

**O čem píše****FOND SHOP 25/2008 ze dne 12. prosince 2008****(newsletter)**

EKONOMIKA A TRHY: 25. listopadu až 8. prosince 2008

**Americký trh práce zklamal**

*Výnosy amerických i evropských státních dluhopisů jsou na více než padesátiletých minimech. Dluhopisy predikují ve svých cenách velmi pesimistický vývoj. V USA ubylo 533 tisíc pracovních míst.*

Podle pesimistického scénáře OSN by světová ekonomika mohla v příštím roce poklesnout až o 0,4 %. Hlavním důvodem je hospodářský útlum v rozvinutých zemích. Rozvíjející se trhy by měly i nadále pomalu růst. Americký Národní úřad pro ekonomický výzkum oznámil, že americká ekonomika je v recesi již od listopadu 2007. Jedním ze základních ukazatelů pro tvrzení ekonomů je vývoj nezaměstnanosti.

Výhledy na výkonnost české ekonomiky v příštím roce se značně rozcházejí, což vytváří vyšší míru nejistoty. Mezinárodní měnový fond odhaduje, že česká ekonomika vykáže v příštím roce růst pod 2 % a růst inflace klesne pod 3% cíl ČNB. OECD odhaduje pro příští rok zpomalení tempa růstu na 2,5 % a inflace na 2 %. Předchozí odhad OECD počítal s růstem ekonomiky ČR v příštím roce o 4,8 %. Revize je tedy významná. OECD počítá se snížením růstu i u ostatních středoevropských ekonomik. Zvolnění hospodářského růstu v ČR v příštím roce na 2,5 % odhaduje i EBRD. Soukromé banky jsou ale ve svých odhadech o poznání pesimističtější. Banka Goldman Sachs predikuje v příštím roce zpomalení tempa růstu až na 0,8 %. Původní odhad přitom počítal s růstem 2,5 %. Banka JP Morgan Chase odhaduje v příštím roce při nejkritičtějším vývoji dokonce propad o 1 %.

Proces globálního snižování sazeb pokračuje a o překvapení není nouze. Již v listopadu nečekaně snížila maďarská centrální banka úrokové sazby hned o 50 bazických bodů na 11 %. Sazby snížila o 25 bazických bodů na 5,75 % i polská centrální banka. Nejvíce za posledních jedenáct let snížila úrokové sazby i čínská centrální banka. Klíčová sazba poklesla o 108 bazických bodů na 5,58 %. Ke snížení sazeb o 100 bazických bodů na 4,25 % přikročila i australská centrální banka. Sazby se snižovaly i v Evropě. Evropská centrální banka přikročila k největšímu snížení sazeb v historii, když základní sazbu srazila nečekaně o 75 bazických bodů na 2,5 %. ECB reagovala na pokles inflace. Překvapení přinesla i britská centrální banka, která snížila sazbu o 100 bazických bodů na 2 %. Sazby jsou tak nejnižší v historii. Ještě větší šok ale přinesla švédská centrální banka, která snížila základní sazbu hned o 1,75 % na konečnou 2 %.

NOVINKY: Podílové fondy v Německu

**Rekordní odtoky z německých fondů**

*Německý fondový průmysl zaznamenal v říjnu 2008 rekordní odtoky investic. Investoři stáhli v čistém vyjádření z veřejně nabízených fondů v Německu celkem 46,3 mld. EUR.*

To je dosud nejvyšší měsíční hodnota. Postiženy byly zvláště fondy s daňovou optimalizací, fondy peněžního trhu a veřejně nabízené nemovitostní fondy. Rekordní odtoky investic nastaly i u akciových fondů. Špatné byly v letošním roce rovněž hospodářské výsledky investičních společností. Německý fondový průmysl tak pravděpodobně zažije nehorší rok za poslední desetiletí. Podle odborníků stojí za ztrátami fondového průmyslu nejen podzimní panika investorů, ale také nejednoznačné signály ze strany německých zákonodárců ohledně daňové optimalizace fondů peněžního trhu.

