



## EKONOMIKA A TRHY: 10. 3. 2009 – 23. 3. 2009 Strach z inflace je zpět

*Doposud převažující strach z deflace byl vystřídán obnoveným strachem z inflace. Dolar oslabil. Zlato posílilo. Akcie rostly.*

V březnu byly zraky investorů upřeny s nadějí na akciové trhy, které od začátku letošního roku klesaly, ale ve dru-

hém březnovém týdnu prudce otočily k růstu. Důvodem byly příznivé zprávy od velkých amerických bank. V polovině března pak na sebe strhla pozornost centrální banka USA (Fed), když oznámila, že se chystá na trhu odkoupit americké státní dluhopisy v hodnotě 300 mld. USD v průběhu šesti měsíců (tzv. kvantitativní uvolňování). Na kapitálových trzích v tom okamžiku přestaly hrát hlavní roli akcie a pozornost se obrátila na dění na trhu dluhopisů, komodit a na měnové trhy. Laicky řečeno, Fed tiskne a pumpuje do ekonomiky peníze. Doposud převažující strach z deflace byl u investorů okamžitě vystřídán obnoveným strachem z inflace. Podle očekávání, po oznámení Fedu klesly u amerických státních dluhopisů výnosy (rostly ceny), začal oslabovat dolar a rostla cena zlata.

## NOVINKY: ETF

### Na trh přicházejí stále nové ETF

*Přestože mnozí komentátoři hovoří o tom, že trh ETF už je „přeplněný“ a pro nové emise už není místo, stále přicházejí na trh nové ETF.*

Bez ohledu na probíhající jednání o prodeji firmy se nejvíce činí iShares. V březnu uvedla na Xetru (platforma Deutsche Börse) sedm nových ETF. iShares JP Morgan USD Emerging Markets Bond sleduje výkonnost indexu JP Morgan EMBI Global Core Index, který je složen z dluhopisů států rozvíjejících se trhů denominovaných v USD. iShares EUR Covered Bond nabízí investorům příležitost podílet se na výkonnosti indexu Markit iBoxx Euro Covered. Ten je složen z eurových firemních dluhopisů s ratingem AA nebo AAA (firmy považované za vysoce bonitní). Převažují podniky z eurozóny. iShares Global Inflation Linked Bond sleduje výkonnost indexu Barclays World Government Inflation Linked Bond Index. Investoři se pomocí tohoto ETF mohou zajistit proti inflaci. Další čtyři nové ETF od iShares sledují akciové indexy obsažené v názvu ETF: iShares S&P Small Cap 600, iShares MSCI Japan Small Cap, iShares

MSCI AC Far East Ex-Japan Small Cap a iShares S&P Emerging Markets Infrastructure. Nezáhlí ani konkurence. Začal fungovat db x-trackers Russell 2000 (obchodován v EUR na Xetře), který sleduje výkonnost akcií malých firem v Severní Americe. Správce db x-trackers oznámil také vznik ETF navázaného na db Hedge Fund Index. Bude sledovat výkonnost vybrané skupiny hedge fondů.

## TÉMA: Střední Evropa

### Ve vleku eurozóny do recese

*Střední Evropa se nepotápí. Došlo ale ke zhoršení ekonomického výhledu v regionu z důvodu zhoršení ekonomického výhledu v eurozóně. Dopady recese budou větší než se čekalo.*

Západoevropská média v uplynulém měsíci vykreslovala katastrofickou budoucnost střední a východní Evropy (Central and Eastern Europe, CEE). Jeden měl pocit, že vývoj v této oblasti prohloubí hospodářskou recesi v eurozóně, způsobí krachy západoevropských bank a nakonec krach eura. Přitom dosud byl region CEE považován za ekonomicky marginální přírůstek západní Evropy.

Zprávy s nádechem senzace občas proniknou i do seriózních listů. Sušší, avšak pravdivější sdělení je toto: Během prvních měsíců letošního roku došlo ke zhoršení ekonomického výhledu ve střední a východní Evropě z důvodu zhoršení ekonomického výhledu v eurozóně.

## ANKETA: Akcie Evropa

### Velká deprese nehrozí

*Oslovení portfolio manažerů a specialistů na evropské akcie se rozcházejí v míře optimismu ohledně okamžiku dosažení dna. Výkonnost jednotlivých sektorů se podle nich bude velmi lišit.*

Evropské akcie se v uplynulých třech letech vyvíjely podobně jako americké akcie a v relativním měřítku dosáhly mírně lepšího výsledku než japonské akcie. Toto konstatování nic nemění na skutečnosti, že se ve všech třech případech jednalo o velké propady, odstartované hypoteční krizí v polovině roku 2007. Když se v říjnu 2008 projevila v plné síle celosvětová finanční krize, začali největší pesimisté mluvit o situaci podobné Velké depresi. Největší optimisté se zase ptali, zda již evropský trh dosáhl dna.

