

**O čem píše****FOND SHOP 1/2009 ze dne 16. ledna 2009****(newsletter)**

EKONOMIKA A TRHY: 9. prosince 2008 až 12. ledna 2009

**Obrat k lepšímu na akciových trzích**

*Globální akcie se na začátku prosince odrazily ode dna a začaly růst. Z ekonomiky však přicházejí převážně špatná data. Není vyloučeno, že šlo o dočasný růst akcií v pokračujícím trendu dolů.*

V posledním měsíci loňského roku a v prvním týdnu letošního přicházely převážně špatné zprávy o vývoji světové ekonomiky. Průmyslová aktivita v USA klesla na minimum za 28 let a spotřebitelská důvěra na rekordní minimum. Ceny domů pokračovaly v poklesu (v říjnu o 18 % meziročně), prodej nových domů byl nejslabší od roku 1991 a výstavba nových domů spadla na historické minimum. Nové žádosti o podporu v nezaměstnanosti vzrostly nečekaně prudce, celkový počet žádostí o podporu v nezaměstnanosti je na 26letém rekordu. Firmy oznamují další plánovaná propouštění. Jen v prosinci seškrtaly americké firmy 524 tisíc pracovních míst. Prodej aut se loni propadl na 16leté minimum. Nastupující prezident Barack Obama chce pomoci ekonomice dalšími daňovými škrtky. Deficit státního rozpočtu USA letos dosáhne rekordní výše. Spotřebitelské ceny v USA rekordně klesly (v listopadu meziměsíčně o 1,7 %). Fed se obává dalších hospodářských problémů. V boji proti recesi přistoupil ke snížení úrokových sazeb do pásma 0 % až 0,25 % a dal najevo, že zde pravděpodobně zůstanou delší dobu.

Přival špatných zpráv zasáhl i Evropu. Průmyslová aktivita v eurozóně dosáhla v prosinci rekordně nízké úrovně. Německá ekonomika v letošním roce klesne o 2,7 %, protože němečtí exportéři pocítují důsledky celosvětového hospodářského útlumu, předpověděl německý Institut pro světovou ekonomiku. Platební schopnost německých firem podle průzkumů klesá a podnikatelská důvěra je podle institutu Ifo nejnižší od roku 1982. Německo zůstane v recesi podle stejného institutu až do roku 2010. Naopak ECB očekává, že eurozóna by se měla začít z recese zotavovat již v druhé polovině roku 2009. Míra nezaměstnanosti v eurozóně v listopadu stoupla na 7,8 % z říjnových 7,7 %. Mezikvartální pokles HDP v eurozóně ve 3Q byl potvrzen na 0,2 %.

NOVINKY: AXA CZK Konto

**Fond bez vstupního i výstupního poplatku**

*Korunový fond peněžního trhu AXA CZK Konto a eurový fond peněžního trhu AXA EUR Konto jsou podle sazebníku AXA investiční společnosti platného od 1.1.2009 bez vstupního i výstupního poplatku.*

Roční správcovský poplatek činí u obou fondů 0,5 %. Portfolio fondu AXA CZK Konto je tvořeno krátkodobými státními a krátkodobými korporátními dluhopisy a hotovostí na účtech. AXA investiční společnost neúčtuje vstupní poplatek ani u ostatních podílových fondů (dluhopiso-vých a akciových). U nich ale platí klienti výstupní poplatek při odkupu podílových listů. Výše výstupního poplatku závisí na konkrétním fondu a na době strávené ve fondu. Čím déle byly peníze ve fondu investovány, tím nižší výstupní poplatek. Například u akciových fondů je to 5 % při odkupu během prvního roku a za každý rok strávený ve fondu klesá výstupní poplatek o 1 %.

