvod: Kouzelné trhy

Chyběla nám kniha o trzích. V televizi se diskutuje o změnách úrokových sazeb, zástupci České národní banky píšou do novin o inflaci, tu je workshop o státních dluhopisech, tam konference o devizovém trhu, ale nikde kniha. Nebo alespoň ne kniha, která by byla „tak akorát“.

A tak jsme ji napsali.

Dává nám smysl rozumět tomu, proč centrální banka cílí inflaci na dvou procentech, co je to kvantitativní uvolňování a kdy se centrální banka rozhodne vstoupit na trh cizích měn a intervenovat. Nejen proto, že je to zajímavé, ale pro všechny z nás, kdo investujeme či investovat chceme, je to i důležité. Toto téma ovlivňuje naše peníze.

Samozřejmě dobře víme, že knih o měnové politice existuje celá řada, včetně našich oblíbených od profesora Jílka, ale jen ty jeho mají dohromady tisíce stran účetnictví, předpisů a vzorců. O vlivu měnové politiky na trhy toho bylo napsáno méně, typicky v článcích nebo i v knihách, ale bohužel jen zahraničních. Některé investiční knihy to i u nás zkusily, ale jen v podkapitolách.

K čemu je dobré chápat měnovou politiku? Představme si rozdělení našeho investičního horizontu na tři období. Nemají ostré hranice, ale pojďme střední ohraničit horizontem měnové politiky, tedy typicky je to rok až rok a půl, a krátké, kdy se jedná o období do jednoho roku, a dlouhé nad rok a půl. Všichni znáte investory, kteří sedí nad svíčkovými grafy a pomocí technické analýzy hledají v krátkém období vzorce, jež jim pomůžou vybrat správný čas pro spekulaci. Investory investující na dlouhé období zase tolik nezajímá krátkodobá spekulace. Typicky na akciovém trhu hledají slušné firmy, které mají dobrý produkt a výjimečnou firemní kulturu, takže třeba za tři, pět nebo deset let udělají svým akcionářům radost.

Jednou jsme se takhle potkali s Jardou Brychtou z XTb na investiční debatě, kde si vzpomínáme na překvapenou reakci publika, když jsme každý dali jinou odpověď na otázku, zda si koupit akcii jedné firmy. Tazatel chtěl vědět, jestli až se další den otevrou trhy, cena vyskočí, ale my mu odpovídali s vidinou středního období a Jarda dlouhého. My jsme mu řekli, že vidíme ve Spojených státech ještě prostor pro růst úrokových sazeb, a Jarda mu poradil se podívat na konkurenční firmu, která zrovna najala nového CEO, osekala kvůli ziskovosti jednu celou divizi a připravuje produkt, u něhož se jí daří významně snížit náklady na výrobu.

Můžete být krátkodobý spekulant, můžete být dlouhodobý investor, ale bez znalosti měnové politiky se v obou případech ochudíte o ziskové příležitosti. Proč když centrální banka zvedla sazby, začaly padat trhy? A jak je možné, že jindy začaly padat, když sazby snížila?

Protože nejde o samotné snížení či zvýšení, ale o to, jakým směrem se sazby pohnuly oproti očekávání. Pokud jste pod stromečkem nic nečekali a najdete tam knížku, budete mít radost. Jestli jste ale čekali závodní auto a po rozbalení krabice na vás bude čekat knížka, potom můžete být smutní.

První lekce z měnové politiky je za vámi. Záleží na změně oproti očekávání.

Spousta lekcí vám ale ještě zůstává.

Nejsme zdaleka první, kdo tyto lekce chtěl předávat dál. Knížka nám ovšem chyběla. Tedy nechyběla, doma vedle Domáciho lékaře máme povinně oba právě knihy profesora Jílka, ale chybělo nám něco, co bychom s klidným srdcem doporučili někomu, kdo zrovna nestuduje doktorát z financí, ale chce pochopit, o čem se to analytici baví v televizi nebo u piva.