FOND SHOP se v březnu dotázal portfolio manažerů evropských akciových fondů a specialistů na akciové trhy z různých investičních společností na očekávaný vývoj evropského akciového trhu v následujících třech letech.

#### FOKUS: Konvertibilní dluhopisy

#### Volný pád čekal i hybridní dluhopisy

Za posledních deset let zažili investoři dvě vlny růstu a poklesu akciového trhu. Pouze dva z fondů zaměřených na konvertibilní dluhopisy dokázaly překonat propady akciového trhu v roce 2008.

V posledních deseti letech prošli investoři dvakrát obdobím výrazného růstu a poklesu akciového trhu. Na tyto cyklické výkyvy reagovaly i ceny konvertibilních dluhopisů. První strmý růst světových akciových trhů na přelomu let 1999 a 2000 byl doprovázen výrazným růstem tržních cen konvertibilních dluhopisů. V okamžiku obrácení trendu tržní ceny konvertibilních dluhopisů pozvolna klesaly. Medvědí trend trval až do konce března 2003. Během tohoto období zaznamenaly světové akciové trhy přibližně 50% propad. Tržní ceny konvertibilních dluhopisů klesly ve stejném období přibližně o 30 %.

#### EXPERT: Globální standardy pro výkonnost investic

#### Výkonnost podle jednotného klíče

Globální standardy GIPS sjednocují metody kalkulace výkonnosti investičních produktů i formu prezentace údajů investorům. Jejich cílem je zvýšit mezinárodní srovnatelnost investičních produktů.

Finanční trhy a s nimi i odvětví investičních produktů se stále více globalizují. V různých zemích světa však najdeme historicky podmíněné rozdíly ve způsobu měření nebo vykazování výkonnosti investic. Proto je někdy obtížné srovnávat výkonnost nebo rizikovost investičních produktů poskytovaných investičními společnostmi v různých regionech a oblastech. Náročnost srovnání vede k netransparentnosti a omezuje konkurenční schopnost nových investičních společností pronikat na globální finanční trhy. Z tohoto důvodu přišel již v roce 1999 CFA Institute (dříve Asociace pro investiční management a výzkum) s první verzí Globálních standardů pro výkonnost investic (dále jen GIPS).

CFA Institute působí především v USA a Kanadě. K významnému rozšíření GIPS do zemí západní Evropy, Japonska, Austrálie a vyspělejších zemí jihovýchodní Asie přispěly v posledních deseti letech místní spolupracující organizace, které sdružují investiční profesionály. Šíření pravidel GIPS ale nelze chápat jed-

nostranně, tzn. pouze směrem shora dolů – často se jejich tvůrci inspirovali lokálně fungujícími pravidly pro vykazování výkonnosti investic. Některé země přijaly jen místní verzi GIPS (Contry version of GIPS), která je v souladu se zavedenými místními praktikami. Výhledově se zde počítá s konvergencí k všeobecné verzi GIPS.

#### PRODUKT: Profilové fondy ČSOB

#### Vlastní fondy a české dluhopisy

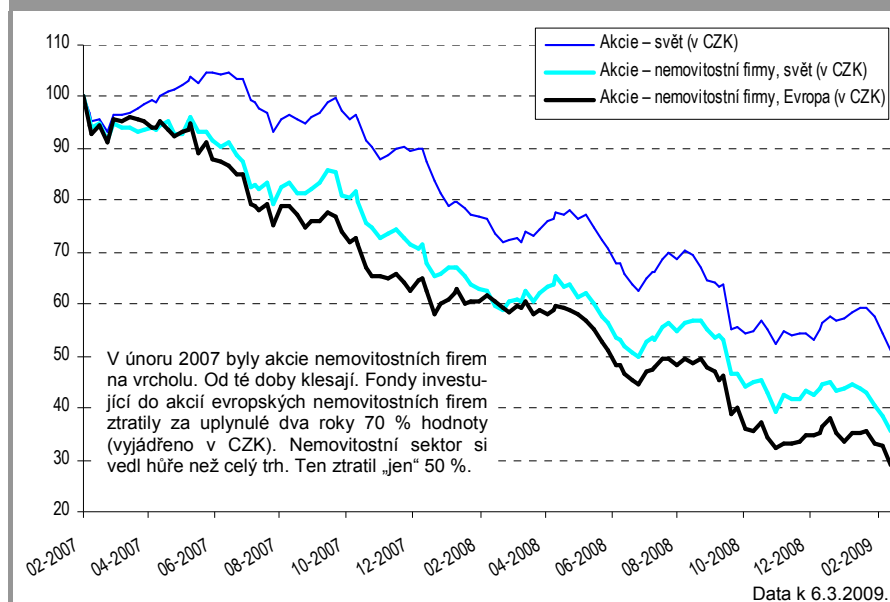
Profilové fondy nabízené v síti ČSOB a Poštovní spořitelny jsou sestaveny z fondů skupiny KBC. Investor ocení, že tyto fondy fondů nezdvoují manažerské poplatky.