TÉMA: Korunové fondy peněžního trhu

**Kreditní krize rozdělila peněžní fondy**

*Kreditní krize dopadla na korunové peněžní fondy velmi rozdílně. Propady vyvolaly dluhopisy od rizikových korporátních emitentů. Poslední dobou se však výkonnost většiny fondů obrací k lepšímu.*

Kdo se na začátku minulého roku rozhodl investovat do korunového fondu peněžního trhu, asi nečekal, jakému riziku se v podzimních měsících vystaví. Pravidlo, že peněžní fondy zajišťují sice pomalý, ale ničím nerušený růst, najednou přestalo v důsledku kreditní krize platit (až na pár výjimek). Není se pak čemu divit, když zaskočení tuzemští investoři vybrali v říjnu 2008 z korunových peněžních fondů téměř 8 mld. korun a celková ztráta majetku těchto fondů se v důsledku čistých odkupů za rok 2008 odhaduje na 15 mld. korun. To je mnohem více než odhadovaný odliv investorského majetku z dluhopisových nebo smíšených fondů. Kreditní krize ale dopadla na korunové peněžní fondy velmi diferencovaně. To se týká jak jejich kurzového vývoje (grafy 1 a 2), tak i čistých odtoků nebo přítoků majetku v roce 2008. V absolutním měřítku stahovali investoři největší objemy majetku z fondů ISČS Sporinvest a IKS Peněžní trh Plus. Investorské přízvi a majetkovému přílivu se naopak těšily výkonnější fondy KBC Multi Cash ČSOB CZK a KB Peněžní trh.

ROZHOVOR: Martin Fuchs, HSBC

**Konec medvědího trhu je již blízko**

*Za předpokladu, že globální ekonomika dosáhne ve 2. polovině letošního roku na své dno, jsou následující měsíce jedinečnou*

*příležitosti k nákupu fondů, říká Martin Fuchs z HSBC.*

**FOND SHOP:** Otázka, která zajímá každého čtenáře. Kdy myslíte, že trend oslabování akciových trhů skončí, trhy se odrazí ze svého dna a opět začnou investorům vydělávat?

**Martin Fuchs:** Každá korekce akciových trhů jednou skončí. Osobně si myslím, že konec současného medvědího trhu je již blízko. Historický vývoj vyspělých akciových trhů nám ukazuje, že bez ohledu na průběh ekonomické recese začínají akciové trhy růst zpravidla několik měsíců před tím, než ekonomiky dosáhnou svého dna. Například americká ekonomika prošla ve 20. století řadou ekonomických recesí, během kterých akciové trhy silně oslabovaly. Přibližně 3 až 6 měsíců před koncem recese došlo k výraznému oživení akciových trhů. Předpokládáme-li, že by globální ekonomika mohla ve druhé polovině letošního roku dosáhnout na své dno, jsou následující měsíce jedinečnou příležitostí pro vytvoření vyváženého fondového portfolia, ve kterém mohou hrát akciové fondy HSBC podstatnou roli.

**FOKUS: Světové akcie**

### **Za pět let na nule**

*Globální akcie letos propadly o více než 40 %. Výkonnost za posledních pět let je nulová. Pro období recese má ale maximální diverzifikace v rámci rozvinutých trhů nejlepší vyhlídky.*

Akciový rok 2008 byl katastrofický. Většina hlavních indexů zaznamenala ztrátu přesahující 40 %. Jen asi 2 % až 4 % evropských a amerických společností zaznamenalo v loňském roce růst cen akcií. Statistiky ukazují, že se v rámci akciových investic nedalo ztrátám téměř vyhnout. V takovém období je třeba sázet na maximální diverzifikaci, což eliminuje ztráty na portfoliu. Nejširší možnou diverzifikaci nabízí globální akcie.

Světové akcie sice nabízí dostatečnou diverzifikaci, ale stále vyšší provázanost kapitálových trhů na pozadí finanční a následně ekonomické krize způsobila silnou korelaci akciových trhů v rámci různých regionů. Globální akciový index MSCI World zaznamenal v americkém dolaru v loňském roce ztrátu 43 %. Vývoj amerického, evropského i japonského trhu v lokálních měnách byl za poslední rok téměř totožný. Americké akcie měřené indexem S&P 500 ztratily 40 % hodnoty, evropské akcie v rámci indexu MSCI Europe poklesly o 44 % a japonské akcie měřené indexem MSCI Japan ztratily 47 %. I když akcie rozvíjejících se trhů zaznamenaly v loňském roce zdaleka nejvyšší pokles (54 %), vzhledem k propadu globálních akcií vyspělých trhů se nejedná o natolik zásadní rozdíl. To jen potvrzuje, jak vzájemně provázané jsou jednotlivé trhy v posledních měsících.