Možná se najdete v jedné ze situací, která nás během posledních let potkala. Na letní škole jsme seděli s výše zmíněným Jardou u ohně a debatovali se studenty. Když vše skončilo, povídali jsme si mezi sebou a přišel za námi student, který se přiznal, že nám nerozumí, ale že by to chtěl nějak dohnat, aby si s námi třeba za rok mohl popovídat. V druhé situaci jsme spolu přednášeli na Metropolitaní univerzitě Praha a chodili za námi studenti, kteří hledali učebnici, ale tak akorát pro druhý ročník bakaláře. Aby navníмали téma, o němž toho zatím moc neví. Učili jsme například předmět s názvem „Peníze, banky a finanční trhy“, tak proč k tomu něco nesepsat. A třetí fackou, která nás zvedla z gauče k pracovnímu stolu, byl boom investování během pandemie ve spojení s vysokou inflací. Nakonec měnová politika, jež měla být spíše neviditelná, byla v září reflektorů. Z šéfů centrálních bank se staly celebrity a masa nováčků mezi investory začala řešit, jak rozhodnutí několika lidí za zavřenými dveřmi umí ovlivnit jejich peníze.

Nemůžeme vám slíbit, že to bude jednoduché čtení. Šli jsme tomu ale naproti tím, že jsme text protkali vyprávěním velikánů teorie i praxe světové měnové politiky. Navíc každou kapitolu uvádí někdo z našich přátel, kteří o tématu v kapitole ví více než my a díky nimž jsme mohli opravit řadu chyb, jež našli, a doplnit

vědomosti, na které jsme zapomněli, anebo je neznali. Ale hlavně jsme chtěli, aby vás úvodem do kapitol nadchli ke čtení.

Až budete na konci knihy, přejeme si, abyste byli nadšení ze studia měnové politiky stejně jako naši recenzenti a my. Ostatně jeden z desítek pracovních názvů této knihy byl „Trhy, I love you“. Jiný zase „Jak vznikají peníze“, ale ani ten to nakonec nevyhrál. „Trhy“ jsou výstižnější.

Tahle kniha je totiž přesně o těch magických trzích, které tak často slyšíte z médií.

„Dnes byly trhy klidné. Pohybovaly se do strany.“

„Trhy očekávaly zvýšení sazeb jen o 25 bodů.“

„Na zvýšení sazeb trhy reagovaly posílením koruny.“

Věříme, že až si přečtete následující strany, přijde vám dané téma ještě kouzelnější, a navíc ta kouzla budete sami ovládat.

Převážně v Praze,
prosinec 2021 až únor 2024

Dominik Stroukal a Jan Berka



DVOJKA: CENTRÁLNÍ BANKY

Zdálo by se, že otázky centrálního bankovníctví a měnové politiky jsou vysoce abstraktní a běžným denním starostem nás všech na míle vzdálené. Nic ovšem nemůže být dál od pravdy. Úrokové sazby a jejich změny, inflace, pohyby devizového kurzu lokální měny vůči měnám zahraničním nebo stabilita a funkčnost bankovního systému, to vše jsou věci, které se neustále týkají doslova každého z nás. Ustavičně ovlivňují naše racionální rozhodování a spolurozhodují o našich krocích, mají však vliv i na naše nálady a pohnutí, zkrátka na celý náš život. Koneckonců měnové politice se též říká politika peněžní a peníze jsou naprosto nedílnou součástí interakcí každého z nás se zbytkem světa.