TÉMA: Investiční výhled na rok 2009

**Averze k riziku bude pokračovat**

*Pro krátké období je nejlepší volbou peněžní trh. Z rizikových aktiv se jako první vzpamatují korporátní dluhopisy. Teprve poté začnou růst ceny akcií a komodit.*

Nacházíme se uprostřed globální hospodářské recese, která bude pravděpodobně pokračovat nejméně do poloviny roku 2009. Začala v USA někdy na začátku roku 2008, kdy průmyslová produkce a zaměstnanost dosáhly vrcholu. Z USA se náka za rozšířila do světa. To, co původně vypadalo jako regionálně omezený pokles cen nemovitostí v USA, se díky sekuritizaci a derivátům prodávaným investorům po celém světě, stalo globální finanční krizí, která hrozila rozkladem celosvětového bankovního systému. Vlády a centrální banky nakonec pochopily nebezpečí a dělaly všechno, co mohly, aby navrátily důvěru v bankovní systém a rozběhly zamrzlý úvěrový trh. Úvěrová krize (credit crunch) by znamenala „zadření kol“ ekonomiky a hlubokou recesi či depresi. Světové akciové trhy ztratily během roku 2008 zhruba 40 % hodnoty. Vládní dluhopisy rozvinutých zemí a americký dolar těžily ze své pozice bezpečného přístavu pro peníze v dobách nejistoty a turbulencí. Korporátní dluhopisy (investičního stupně i s vysokým výnosem) a dluhopisy zemí rozvíjejících se trhů trpěly výraznými poklesy cen, tj. nárůsty

výnosů. Zatím to vypadá, že představitelům ekonomicky nejsilnějších států světa se podařilo zabránit nejhorším důsledkům světové finanční krize a tím i táhlé a hluboké hospodářské depresi. Deklarovali odhodlání zabránit nejhoršímu za jakoukoli cenu.

Odhodlání vlád, parlamentů a centrálních bank bojovat proti finanční krizi všemi dostupnými prostředky je jednou z mála jistot v dnešní nejistotě. Půjčky, garance a nákupy z veřejných zdrojů plus snižování sazeb – to vše bylo při „hašení“ přítomno. Úvěrové trhy pomalu rozmrzají. Evropská centrální banka bude pravděpodobně pokračovat v roce 2009 ve snižování sazeb. Americký Fed již moc prostoru ke snižování nemá. Jistotou je i další fáze hospodářské recese v rozvinutých zemích a zpomalení růstu ekonomik rozvíjejících se zemí. Nejistá je odpověď na otázku, jak dlouhá a jak hluboká recese bude. IMF nedávno zveřejnil studii, podle které recese souběžné s finančními turbulencemi v minulosti trvaly v průměru sedm čtvrtletí. Konec té současné tedy můžeme očekávat někdy během třetího čtvrtletí roku 2009. Jako první vlaštovka konce recese se zpravidla objevuje oživení ve stavebním sektoru. Jak hluboká bude recese? V recesích během 70. a 80. let dosahoval reálný pokles HDP v nejhorších čtvrtletích hodnot 5 % až 6 % p.a. Tato recese pravděpodobně nebude doprovázena tak velkými poklesy hospodářské aktivity. Neskončí však, dokud nepřestanou klesat ceny nemovitostí. Předpokládá, že rok 2009 nebude ve znamení strachu z inflace, ale deflace.

FOKUS: Dluhopisy rozvíjejících se trhů

### Hrozba státního bankrotu

*Státní dluhopisy rozvíjejících se trhů nabízí atraktivní výnosy do splatnosti nad úroveň 10 %. Problém je, že některé země budou mít v budoucnu velký problém, aby dostály svým závazkům.*