**EXPERT: Inflace na Slovensku po zavedení eura**

### **Rostou spotřebitelské ceny po přijetí eura?**

*Standardně lidé vnímají změny inflace podobně, jako je její skutečný vývoj. Přechod na euro v roce 2002 ale v Evropě přispěl ke zvýraznění rozdílů mezi pocíťovanou a skutečnou inflací.*

*Článek ze slovenského časopisu Investor:* Přechod na euro není každodenním jevem a odpovídá tomu i hysterie, kterou rozpoutala naše moudrá vláda, za vděčné spolupráce všech médií. Neuplyne týden, aby někdo „kompetentní“ nevystoupil s nějakým děsivým scénářem života v „eurovém“ období. Nejvíce rezonují obavy spojené s „neúměrným zdražováním“. Zoufalí důchodci budou vláčet celá vědra drobných mincí, aby za ně nakonec i tak nic nedostali. Aktivizují se sdružení na ochranu spotřebitelů, která chtějí postavit na pranýř ty obchodníky, kteří si v tržní ekonomice dovolí stanovit ceny samostatně, bez předešlého schválení vládou. Vrcholem péče o drobný lid je zákon, který umožňuje trestat „neodůvodněné“ zvyšování cen. Host ze zahraničí, který by četl slovenské noviny, by musel nabýt dojem, že země je ve válce a trpí blokadou dovozu základních potravin. Proč se to všechno děje a jaký to má smysl? Euro jako oficiální měnu používá 15 států s 320 mil. obyvatel. Jsou mezi nimi země větší, ale i menší jako ta naše. Proč by tedy Slovensko měnovou konverzi nemělo zvládnout? Mají snad obavy ze zdražování své opodstatnění? Všechny statistické úřady v zemích eurozóny shodně tvrdí, že efekt konverze národních měn do eura na zvýšení inflace byl velmi malý. Zároveň však téměř všichni spotřebitelé v eurozóně tvrdí, že se ceny prudce zvýšily a může za to mj. i přijetí eura. Kde je pravda? Klamou statistické úřady? Když ceny nerostou, proč je potom vlády chtějí sledovat a zabránit růstu?

**ANALÝZA: Value-at-Risk**

### **VaR: Oblíbený, ale nebezpečný**

*Výhodou ukazatele Value-at-Risk je jednoduchá interpretace výsledku, nevýhodou pak skutečnost, že je stále méně užitečný. Na vině jsou tzv. tlusté konce a černé labutě.*

Na světových finančních trzích je v posledních několika měsících velmi frekventované jedno slovo – riziko. V panické hrůze a vlně nekončících výprodejů jsou za riziková považována téměř všechna aktiva. Rizikové ukazatele vykazují vysoká čísla a vše se vymyká dlouhodobě zaběhnutým standardům. Díky tomu se do problémů dostávají banky, hedge fondy a jiné finanční entity, které zaměstnávají kopy specialistů zaměřujících se právě na měření a vyhodnocování tržních a dalších rizik, kterým je daný typ portfolia vystaven. Jejich úkolem je udržovat dostatek kapitálu a hlavně předejít neočekávaným a pro banku nepřiměřeným ztrátám. Jednoho pak nutně musí napadnout, jak se může stát, že taková banka, jakou byla například Lehman Brothers, může zkrachovat. Odpověď není tak jednoznačná, jak by se na první pohled mohlo zdát. Každopádně ale ve světě financí existuje

tuje jeden ukazatel, který má se současným stavem ekonomiky mnoho společného. Tímto ukazatelem je takzvaný Value-at-Risk, zkráceně VaR.

VaR patří do skupiny portfoliových měřítek tržního rizika. V devadesátých letech minulého století zažil obrovský boom a stal se standardem mezi bankami a dalšími institucemi. Později byl dokonce centrálními bankami přijat jako součást měření kapitálové přiměřenosti banky a implementován do systému Basel.

