



**EKONOMIKA A TRHY:**  
13. 1. – 26. 1. 2009

## Druhá vlna finanční krize

*Akcie bankovních titulů zasáhla vlna výprodejů. Jejich kurzy propadly během ledna o 20 %. Ve finančním sektoru se objevují další problémy. Začíná další kolo vládní pomoci.*

Prosinec loňského roku vypadal na kapitálových trzích poměrně slibně. Akcie po říjnových a listopadových výprodejích obrátily k pozvolnému růstu. Požadovaná prémie za riziko u korporátních dluhopisů, která během podzimu vystřelila nahoru, začala klesat. V lednu se ale ukázalo, že finanční krize ještě není u konce. Z finančního sektoru začaly chodit horší zprávy než, se původně očekávalo. Zejména velké britské a americké banky ohlašovaly vršící se ztráty, odpisy špatných úvěrů a negativní výhledy na budoucí dividendy. Finanční sektor táhl během ledna akciové trhy dolů.

Makroekonomické zprávy také nepřinesly příliš mnoho naděje na brzké zlepšení situace. Velká Británie je oficiálně v recesi. Ve 3. i 4. čtvrtletí 2008 dosáhlo britské hospodářství záporného růstu (minus 0,6 % a minus 1,5 %). Čínská ekonomika zpomalila růst v loňském roce na 9 % z předchozích 13 %. Za 4. čtvrtletí 2008 rostla čínská ekonomika analizovaným tempem 6,8 %. Japonská centrální banka rozhodla, že bude podporovat podnikovou sféru vykupováním firemních dluhopisů. Dostupností úvěrů hodlá rozhybat stagnující ekonomiku. I tak představitelé japonské centrální banky očekávají, že země upadne na nějakou dobu opět do deflace. Nová výstavba v USA se v prosinci dále propadala. Počet zahájených staveb domů za loňský rok se meziročně snížil o 33 %. Počet nově vydaných stavebních povolení meziměsíčně klesl o 11 %. Počet prodaných domů se ale v prosinci meziměsíčně zvýšil o 6,5 %.

### NOVINKY: Hedge fondy

#### Investoři utíkají z hedge fondů

*Společnost Hennessee Group, která se zabývá poradenstvím investorům do hedge fondů, odhaduje, že hodnota majetku pod správou hedge fondů klesla v roce 2008 celosvětově o 782 mld. USD na 1 215 mld. USD.*

Jedná se o pokles objemu spravovaného majetku o 39 %. Odvětví hedge fondů zaznamenalo podle odhadů zmíněné poradenské společnosti v loňském roce čisté odlivy prostředků 399 mld. USD (20 % majetku). To je historicky největší zaznamenaný útěk investorů z hedge fondů během jed-

noho roku. Pokles o zbylých 19 % (382 mld. USD) je výsledkem záporné výkonnosti. Jedná se o nejhorší výkonnost hedge fondů od roku 1987. Agregátní index výkonnosti hedge fondů Hennessee Hedge Fund Index poklesl během roku 2008 o 19,2 %. „V loňském roce jsme zaznamenali nejhorší výkonnost hedge donů a největší čisté odlivy prostředků z hedge fondů od roku 1987, kdy jsme se sledováním hedge fondů začali,“ řekl Charles Gradante, jeden ze zakladatelů firmy.

### TÉMA: Rok 2008 na finančních trzích

#### Loňský rok změnil trendy

*V minulém roce utrpěly nejtěžší ztráty akcie. V druhém pololetí došlo k výrazným obrátům také na dluhopisových, měnových a komoditních trzích vlivem rostoucí averze k riziku a obav z recese.*

Kdo od začátku do konce minulého roku vykázal u svého portfolia kladné zhodnocení v koruně, pravděpodobně vsadil na státní dluhopisy, drahé kovy (zlato) nebo biotechnologické akcie, případně si uložil peníze na spořicí účet nebo termínovaný vklad. Tak by se s jistou nadsázkou dalo charakterizovat investiční klima roku 2008, který po mnoha stránkách patřil k nejhorším investičním rokům za posledních několik desetiletí.