Na českém trhu nabízí ČSOB celkem sedm profilových fondů. U čtyř fondů je referenční měnou česká koruna, u tří euro. Tento článek se zaměřuje pouze na korunové fondy. Všechny čtyři profilové fondy mají belgický domicil. Správcem fondu je investiční společnost KBC Asset Management. Do portfolií fondů jsou zahrnovány fondy ze skupiny KBC a české státní dluhopisy. Nabídka zahrnuje konzervativní, vyvážené i dynamické strategie. Profilové fondy mohou sloužit k jednorázovým i pravidelným investicím. K první investici do kteréhokoliv z fondů bude investor potřebovat minimálně 5 000 korun. Výhodou je, že investor platí jen poplatky na úrovni podkladových fondů a ze státních dluhopisů zahrnutých do portfolia profilového fondu. Vzhle-

#### ■ Graf čísla

### Akcie nemovitostních firem: minus 70 %

Vývoj výkonnosti otevřených podílových fondů od února 2007  
(průměry za všechny fondy daného typu registrované v Lucembursku)



dem k tomu, že je téměř celé portfolio sestaveno z fondů skupiny KBC, je služba na úrovni fondu fondů velmi levná.

**PORTRÉT FONDU: Franklin Templeton****Franklin Mutual European Fund**

*Kvalitní fond evropských akcií s hodnotovým investičním stylem a přístupem „zdola nahoru“. Sleduje vysokou diverzifikaci portfolia. Na klesajícím trhu se propadá mnohem méně než benchmark.*

Franklin Mutual European Fund investuje zejména do západoevropských akcií. Akcie z jiných regionů než Evropy mohou tvořit maximálně 10 % majetku. Investiční strategie fondu se opírá o důsledný hodnotový styl a přístup k výběru akcií „zdola nahoru“ (bottom-up). Portfolio manažeri Philippe Brugere-Trelat a Katrina Dudley tedy vybírají konkrétní akcie, které mají nízký valuační poměr P/E (cena akcie/zisk na akcii) nebo jsou podle jejich názoru trhem podhodnocené. Portrétovaný fond investuje i do akciových společností procházejících nejistým vývojem, např. slučováním s jinou firmou, reorganizací, restrukturalizací nebo zadlužením. Investiční proces se opírá o fundamentální analýzu, každý investiční nápad je podrobně zkoumán. Cílem portfolio manažerů je vybrat podhodnocené akcie, u nichž vnímají riziko budoucího propadu jako nízké. Při nedostatku investičních nápadů drží fond větší váhu hotovosti, někdy i přes 20 % majetku. Výsledná struktura portfolia podle zemí a sektorů vzniká jako nezamýšlený důsledek výběru konkrétních akcií.

**PORTRÉT FONDU: Pioneer Investments****Pioneer – akciový fond**

*Akciový fond od společnosti Pioneer Investments patří v rámci skupiny globálních akciových fondů s měnovým zajištěním do koruny k nejlepším. I přes to ztrácí od svého založení přes 50 %.*

Pioneer – akciový fond investuje do diverzifikovaného portfolia akcií obchodovaných na hlavních světových trzích. Fond sleduje kompozitní benchmark, který je tvořen z 95 % indexem MSCI World a z 5 % indexem korunového peněžního trhu 6M PRIBOR. Investiční proces probíhá ve třech etapách. Je uplatňován přístup „zdola-nahoru“ (bottom-up). Na začátku investičního procesu jsou vybírány akcie na základě fundamentální i kvantitativní analýzy. V rámci fundamentální analýzy je zohledněna cena a kvalita akcií, jsou prováděny sektorové screeniny apod. V rámci kvantitativní analýzy je aplikován tzv. Multi-factor screening model, který je postaven na čtyřech pilířích – valuaci, profitabilitě, „momentu“ a sektorové specifikaci. Tituly, které jsou tímto screeningem vybrány, postupují do druhé etapy.