Dluhopisy vlád rozvíjejících se zemí (emerging markets) přinášely v minulém období nadstandardně vysoké zhodnocení. Důvodem byly zlepšující se ekonomické podmínky, které se projeví v rychlém poklesu nadvýnosů (spreadů) a růstu cen. V roce 2002 dosahoval nadvýnos dluhopisů EM nad americkými vládními dluhopisy 9 p.b. V květnu 2007 se již nadvýnos dluhopisů rozvíjejících se trhů pohyboval na nejnižší úrovni 1,5 p.b. nad úroveň amerických státních dluhopisů. Výnos, který investoři požadovali za postupované riziko, byl minimální. Klesající výnos tlačil prudce vzhůru ceny. Nyní je situace opačná. Nadvýnos dluhopisů EM se pohybuje na úrovni 7 % a v době vrcholící krize dosahoval dokonce úrovně kolem 10 %. Od poloviny letošního roku jsou dluhopisy EM pod tlakem. Kreditní krize měla jednoznačný závěr, investoři začali požadovat v rámci rizikových trhů daleko vyšší výnos.

Za posledních pět let vydělaly dluhopisy rozvíjejících se trhů v rámci indexu JP Morgan EMBI v dolarovém vyjádření 20 %. I když je dlouhodobá výkonnost stále kladná, investoři mají být pro zklamaní. V období září a října ztratili investoři díky poklesu cen dluhopisů rozvíjejících se trhů 30 % hodnoty investic a přišli o výkonnost za poslední čtyři roky. Argentinské bondy propadly dokonce o více než 50 % a od začátku roku dokonce o téměř 70 % v dolarovém vyjádření. Hlavním důvodem bylo zmíněné rozšíření rizikových premií na výnosech a posilování amerického dolaru proti lokálním měnám rozvíjejících se trhů. Rozdíl mezi výnosy z dluhopisů rozvíjejících se trhů a vyspělých trhů dokladuje graf 4, kde jsou znázorněny výnosové křivky Brazílie a USA.

EXPERT: Aktivní versus pasivní investování

### Vysoké ambice nebo uspokojení z indexu

*Aktivní a pasivní investoři sledují různé cíle. První usilují o nadvýkonnost, druzí se spokojí s výkonností trhu danou indexem. Oba typy investorů mohou na stejném trhu dosáhnout svého.*

Touha investorů dosahovat vysoké a udržitelné výkonnosti je (nejen) ve světě podílových fondů silným motivem pro hledání různých investičních strategií. Existují dva základní investiční přístupy, které si v tomto ohledu kladou různé cíle. Jsou jimi aktivní a pasivní (indexové) investování. Historicky starší je aktivní investování. Vyznačuje se snahou portfolio manažerů vyhledávat na daném trhu takové portfolio cenných papírů, které bude mít lepší výkonnost než zavedený tržní index (benchmark), v němž jsou tituly nejčastěji váženy podle tržní kapitalizace. Cílem je tedy překonávat benchmark a zajistit investorům lepší výkonnost než většina konkurence. Aktivní investování vychází z představy, že existují kvalitní portfolio manažeři, kteří jsou (na rozdíl od těch méně kvalitních) schopni po větší část investičního období dosahovat nadvýkonnosti. Aktivní řízení portfolia používá většina podílových fondů.

V posledních několika letech přesto zaznamenaly rozmach indexové fondy a zejména indexové akcie (ETF), které investují pasivně – strukturou portfolia se snaží co nejvíce přiblížit tržnímu indexu a dosahovat stejné výkonnosti (až na poplatky za správu, které se z výkonnosti strhávají). Pasivní investoři tedy razí myšlenku „spokojme se s průměrnou výkonností trhu danou věrohodným benchmarkem a vyhněme se riziku podvýkonnosti, které existuje u (většiny) aktivně řízených fondů.“ Zdůrazňují také, že pasivní přizpůsobování se benchmarku vede k nízkým nákladům na správu, protože není třeba náročného analytického výzkumu trhu jako u aktivně řízených fondů. Poplatkově bývají pasivní fondy a ETF skutečně levnější.