Průběh prvního a druhého pololetí však nebyl identický. Zatímco první pololetí se vyznačovalo větším poklesem akciových trhů, stagnací dluhopisových trhů, prudkým růstem cen ropy a posilováním koruny proti všem ostatním měnám, druhé pololetí přineslo drastické propady akciových trhů, výrazné rozevření nůžek mezi výkonností státních a korporátních dluhopisů, nevídaný propad ceny ropy a oslabování koruny proti většině světových měn. Spouštěčem propadu akcií, poklesu korporátních dluhopisů i cen většiny komodit se v druhém pololetí stala globální krize bankovního systému, jejíž dopad na výkonnost finančních trhů je srovnatelný s velkou depresí ve 30. letech.

### ANKETA: Vývoj hodnoty koruny

#### Koruna bude oslabovat, poté posilovat

*Dnes nikdo nedokáže s jistotou říci, kolik bude stát euro a dolar za tři roky. Odborníci jsou spíše optimističtí a očekávají střednědobé posilování koruny. Odhady jsou však zatíženy velkou nejistotou.*

V průběhu minulého roku jsme byli svědky značného výkyvu kurzu koruny vůči hlavním investičním měnám - euru a dolaru. Zatímco v první polovině roku koruna výrazně posilovala, ta druhá se nesla ve znamení neutuchajícího poklesu. Pro českého investora, který se v portfoliu neobejde bez zahraničních cenných papírů (nakupovaných v eurech nebo

dolarech), je vývoj koruny zásadní. Dopady posilování koruny na portfolia investorů ukazují grafy 1 a 2. Například na periodě uplynulých tří let dosáhly americké akcie výkonnosti přibližně minus 20 % v USD. Po přepočtu na koruny by však investor realizoval ztrátu celých 40 %. Důvodem rozdílu je výrazné posilování koruny, resp. oslabování dolaru v minulých letech. Trend se však v polovině loňského roku obrátil (graf 3).

Začátkem ledna oslovil FOND SHOP tři odborníky a zeptal se jich na předpokládaný vývoj koruny vůči euru a dolaru v následujících třech letech.

### FOKUS: Komodity

#### Stagnace i zvraty

*Ceny různých druhů komodit mají odlišnou volatilitu. Zatímco u zemědělských produktů spíše stagnovaly, u řady jiných prodělaly bouřlivý vývoj. Nejschůdnějším investičním nástrojem jsou ETF.*

Komodity můžeme rozdělit do pěti hlavních skupin na energetické suroviny, průmyslové kovy, drahé kovy, zemědělské plodiny a hospodářská zvířata. Existují různé komoditní indexy, které se kalkulují na základě vývoje derivátových kontraktů (futures) na dolarové ceny obchodovaných komodit. Základní verze těchto indexů zahrnují každou skupinu komodit v určité váze. Např. index S&P GSCI Commodity přikládá téměř dvoutřetinovou váhu energetickým surovinám (graf 1). Jeho odlehčenou verzí je index S&P GSCI Ultra Light Energy, který sleduje výrazně nižší váhu energetických surovin (19 %) ve prospěch ostatních komodit, které jsou zde zastoupeny ve stejných váhových poměrech jako u hlavního indexu. Vyváženější rozložení mezi energetické suroviny, zemědělské plodiny a kovy sleduje index DJ-AIG Commodity (graf 2). Z dalších známých indexů můžeme zmínit Reuters/Jefferies CRB Index a Rogers International Commodity Index (RICI), které opět více zohledňují energetické suroviny (cca 40 %) a zemědělské plodiny (cca 33 %) proti ostatním typům komodit.

