

Současné trendy budou pokračovat

Rozvíjející se trhy mají atraktivnější ocenění než rozvinuté trhy. I mezi bankovními tituly existují zajímavé příležitosti. Čím dál více záleží na tom, jak investoři vnímají riziko.

Nálada na finančních trzích se během letošního roku změnila několikrát, stejně tak jako vnímání rizika investory. Jednou je ocenění rozvíjejících se trhů nízké, podruhé vysoké. Odhadovat vývoj dluhopisů okrajových států eurozóny je loterie. Nejspíše i v příštím roce bude muset mnoho dlouhodobých investorů vynaložit veškeré úsilí, aby nezačali panikařit. O těchto a dalších tématech diskutoval FOND SHOP s Petrem Zajícem, senior portfolio manažerem společnosti Pioneer.

Když se ohlédnete od začátku roku 2011 až po současnost, co Vás na finančních trzích nejvíce překvapilo, a co se naopak vyvíjelo podle vašich odhadů?

Když si vybavím situaci z počátku letošního roku, pak se patrně jako nejpřekvapivější jeví výrazně zhoršené vyhlídky globální ekonomiky, a to jak již na rok 2011, tak na další roky. Na druhou stranu, když si uvědomíme, že se v průběhu letošního roku nepodařilo nijak významně snížit celosvětové zadlužení (spíše naopak – většina zemí i nadále hospodářs s deficitním rozpočtem), že se nepodařilo uspokojivě vyřešit situaci v eurozóně (naopak – problémy zasáhly další země – Itálii či Španělsko), že díky poměrně vysokým cenám komodit přetrvávaly zejména na rozvíjejících se trzích inflační tlaky (což se místní centrální banky snažily řešit utahováním monetární politiky), že firmy sice generují rekordní zisky, ovšem výrazně omezily výdaje (takže peníze do ekonomiky nevrací), tak možná zmíněné zpomalení ekonomického růstu, resp. případné zvýšené riziko návratu ekonomik do recese, zase až tak překvapivé není.

Investoři do akcií často sledují ukazatel P/E (price/earnings, cena akcie dělená

ročním ziskem na akcii). Problém ale bývá s tím, co dosadit za E. Minulý zisk říká málo o budoucím, budoucí je zase nejistý, pouhý odhad. Jaké P/E sledujete? Jaká je jeho aktuální úroveň v porovnání s historickými průměry? Jak se měnily hodnoty P/E v uplynulém roce? Myslím, že ukazatel P/E je jeden z klíčových ukazatelů, který obvykle funguje poměrně spolehlivě. Otázka „co dosadit za E?“ bývá problematická v situacích, kdy



Petr Zajíc, Senior Portfolio Manager, Pioneer Investments Austria GmbH a člen představenstva Pioneer Asset Management, a.s. Po absolvování makléřských zkoušek v ČR a odborných školení v Kanadě vstoupil do oblasti financí. Zastával řadu pozic v předních společnostech – ČSOB, Expandia, Patria, Conseq. Postupně se specializoval na portfolio management. Je odborníkem na celý rozsah instrumentů kapitálového trhu. V květnu 2002 přijal pozici v Pioneer Investments ČR jako portfolio manažer fondu Pioneer dynamický. V současné době zároveň zastává pozici v představenstvu společnosti Pioneer Asset Management, a. s. V roce 2005 byl jmenován ředitelem úseku investic Pioneer Investments ČR. Zodpovídal za řízení úseku investic a podílových fondů obhospodařovaných Pioneer investiční společností, a.s. V lednu 2009 se stal členem týmu portfolio manažerů ve Vídni, kde je i nadále zodpovědný za řízení balancovaných a akciových strategií fondů České rodiny fondů Pioneer. Petr Zajíc hovoří anglicky, německy a rusky.

se mění trendy. Ano, je pravdou, že když se ekonomiky začínají propadat či naopak zotavovat, tak minulý zisk nemají přílišnou vypovídací hodnotu a odhady zisků budoucích nebývají příliš přesné. Navíc se vypovídací hodnota mění i v průběhu roku. Portfolio manažer tak obvykle sleduje minimálně tři ukazatele PE, a to aktuální, kde E je minulý zisk (tzn. za minulý účetní období, což aktuálně bývá zisk za rok 2010), tzv. „next year PE“, kde E je budoucí zisk (to bývá v první polovině roku odhad zisku v konkrétním roce, ve druhé polovině roku spíše odhad zisku v roce následujícím – aktuálně tedy odhad zisku za rok 2012) a třetí variantou je tzv. Current year PE (což je zisk za aktuální rok, tedy rok 2011, který zejména v posledním čtvrtletí má poměrně vý-

znamnou vypovídací hodnotu, protože zisky za první tři čtvrtletí jsou již známé a odhadovány jsou jen výsledky za poslední kvartál).