Přítom pro fungování centrálních bank platí některé, ne zcela běžně akceptované zákonitosti. Především se u nich silně projevuje cosi jako „paradox funkčnosti“. Pokud centrální banka a její měnová politika a další rozhodnutí fungují, pak hladce a bez velkého hluku dosahují svých stabilizačních cílů, nikdo jejich existenci příliš nevnímá a nemá důvod „je řešit“. Navíc pak jen málokdo má motivaci a potřebu jejich skutečnému fungování vůbec porozumět. Paradoxně tedy platí, že čím lépe centrální banka dlouhodobě funguje, tím méně o její podstatě lidé vědí. A naopak, jestliže nefunguje, hromadí se snadno hory mýtů, omylů a nesmyslů o podstatě jejich selhání. Centrální banka se potom ve vztahu k celé ekonomice má asi jako IT oddělení ve firmě ve vztahu k běžným uživatelům IT v téže firmě. Když si nikdo nestěžuje, funguje vše dobře, přestože nikdo neví, proč to vlastně celé jede. A když nefunguje, jsou všichni nespokojení a mají řadu nápadů, co opravit, přestože ani v nejmenším netuší, co a kde se skutečně pokazilo. Tato paralela budiž přílehlavá také proto, že je centrální banka – právě tak jako IT – vnímána jako technokratická, vysoce odborná instituce, jejíž kumulované a koncentrované kompetence dalece přesahují kompetence jiných, „běžných“ institucí státu. Přítom měnová politika je již svým názvem též „politika“, tedy evidentně oblast, v níž je možné, a dokonce nutné činit volby z variant a rozhodovat se za nejistoty, přičemž tato rozhodnutí mají redistributivní, a tudíž definičně nestejný dopad na jednotlivé obyvatele a konkrétní sociální či ekonomické skupiny. Koneckonců oddělení měnové politiky od té běžné, prováděné standardní politickou elitou (ať už je vybírána jakkoli), je záležitostí až pozdní druhé poloviny 20. století, tedy záležitostí velmi čerstvou a z hlediska dějin vlastně stále „netradiční“.

A právě to je ve vyspělém světě, který uvedl v život koncept „nezávislé centrální banky“, zdrojem další jejich charakteristiky. Tím, že měnová politika byla oddělena od politiky běžné (ať už proto, že je méně důležitá, nebo naopak spíše proto, že je důležitější), skončil kus zájmu o ni ve veřejném prostoru z důvodu „nemožnosti demokratické výměny“. Centrální bankéře jednoduše nelze odvolat či změnit stejně snadno jako demokraticky zvolené vlády, čímž jsou pro politický proces a běžné voliče trochu neatraktivní. Jejich tváře nejsou tak známé a přitažlivé a míra jejich vnímané odpovědnosti není tak velká. Jakkoli paradoxně je jejich skutečná odpovědnost často naopak větší než u volených politiků, jimž jsou pak připisovány jak úspěchy centrálních bankéřů, tak jejich neúspěchy.

Věřím, že to vše jsou dobré důvody pro všechny zvědavé čtenáře dozvědět se o centrálních bankách a jejich aktivitě víc a překonat onen „paradox funkčnosti“ pokusem o to podstatné, o skutečnou, nefalšovanou znalost a porozumění všemu, co se ve vesmíru centrálních bank, peněz a politiky reálně odehrává.

Mojmír Hampl, předseda Národní rozpočtové rady a v letech 2008–2018 viceguvernér České národní banky

1984

Guvernér novozélandské centrální banky Don Brash se na začátku roku 1990 nestačil divit. Součástí jeho pracovní smlouvy v centrální bance se stal dokument nazvaný Dohoda o cílech politiky. Na textu Dohody by nebylo zas tak nic divného, i když se v ní objevilo pár zajímavých inovací. To nejpodivnější pro Dona Brashe bylo, proč se k cílům měnové politiky zavazuje on osobně, a nikoliv celá centrální banka.

Pak mu to došlo.

Pokud by cíl nenaplnil, můžou ho vyhodit z práce. Centrální banku nikdo z práce nevyhodí.

Je ironií osudu, že byl Roger Douglas jmenovaný ministrem financí Nového Zélandu právě v roce 1984. V příkrém kontrastu s Orwellem a jeho knihou se k moci v jedné krásné a důležité zemi dostal svobodomyšlný politik. V zemi, v níž bylo potřeba povolení k prodeji zahraničních časopisů, se během šesti let zdvojnásobilo bohatství na hlavu a inflace spadla z dvouciferných čísel trvale na

jednociferná. Počet státních úředníků se zredukoval z 88 na 34 tisíc. Ekonomika se radikálně transformovala, což s sebou ale přinášelo propouštění a řadu sociálních nepokojů. Vše bylo překotně rychlé. Sám Roger Douglas vzpomíná, že pro něj bylo důležité změnit co nejméně věcí co nejrychleji, jinak by se nic nestalo.

Přestože se Roger Douglas zapsal do učebnic historie jako neo-liberální pravičák, vedl a dlouhá léta držel u moci novozélandskou sociálnědemokratickou Stranu práce.