### EXPERT: Inflace na Slovensku po zavedení eura

#### Přechod na euro

*V zemích, které od ledna 2002 zavedly euromince, vzrostly rozdíly mezi počítanou a skutečnou inflací. V jiných zemích k porušení korelovanosti mezi inflací a jejím laickým odhadem nedošlo.*

Článek ze slovenského časopisu *Investor*: Porušení korelovanosti počítané a očekávané inflace je asi nejzajímavějším jevem v dějinách zkoumání inflačních očekávání a zřejmě souvisí se zavedením eurových bankovek a mincí v roce 2002. Zavedení eura v bezhotovostním styku mezi

členy eurozóny v roce 1999 zůstalo spotřebiteli téměř bez povšimnutí. Grafy 1 až 12 porovnávají vývoj skutečné a počítané inflace v eurozóně a jejích vybraných zemích, jakož i v některých zemích Evropské unie, které nejsou členy eurozóny. Svislá čára v grafech pro jednotlivé země odděluje období před a po zavedení eura (v lednu 2002 pro EZ 12 a v lednu 2007 pro Slovensko). Obyvatelům eurozóny trvalo dva roky, než se vnímání cenových trendů vrátilo jako takové do normálu.

### ANALÝZA: Investování podle P/E

#### P/E konečně pod historickým průměrem

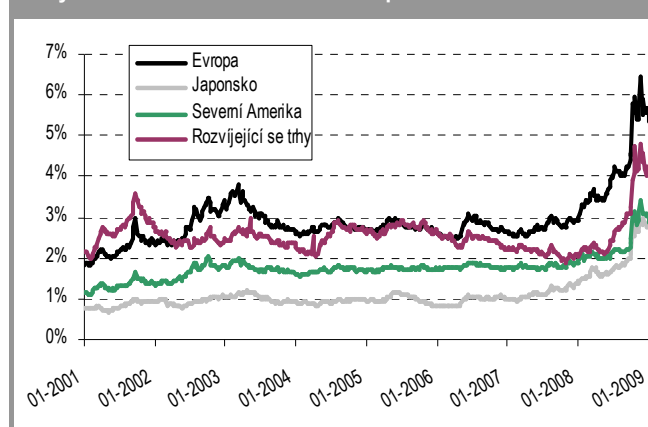
*Podle ukazatele P/E, který počítá profesor Shiller z Yale University, byly akcie od roku 1992 až do ledna 2008 nadhodnocené. Až letos se dostaly pod dlouhodobý průměr.*

Ukazatel P/E (price/earnings ratio) je jedním z nejnámějších ukazatelů na kapitálovém trhu. Udává, kolik korun je investor ochoten zaplatit za jednu korunu zisku vytvořeného danou společností neboli na kolika násobek ročního zisku si investor cení danou akcii (platí i pro eura, dolary či jinou měnu). Pomocí ukazatele P/E lze srovnávat jednotlivé akcie z pohledu aktuální atraktivnosti. Tak je ukazatel nejčastěji chápán. Sledovat lze i historický vývoj hodnoty P/E. Ukazatel slouží také k určování vnitřní hodnoty akcie, cílové ceny investice a často je využíván k vymezení investiční strategie.

### ■ Graf čísla

#### Akcie klesají, dividendový výnos roste

Vývoj dividendového výnosu (v %) na jednotlivých akciových trzích od začátku roku 2001 podle indexů FTSE



Dividendový výnos u akcií se v letech 2001 až 2007 pohyboval mezi 1 % a 3 %. Od začátku roku 2008 roste s tím, jak klesají ceny akcií. Na začátku roku 2009 dosahoval dividendový výnos na jednotlivých akciových trzích 3 % až 6 %. Nejvyšší je v současné době v Evropě. Vysoký dividendový výnos nyní indikuje, že investoři očekávají propad zisků, resp. dividend.