Ale jak jste správně popsal, je to vždy trochu dilema. I z tohoto důvodu se v poslední době začíná stále více sledovat tzv. CAPE (cyclically adjusted PE, což je aktuální cena/ průměrný zisk na akcii za 5-10 let). Tento ukazatel vám ukáže valuaci v dlouhodobější perspektivě, zohlední kolísání v průběhu ekonomického cyklu. Má samozřejmě trochu jiné měřítko. Atraktivní ocenění podle tohoto ukazatele se pohybuje kolem 23 – 25 násobku.

Současně PE ratio většiny trhu, a to ať již bereme v úvahu aktuální, „current year“ či „next year PE“, je výrazně pod dlouhodobými průměry. Current year či next year PE jsou dokonce velice blízko historicky minimálním úrovním. V průběhu roku PE ratio poměrně významně klesalo, jelikož firmy v letošním roce průměrně reportují o cca 16 až 18 % vyšší zisky oproti loňskému roku a přitom ceny akcií

klesaly. Výkonnost trhu od počátku roku 22.11.2011 byla cca od -5 % v případě indexu S&P500 až po -30 % v případě pražského indexu PX. Takže zatímco na počátku roku, bylo průměrné PE ratio světových rozvinutých trhů někde na úrovni cca 14,5 násobku, nyní se pohybuje jen kolem 11. V případě východní Evropy, pokleslo PE z úrovně cca 8 na přibližně 5. Obě tyto hodnoty jsou velice blízko historicky nejnižším úrovním z března 2009.

Jak jsou na tom podle Vás rozvíjející se trhy z pohledu akciového investora? Mají skutečně vyšší potenciál než akcie na rozvinutých trzích? Které regiony a sektory nyní celkově v portfoliu převažujete a proč?

V posledních přibližně pěti letech jsem

nebyval příliš fanouškem rozvíjejících se trhů. V druhé polovině minulého desetiletí se ocenění rozvíjejících se trhů přibližovalo (a v některých případech dokonce výrazně překračovalo) ocenění rozvinutých trhů. Na jednu stranu jsem chápal vyšší růstový potenciál, který je obvyklým standardem na emerging markets, ale na druhou stranu podle mého názoru trhy naprosto ignorovaly řadu rizikových faktorů – nižší politickou stabilitu, horší transparentnost trhu či slabou tzv. corporate governance. Teď je podle mého názoru situace výrazně jiná. Emerging markets jsou stále významnějším tahounem globálního ekonomického růstu. Navíc mají výrazně lepší státní finance (nižší celkový dluh a často plusové rozpočtové schodky) a opět se obchodují s atraktivním valuačním diskontem oproti rozvinutým trhům. Toto podle mého názoru platí zejména pro východní Evropu, která nabízí poměrně unikátní mix investičních příležitostí a přitom velice atraktivní ocenění, když se trhy obchodují výrazně levněji oproti jak rozvinutým trhům, tak proti emerging markets jako celku, a přitom nabízejí vyšší nebo srovnatelný růst a efektivitu. Jen pro srovnání, průměrné PE globálního indexu MSCI World je 12,1, P/BV 1,5, ukazatel ROE 21,4 % a dividendový výnos 3,1 %, naproti tomu v případě indexu MSCI Emerging Europe je průměrné PE 7,9, P/BV 1,3, ROE 22,7 % a dividendový výnos 3,9 %. Ještě výraznější valuační diskont je v pří-

investory vhodné?

Mám obavu, že problémy, které stojí za špatnou výkonností bankovních titulů v letošním roce, kdy například sektorový Stoxx600 Bank index ztrácel k 22.11. cca 38,5 % a má mezi všemi sektorovými indexy letos nejslabší výkonnost, nejsou ani zdaleka eliminovány. Zejména dluhové problémy v eurozóně, ale i deficit USA, slabší ekonomický růst,

flační tlaky na rozvíjejících se trzích z počátku letošního roku opadávají, a tak klíčový pro výkonnost dluhopisů bude vývoj kreditních premií. A tady si po letošních zkušenostech už většina investorů dovede představit cokoli. Když se podaří vyřešit problémy eurozóny, je možné, že dojde k výraznému snížení rizikových premií států PIIGS, ale pokud budou problémy přetrvávat,