#### PORTRÉT FONDU: ISČS

##### **ISČS Top Stocks**

*V souladu se strategií stock-picking investuje do koncentrovaného portfolia 25 akcií. V regionální alokaci dominují akcie z USA. Přes zajištění měnového rizika je proti konkurenci volatilnější.*

Předmětem investičního zájmu fondu Top Stocks jsou akcie z vyspělých trhů (USA, Kanada a Evropa). Investiční strategie vychází z přístupu k alokaci portfolia „zdola nahoru“ (bottom-up) a je založena na aktivním výběru konkrétních akcií (stock-picking). Každý titul reprezentuje specifický investiční nápad, který má přinést dlouhodobé zhodnocení. Nejčastěji zvažovanými kritérii pro nákup akcií jsou tržby, úroveň marží a volné cash-flow, resp. vyšší odhadovaný dlouhodobý růst těchto veličin než aktuální tržní konsenzus. Do portfolia se tak mohou dostat akcie společností, které čelí nepříznivým sektorovým podmínkám nebo pomalejšímu růstu lokálních ekonomik, avšak dosahují specifického úspěchu díky jedinečné vlastnosti svých produktů nebo schopnostem managementu. Portfolio manažer Ján Hájek preferuje u všech akcií dlouhodobý investiční horizont. K prodeji akcie může dojít tehdy, když do 18 měsíců od jejího nákupu nenastane očekávaný kurzový vývoj. Každé nákupní a prodejní rozhodnutí zdůvodňuje portfolio manažer v měsíčním komentáři. Fond drží zpravidla 25 akcií, váha většiny titulů se blíží 4 %. Měnové riziko zajišťuje fond do koruny.

#### PORTRÉT FONDU: KBC

##### **KBC Bonds Corporates Euro**

*Zaměřuje se na eurové korporátní dluhopisy investičního stupně. Většinu investic směřuje do finančního sektoru. Jeho dřívější dobré výsledky vymazala kreditní krize.*

KBC Bonds Corporates Euro investuje do dluhopisů korporátních emitentů, které mají rating v investičním stupni a jsou denominovány v EUR. Portfolio je obecně diverzifikováno do různých sektorů. Investiční strategie fondu vychází z přístupu „shora dolů“ (top-down). V jeho rámci se nejdříve stanoví výhled portfolio manažera na eurové korporátní dluhopisy a dále se po detailní analýze rozhodne, které sektory, ratingové stupně či investiční témata budou v portfoliu převážena. V souladu s celkovou durační strategií KBC Asset Management se dále stanoví průměrná durace portfolia. Následuje výběr konkrétních titulů.

Srovnávacím indexem portrétovaného fondu je iBoxx Euro Corporates. 125 dluhopisů z tohoto indexu prochází v investičním procesu intenzivním výzkumem, který zahrnuje kvantitativní i kvalitativní analýzu. U ostatních titulů z benchmarku se provádí jen kvantitativní analýza. Jejím předmětem je např. vývoj kurzů a relativní hodnoty dluhopisů nebo tržní vývoj kreditních derivátů CDS (credit default swaps). Kvalitativní analýza probíhá ve spolupráci s akciovými analytiky a jejím cílem je získat fundamentální pohled na zkoumané emitenty. Portfolio fondu tvoří asi 100 titulů, je tedy dobře diverzifikováno.

Fond sleduje široce definované investiční limity. Celková váha všech dluhopisů od emitenta, na kterého se vztahuje pouze kvantitativní analýza (viz výše), nesmí překročit jejich váhu v benchmarku o více než 0,5 p.b. Pro dluhopisy emitenta podrobného intenzivního výzkumu platí volnější limity.

#### SPOTŘEBITEL: Podhodnocená aktiva

##### **Se slevou. Nikdo je nechce**

*Některá aktiva prošla v uplynulých měsících vlnou výprodejů. Vystrašení investoři vidí vše černě. Analytici z Fortis Investments sestavili seznam podhodnocených aktiv.*

Rok 2008 byl pro investory do rizikových aktiv jedním z nejhorších v historii. Akciové a některé dluhopisové trhy se otrásoaly pod tíhou úvěrové krize a hrozící hospodářské recese. Pokles střídal ještě větší pokles. „Myslíme si, že některé třídy aktiv jsou po mohutných výprodejích již přeprodané. Vystrašení investoři vidí vše černě,“ napsali analytici z investiční společnosti Fortis Investments v publikaci Ošklivá káčátka: kniha podhodnocených tříd aktiv (Ugly ducklings: the book of undervalued asset classes), kterou vydali v prosinci 2008. V ní popisují důvody, proč považují některé třídy aktiv za podhodnocené. „Zavrhaná ošklivá káčátka často překvapí a vyvinou se z nich krásné exempláře svého druhu,“ okomentovali situaci na kapitálových trzích a očekávaný vývoj.