**PORTRÉT FONDU: ING****ING (L) Renta Fund Global High Yield**

*Fond světových korporátních dluhopisů s vysokým výnosem, který zajišťuje měnová rizika do eura. Investuje převážně do dluhopisů s delší splatností. Ve srovnání s konkurencí má dobré výsledky.*

ING (L) Renta Fund Global High Yield investuje do korporátních dluhopisů s vysokým výnosem od emitentů z celého světa. Zaměřuje se především na USA a západní Evropu, čemuž odpovídá i kompozitní benchmark. Ten se skládá z indexů Lehman Brothers US High Yield (70 %) a Lehman Pan-European High Yield (30 %), které jsou upraveny v souladu s maximální vahou 2 % pro každého emitenta. Měnová rizika zajišťuje fond do eura.

Investiční strategie kombinuje analýzu kreditního rizika konkrétních emitentů s analýzou kvality sledovaných sektorů a makroekonomickou analýzou příslušných regionů. Při konstrukci portfolia vychází manažerský tým z předpokladu, že dlouhodobě nejpříznivějšího poměru výkonnost/riziko dosahují světové dluhopisy s vysokým výnosem (též high-yield dluhopisy) ve střední části výnosového spektra. Při optimalizaci portfolia se dále využívá průběh kreditního cyklu: V době rozšiřování kreditních rozpětí a nárůstu rizika úpadkovosti investuje fond spíše do dluhopisů s nižšími výnosy do splatnosti, než je agregovaný průměr benchmarku, zatímco v době zužování kreditních rozpětí dává fond přednost dluhopisům s mírně nadprůměrnými výnosy. Atraktivnost konkrétních titulů se hodnotí na základě dlouhodobých faktorů (riziko úpadku emitenta) i krátkodobých faktorů (hospodářské výsledky a investice emitenta, valuační ukazatele).

**PORTRÉT FONDU: Raiffeisen****Raiffeisen-Global-Aktien**

*Globální akciový fond, který vybírá akcie stylem „zdola nahoru“. Od benchmarku MSCI World se může výrazně odchýlit. Zažil období výrazné nadvýkonnosti i déletrvajících podvýkonnosti.*

Raiffeisen-Global-Aktien (česky Raiffeisen Globální akciový fond) investuje do fundamentálně atraktivně oceněných akcií ze Severní Ameriky, Evropy, Japonska i Pacifiku. Má dlouhou historii přesahující 22 let. Od července 2008 ho spravuje společnost Investec a řídí ho portfolio manažer James Hand. Fond je držitelem ratingu AA od společnosti Standard and Poor's.

Investiční strategie vychází z přístupu „zdola nahoru“ (bottom-up), který je založen na analýze a následném výběru konkrétních akcií. Investiční proces sleduje zejména kvantitativní kritéria a systematicky hodnotí každou akcii podle čtyř faktorů: vnitřní hodnoty, kvality, růstu (dynamiky

zisků) a spádu (v rámci technické analýzy). Vnitřní hodnota akcie se odvozuje z modelu diskontovaného cash flow, poměru P/E (cena akcie/zisk na akcii) a účetní hodnoty na akcii. Pro faktor kvality jsou důležitými vstupy cash flow, návratnost investic (ROI) a dividendová politika příslušné akciové společnosti. Mezi důležité vodítka kvantitativní analýzy se řadí i změny v odhadované ziskovosti společností. Akcie, které dosáhly ve čtyřfaktorové analýze vysokého skóre, jsou dále zkoumány analytickým týmem a mají velkou šanci dostat se do portfolia. Manažerský tým fondu sleduje výraznou diverzifikaci portfolia v rozsahu asi 120 fondem držaných titulů.