Emerging markets jsou stále významnějším tahounem globálního ekonomického růstu. Navíc mají výrazně lepší státní finance a opět se obchodují s atraktivním diskontem oproti rozvinutým trhům.

stále silnější regulace, nízké úrokové sazby (a s tím spojené i nižší marže), potřeba navýšení kapitálu atd. neukazují na příliš růžové vyhlídky bankovního sektoru v blízké budoucnosti. Na druhou stranu, jsou ale bankovní tituly obchodovány velice levně. Řada evropských bank se obchoduje pod polovinou účetní hodnoty (ukazatel P/BV pod 0,5), i když uznávám, že je otázkou, jaká je skutečně aktuální účetní hodnota jejich aktiv. Ale určitě můžeme najít některé tituly, které nemají problém s kapitalizací, nemají expozici vůči státním dluhopisům zemí eurozóny, mají stabilní úvěrové portfolio a vysokou ziskovost a cena jejich akcií spíše reflektuje celkový negativní sentiment v sektoru než skutečnou fundamentální hodnotu. Řada investorů takto vnímá skandinávské banky (podle

EU bude stále o krok pozadu a nepřejde k nějakému aktivnímu přístupu, nebo některé státy budou z dlouhodobých stabilizačních programů eliminovány, pak může dojít naopak k dalšímu prudkému zhoršení. Ale znovu musím opakovat, stát se může téměř cokoli.

České dluhopisy si po poměrně silném růstu v posledních čtyřech letech nyní vybírají část zisku a patrně i trochu odchovný čas. Velice záleží, jak si povede hospodaření českého státu, ale také záleží na vnímání rizik mezi globálními investory. Viděli jsme to v posledních třech měsících, kdy se nejprve o Česku mluvilo jako o „Švýcarsku východní Evropy“, ale v posledních týdnech došlo naopak k poměrně značnému odlivu zejména zahraničních investorů, aniž by došlo k jakémukoli zhoršení fiskální situace.

Ukazatel P/E je jeden z klíčových ukazatelů, který funguje poměrně spolehlivě.

padě samotného Ruska, které tím, že je vnímáno jako tzv. „high beta trh“, tedy zjednodušeně velice volatilní trh, bylo ve druhé polovině letošního roku poměrně výrazně postiženo poklesy, přestože má extrémně nízký dluh, plusový rozpočet, stabilní bankovní systém, poměrně rychle rostoucí ekonomiku (v letošním roce cca 4 až 4,5 %) a ceny ropy (té evropské) se stále drží vysoko nad 100 dolary za barel. Jeho aktuální PE ratio je 5,1, P/BV 0,9, ROE 23 % a dividendový výnos 3,7 %.

Jaký bude, zejména v souvislosti s dluhovou krizí, další vývoj akcií bankovních domů? Jsou podle vašeho názoru tyto tituly v současnosti pro

mého názoru ale jejich riziko spočívá v poměrně vysoké expozici vůči loďařskému průmyslu, který je velice cyklický), či některé britské banky s vysokou expozicí vůči emerging markets (HSBC, Standard Chartered). Podle mého názoru jsou ale ze stejných důvodů zajímavé i například akcie ruské banky Sberbank.

Co čeká příští rok dluhopisy? Zejména ty ze států řazených mezi PIIGS?

Tady je podle mého názoru jakákoliv predikce, bohužel, velice nepřesná. Úrokové sazby asi pravděpodobně zůstanou na nízkých úrovních déle než se původně předpokládalo, neboť tempo ekonomického růstu stagnuje a také silně in-

Jakou radu byste dal investorům do roku 2012?

Měl bych možná trochu zvláštní a specifickou radu pro ty, kteří jsou opravdu dlouhodobými investory a nereagují na denní pohyby na trzích. Těmto investorům bych doporučil příští rok moc nečíst burzovní zprávy, tabulky s denními pohyby kurzů akcií a podílových listů, denní komentáře makléřů apod. Vzhledem k tomu, že příští rok bude patrně stejně jako ten letošní poměrně volatilní, kdy příznivé zprávy budou střídát ty negativní jako na běžícím pásu, a to co je jeden den dobrá zpráva, může být za tři dny vnímáno jako negativní, tak si mohou ušetřit spoustu nervů a také peněz, neboť investiční rozhodnutí dělaná v emocích, bývají ta nejméně úspěšná. ■

Igor Polanský