**SPOTŘEBITEL: Investování podle mediálních doporučení  
Mediální předpovědi nevedou k úspěchu**

*Nákupy a prodeje akcií prováděné na základě mediálních doporučení nejsou dobrou investiční strategií. Trhy se mnohdy vyvíjely opačně, než předpovídala renomovaná finanční média.*

Akcie citlivě reagují na změny v ekonomické situaci reprezentovaných společností. Proto investoři oprávněně přikládají velký význam informacím, které se týkají např. hospodářského výsledku společností nebo dění v příslušném odvětví. Často tradovaným názorem je, že s dostupnými informacemi o účetnictví a podnikatelských záměrech firem, situaci v oboru nebo znalostí makroekonomického prostředí lze spolehlivě odhadnout budoucí vývoj akciových trhů pro nejbližší měsíce nebo dokonce roky. Rada drobných investorů si ovšem neuvědomuje, že než se tyto informace dostanou k nim, trhy už na ně dávno zareagovaly. Platí to zvláště pro masově šířené informace, které se rychle dostanou mezi velký počet osob na celém světě. Čím později např. někdo zareaguje na zprávu o velmi dobrém hospodářském výsledku jisté společnosti, kterou zveřejní známý internetový portál, tím méně ji může investičně využít. V dnešním globalizovaném světě často rozhodují minuty, než efektivní trhy takovou zprávu promítnou do akciových kurzů. Budoucí výkonnost akciových trhů pak závisí na ještě nezveřejněných informacích a okamžitých reakcích investorů na ně. Nové informace samozřejmě mohou původní zprávu podpořit, nebo naopak přinést zjištění, které ji zpochybní a vyvolá opačnou tržní reakci. Kromě celkové nálady na trzích zde záleží na charakteru původní zprávy - zda se opírá o dlouhotrvající trendy, které mohou brzy pominout, nebo si všímá spíše nových, dosud nepoznaných faktů. Fundamentální ukazatele sice dlouhodobou výkonnost akcií ovlivňují, avšak délku časového horizontu, v němž se jejich vliv projeví, lze sotva dopředu odhadnout. Proto mnohdy předpovědi renomovaných ekonomických médií ohledně budoucího vývoje akciových trhů nevycházejí.

Přihlášení k odběru newsletteru na

**[www.FONDSHOP.cz](http://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       | -9,3 %                | -32,9 % | -3,9 %     | -2,0 %      | -15,7 %         | -28,9 % | -9,0 %     | -7,0 %      |
| USA   | MSCI USA            | USD       | -8,1 %                | -26,8 % | -5,4 %     | -3,4 %      | -14,5 %         | -22,4 % | -10,5 %    | -8,3 %      |
| Západní Evropa                                | MSCI Europe         | EUR       | -11,7 %               | -52,3 % | -3,8 %     | -3,0 %      | -17,9 %         | -38,7 % | -7,9 %     | -6,4 %      |
| Japonsko                                      | MSCI Japan          | JPY       | -5,5 %                | -39,8 % | -6,6 %     | -3,7 %      | -17,6 %         | -21,0 % | -9,4 %     | -6,7 %      |
| Rozvíjející se trhy                           | MSCI Emerg. Markets | USD       | -4,6 %                | -39,8 % | 5,3 %      | 8,6 %       | -11,2 %         | -36,2 % | -0,3 %     | 3,2 %       |
| Střední a vých. Evropa                        | MSCI EM Europe      | EUR       | -2,2 %                | -67,7 % | -2,8 %     | 4,6 %       | -9,1 %          | -58,5 % | -7,0 %     | 1,0 %       |

| MĚNY         | 1 měsíc | 1 rok  | 5 let p.a. | 10 let p.a. |
|--------------|---------|--------|------------|-------------|
| EUR vůči CZK | -7,1 %  | 6,0 %  | -4,3 %     | -3,5 %      |
| USD vůči CZK | -7,0 %  | 28,4 % | -5,4 %     | -5,0 %      |

Data se vztahují k 13. 3. 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 nemovitosti“ (data k 13. 3. 2009) |                 |         |         |            |
|---|-----------------|---------|---------|------------|
| Fond  | Výkonnost v EUR |         |         | Volatilita |
|   | 5 let           | 3 roky  | 1 rok   |            |
| ESPA Stock Eur. Property  | -24,8 %         | -60,8 % | -56,3 % | 20,5 %     |
| Credit Suisse EF Europ Propety  | -40,2 %         | -66,2 % | -58,9 % | 20,2 %     |
| Fortis Rel Est Secs Europe  | -43,7 %         | -68,3 % | -64,2 % | 23,2 %     |
| Credit Suisse Realitní fond fondů   | -               | -6,9 %  | -16,5 % | 7,4 %      |
| Credit Suisse EF Asian Property   | -               | -51,0 % | -44,7 % | 23,1 %     |
| Franklin Gl R Estate USD  | -               | -61,2 % | -43,0 % | 21,2 %     |
| Franklin Gl R Estate EUR  | -               | -61,2 % | -55,7 % | 24,6 %     |
| WIP Glb Real Estate   | -               | -61,4 % | -49,2 % | 22,7 %     |
| Parvest Europe Real Estate  | -               | -       | -58,1 % | -          |
| ČP Invest - Fond nemovitostních akcií   | -               | -       | -63,1 % | -          |
| ČSOB realitní mix   | -               | -       | -70,5 % | -          |

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 nestálejší 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.