**SPOTŘEBITEL: Exchange Traded Funds****ETF: Levnější vyhrává**

*Investoři dávají sbohem aktivně řízeným fondům. Celosvětově směřují nově investované peníze zejména do levných indexových produktů. Vítězem roku 2008 jsou ETF.*

Exchange traded funds (ETF) zaznamenaly v roce 2008 celosvětově čisté přítoky nových investic. Lidé do nich peníze vkládali. Naopak z otevřených podílových fondů, hedge fondů a investičních certifikátů investoři v globálním měřítku peníze vybírali. Tyto investiční nástroje zaznamenaly čisté odlivy. Trend odlivu prostředků z aktivně řízených investičních nástrojů s vyšším manažerským poplatkem směřem k levným indexovým produktům během posledního půl roku výrazně zesílil.

„Vždycky, když jdou trhy dolů, začnou si investoři víc uvědomovat, jak moc jim vysoký manažerský poplatek snižuje už tak ubohou výkonnost investic,“ říká Jim Wiandt, vydavatel časopisu Index Universe. „To je žene do levných pasivně řízených investičních nástrojů a v poslední době zejména do ETF,“ dodal. S tím souhlasí Lee Kranefuss, ředitel BGI iShares. „Portfolio manažeri aktivně řízených fondů investorům slibují, že je ochrání před tržními poklesy a dosáhnou nadvýkonnosti oproti trhu. Dodržet takový slib je ale velmi obtížné,“ říká. ETF podle něj v průměru překonávají výkonnosti aktivně řízené fondy.

Přihlášení k odběru newsletteru na

**www.FONDSHOP.cz**

#### Tabulková část newsletteru

Tabulka 1: Přehled vývoje na akciových trzích										
AKCIE			Výkonnost v měně trhu				Výkonnost v CZK			
Region	Index	Měna trhu	1 měsíc	1 rok	5 let p.a.	10 let p.a.	1 měsíc	1 rok	5 let p.a.	10 let p.a.
Svět	MSCI World	USD	-4,4%	-38,0%	-1,6%	-0,8%	4,1%	-28,4%	-6,4%	-4,6%
USA	MSCI USA	USD	-3,7%	-34,1%	-3,7%	-2,2%	4,8%	-24,0%	-8,3%	-6,0%
Západní Evropa	MSCI Europe	EUR	-1,9%	-38,7%	-1,2%	-1,3%	1,6%	-35,9%	-4,7%	-3,8%
Japonsko	MSCI Japan	JPY	-2,0%	-39,8%	-3,5%	-2,2%	5,3%	-17,9%	-5,1%	-3,8%
Rozvíjející se trhy	MSCI Emerg. Markets	USD	-7,4%	-51,3%	6,1%	8,7%	0,8%	-43,8%	1,0%	4,5%
Střední a vých. Evropa	MSCI EM Europe	EUR	-6,0%	-64,8%	-0,6%	6,2%	-2,7%	-63,2%	-4,1%	3,4%

MĚNY	1 měsíc	1 rok	5 let p.a.	10 let p.a.
EUR vůči CZK	3,5%	4,6%	-3,5%	-2,6%
USD vůči CZK	8,8%	15,4%	-4,8%	-3,9%

Data se vztahují k 16. 1. 2009. Použité indexy jsou tzv. total return (s reinvesticí dividend). FOND SHOP využívá databázi společnosti Morningstar a vlastní databázi vydavatele časopisu, společnosti MONECO. Vysvětlivky k tabulce MĚNY: Číslo udává, o kolik procent uvedená cizí měna vůči koruně za dané období oslabila (je-li údaj záporný) nebo posílila (je-li údaj kladný). Pro kurzy EUR před zavedením jednotné měny použita německá marka.