ANALÝZA: Ocenění akcií

### Akcie se zdají levné

*Podle řady ukazatelů se akcie po podzimních pádech prodávají s atraktivní slevou. Platí to ale pouze za předpokladu, že svět*

*neupadne do dlouhé a hluboké hospodářské krize.*

Není to pouze Warren Buffett, kdo si myslí, že kurzy akcií jsou po letošním vývoji směrem dolů podhodnocené. Různí analytici uvádějí různé ukazatele a snaží se kvantifikovat, jak moc jsou akcie levné. Nejznámější a nejpoužívanější valuační ukazatel je Price/Earnings Ratio (P/E). Dává do poměru aktuální cenu akcie a zisk na akcii (firemní profit) za uplynulý rok. Čím nižší číslo, tím je akcie levnější (vysoký zisk v porovnání s cenou akcie).

K poslednímu říjnu letošního roku byly světové akcie zařazené do indexu MSCI All Country World v průměru nezvykle levné, měřeno ukazatelem P/E, upozornila studie analytiků ze Citigroup. Ukazatel P/E dosahoval hodnoty pouze 10,3. Akcie se daly koupit za 10,3násobek ročního zisku. Dlouhodobý průměr ukazatele P/E zmíněného indexu na periodě od roku 1970 do současnosti je přitom 16,8 (graf 1). Tak levné jako dnes byly akcie naposledy na začátku 80. let. V uplynulých 20 letech pak byly světové akcie podle ukazatele P/E nadhodnocené.

Nízká hodnota ukazatele P/E nemusí jednoznačně znamenat, že akcie jsou levné. Údaj lze interpretovat také tak, že investoři očekávají prudký pokles firemních zisků. „Všechno se zdá velmi levné. Ovšem pouze za předpokladu, že svět neupadne do dlouhé a hluboké hospodářské deprese,“ komentoval aktuální nízké hodnoty P/E Ronald Frashure, hlavní investiční manažer investiční společnosti Acadian Asset Management v Bostonu, v článku ve Wall Street Journal. „Firemní zisky budou v příštím roce pravděpodobně špatné, ale myslím, že to už je zohledněno v ceně akcií. Investoři s dlouhým horizontem, kteří dokáží přestát zvýšenou volatilitu, by měli začít o akciích vážně uvažovat,“ doplnil Hasan Tevfik, hlavní akciový stratég Citigroup v Londýně. Ještě optimističtější jsou ve své zprávě analytici Royal Bank of Scotland (RBS). Akciové trhy nyní podle nich nabízí investorům jedinečnou příležitost. Očekávání poklesu zisků jsou přestřelená. Pokles zisků evropských firem odhadují v RBS na 18 %, trh v ceně akcií zohlednil 45 %. „Riziková prémie je neudržitelně vysoká, což přivedlo valuace na extrémně nízké hodnoty,“ napsali.

**MULTIPORTRÉT:** Fondy na nemovitostní akcie

### **Propady v různých podobách**

*Korunové fondy nemovitostních akcií utrpěly v posledním roce výrazné ztráty, jeden se přesto choval velmi defenzivně. Finanční krize vedla portfolio manažery ke změně investičních strategií.*

V tomto multiportrétu si představíme čtyři fondy s českým domicilem, jejichž předmětem zájmu jsou akcie nemovitostních společností, které generují příjem především z pronájmu nemovitostí, a také akcie developerských společností, které se zabývají výstavbou a následným prodejem nemovitostí. Srovnávané fondy mají poměrně krátkou historii: Tři vznikly v roce 2006 a jeden – AXA Realitní fond – teprve v říjnu minulého roku. Všechny čtyři fondy jsou denominovány v české koruně a s výjimkou výše jmenovaného zajišťují měnová rizika. Společným znakem je rovněž aktivní řízení portfolia. Mezi cennými papíry, do kterých dotyčné fondy investují, se kromě standardních nemovitostních akcií vyskytují také ETF na nemovitostní indexy. V případě Credit Suisse Realitního fondu fondů se uplatňují podílové listy nemovitostních fondů nebo akciových fondů zaměřených na nemovitostní sektor. Největším objemem majetku pod správou disponuje Fond nemovitostních akcií od ČP Invest. Nutno ovšem podotknout, že všechny fondy zaznamenaly v posledním roce v souvislosti s hypoteční a kreditní krizí výrazné majetkové úbytky.