A ačkoli se Roger Douglas zapsal do učebnic ekonomie spíše v kapitolách o rozpočtové politice, jeho vliv dokázal nastartovat mnohem důležitější reformu v politice měnové.

Zatímco jeho často úspěšné snahy o nižší daně, méně regulací a rozpočtovou odpovědnost jsou dnes spíše zajímavým a někdy až kontroverzním historickým okénkem v učebnicích hospodářských dějin, jiskru inflačního cílování, kterou zažehl, se nepodařilo dodnes sfouknout. Ba naopak, tento oheň se vesele šíří dál napříč celým světem. A vše to začalo právě v roce 1984.

ZSV

Milovaná i nenáviděná. Známa i neznámá. Instrukce, o které jste se na střední škole pravděpodobně dozvěděli méně, než jste měli. I přesto ovlivňuje naše životy v podstatě každý den. Pro ni samotnou by bylo lepší, pokud byste si na ni ani nevzpomněli. Kdyby dělala vše tak, jak má, možná byste ani nemuseli vědět, že vůbec existuje.

Jenže to se neděje.

Řeč je o centrální bance, o jedné z nejdůležitějších institucí, s níž se nejen v životě, ale především v této knize setkáte.

Když jsme začínali psát tuto kapitolu, kterou mimochodem považujeme za sťažejní a na niž budeme postupně nabalovat ty nejdůležitější informace, jako první nás napadla jedna otázka. Kdy jsme poprvé slyšeli o centrální bance?

První vzpomínka byla hodně rozmazaná. Dvě gymnázia, pro Honzu v Praze a pro Dominika v Žatci, hodina základů společenských věd, které jsme říkali zkratkou ZSV. Hodina, která opravdu jen hodně vzdáleně připomínala něco, co by mělo souviset s ekonomikou, případně s hospodářskou politikou. Našli jsme i jeden z našich sešitů, v němž bylo napsané jen, že centrální banka je

banka bank. Co to znamená, nám nikdo neřekl. Možná i díky tomu se v nás postupem času probudil zájem studovat ekonomii, a zejména tuto instituci víc do hloubky. Proč? Stačí se podívat, co všechno ovlivňuje.

Máte bankovní účet? Banka podléhá regulaci ze strany centrální banky. Ta má vymáhat pravidla, jak má fungovat, ostatně i samotnou bankovní licenci uděluje tato měnová autorita. Na běžném bankovním účtu máte úrok nula procent, jenže co když se přesuneme na spořicí, nebo rovnou termínovaný vklad? Tam už mohou být sazby zajímavější, a i za těmi stojí centrální banka. A co cestování? Když jedete do zahraničí, určitě si s sebou berete nějakou hotovost v eurech, dolarech či jakékoliv jiné měně. Za kurzem, za nějž jste cizí měnu nakoupili, stojí také centrální banka a její politika. A takto bychom mohli pokračovat dál, od hotovosti, kterou máte v peněžence, až k činnosti vašeho brokera, u nějž investujete do akcií.¹ Za vším hledej centrální banku, chce se říct. A toto tvrzení není daleko od pravdy.

Jeden cíl vládne všem

Činnost každé centrální banky se dá ve stručnosti popsat ve čtyřech bodech. Je to banka bank, banka státu, regulatorní a dohledový orgán a tvůrce měnové politiky. Bankou bank a státu rozumíme, že u centrální banky mají jak banky, tak stát své účty, stejně jako je mají obyčejní smrtelníci u svých bank. Regulatorním a dohledovým orgánem se pak myslí vymáhání pravidel, „která chrání stabilitu bankovního sektoru, kapitálového trhu, pojišťovnictví a sektoru penzijních fondů“. Citace z České národní banky pokračuje tím, že centrální banka dokonce „postihuje nedodržování stanovených pravidel“. Reguluje, dohlíží a postihuje tak, aby byl náš finanční sektor stabilní.

¹ Bavíme-li se o českém prostředí, ČNB má velmi širokou paletu pravomocí. V některých jiných zemích spadá regulace kapitálového trhu, pojišťoven a často i některých částí bank pod jiný orgán. Příkladem mohou být USA, kde funguje Komise pro cenné papíry (Securities and Exchange Commission, zkráceně SEC) provádějící dohledovou činnost nad obchodováním s cennými papíry.