Tabulka 2: Jak si vedou fondy ze skupiny „Akcie – Evropa“ (data k 16.1.2009)								
Fond	Výkonnost v EUR				Výkonnost v CZK			
	10 let	5 roků	3 roky	1 rok	10 let	5 roků	3 roky	1 rok
Templeton European	8,6%	-15,2%	-38,3%	-37,9%	-16,5%	-29,1%	-41,3%	-35,1%
Raiffeisen European Equities	-16,0%	-25,1%	-45,2%	-44,8%	-35,4%	-37,4%	-47,8%	-42,3%
Volksbank Europa Invest	-18,3%	-17,3%	-43,8%	-45,5%	-37,1%	-30,8%	-46,5%	-43,0%
KBC Index Fund - Europe	-24,0%	-11,6%	-35,5%	-39,1%	-41,5%	-26,1%	-38,6%	-36,3%
ING Inv European Equity	-28,5%	-20,6%	-40,0%	-41,0%	-45,0%	-33,6%	-42,9%	-38,3%
Industria	-31,3%	-16,4%	-38,5%	-43,5%	-47,1%	-30,1%	-41,5%	-40,9%
Julius Baer EF Europe Leading	-32,3%	-16,7%	-37,9%	-38,5%	-47,9%	-30,4%	-40,9%	-35,7%
Fortis L Eq Europe	-37,7%	-22,4%	-39,0%	-40,9%	-52,0%	-35,1%	-42,0%	-38,2%
Credit Suisse EF (Lux) Europ Blue Chips	-38,0%	-19,0%	-38,9%	-40,0%	-52,3%	-32,3%	-41,8%	-37,3%
Julius Baer EF Europe	-38,9%	-23,8%	-41,6%	-42,9%	-53,0%	-36,3%	-44,5%	-40,3%
KBC Equity Fund - Europe	-39,8%	-27,5%	-45,8%	-46,2%	-53,7%	-39,3%	-48,4%	-43,7%
MFS Meridian Eurpan Value	-	14,1%	-24,3%	-30,7%	-	-4,6%	-27,9%	-27,5%
Uni-Global Beta Mngd MV Europe	-	13,0%	-23,0%	-28,9%	-	-5,5%	-26,8%	-25,7%
Franklin Mutual Europe	-	8,5%	-24,6%	-33,0%	-	-9,3%	-28,3%	-29,9%
Parvest Europe Dividend	-	0,0%	-28,8%	-34,5%	-	-16,4%	-32,2%	-31,5%
MFS Meridian Eurpean	-	-3,1%	-32,6%	-37,6%	-	-18,9%	-35,9%	-34,7%
Credit Suisse MF (Lux) Equity Europe	-	-4,5%	-34,4%	-38,7%	-	-20,1%	-37,5%	-36,0%
Franklin European Gth	-	-5,8%	-26,5%	-30,0%	-	-21,3%	-30,0%	-26,8%
Parvest Europe Growth	-	-6,9%	-32,5%	-38,4%	-	-22,2%	-35,7%	-35,6%
Generali IS High Conv Eur	-	-9,6%	-32,8%	-39,4%	-	-24,4%	-36,1%	-36,6%
Index: MSCI Europe	-11,9%	-5,8%	-33,1%	-38,7%	-32,2%	-21,2%	-36,3%	-35,9%

V každém newsletteru představíme jednu skupinu fondů stejného investičního zaměření, tzv. peer group. Zařazeny jsou pouze fondy s registrací pro prodej v ČR. Vysvětlivky k ukazatelům, které může tabulka obsahovat: Volatilita měří „kolísavost“ kurzu fondu. Čím vyšší číslo, tím nestálější kurz. Matematicky je to směrodatná odchylka 36 měsíčních výkonností, vyjádřená jako průměrná roční odchylka. Korelace říká, do jaké míry je index uvedený v tabulce vhodným srovnávacím indexem pro daný fond. Může nabývat maximální hodnoty 1, pro zařazení fondu do skupiny by neměla být nižší než 0,8. Beta je ukazatel relativní míry rizika proti indexu. Pohyb indexu o 1 % vyvolá u fondu pohyb o 1 % krát beta. Fondy s ukazatelem beta větším než 1 jsou citlivější na pohyby na trzích než jejich srovnávací index.