



## EKONOMIKA A TRHY:

21. 4. 2009 – 4. 5. 2009

**Akcie pokračují v růstu. Nejen akcie**  
*Bezbřehý optimismus ovládl finanční trhy a na přelomu dubna a května se ještě vystupňoval. Zájem o riziková aktiva ale neodpovídá ekonomickým datům ukazujícím na delší recesi.*

Finanční trhy od poloviny března zcela ovládají býci. Na

vně optimismu a snižující se rizikové averze se nahoru ženu nejen akcie, ale všechna riziková aktiva, tedy i korporátní dluhopisy, dluhopisy a měny rozvíjejících se zemí a komodity. Již téměř dva měsíce trvající silná rally, při níž hlavní světové akciové indexy posílily o více než 30 %, zatím zcela ignoruje nepřilíh povzbudivá makroekonomická data. Ziskovost firem klesá, úpadkovost roste, investiční aktivita firem se snižuje. Extrémní pesimismus, který převládal na trzích ještě v únoru, během března a dubna postupně ustupoval silicím optimismu. Před třemi měsíci měly finanční trhy v cenách aktiv zabudovánu nikoli nevýznamnou pravděpodobnost celosvětové hospodářské deprese, deflační spirálu a znárodňování bank. Přestože makroekonomická data popisující nejnovější vývoj hospodářství nyní ukazují na hlubší a delší recesi, než byly průměrné recese v minulosti, trhy to identifikují jako relativně dobré zprávy – nenaplnuje se nejčernější scénář. To zvedá důvěru investorů a snižuje jejich averzi k riziku.

## NOVINKY: ČS nemovitostní fond ztrácí

### Nemovitosti ztrácí. Propad fondu 14%

*ČS nemovitostní fond, který se až donedávna mohl jako jeden z mála podílových fondů pochlubit kladnou roční výkonností, přecenil hodnotu nemovitostí ve svém portfoliu směrem dolů a kurz podílového listu fondu propadl ze dne na den k 21. dubnu o 14,4 %.*

Veškerá výkonnost fondu za uplynulé dva roky tím byla smazána a fond je od svého založení v březnu 2007 téměř 10 % v minusu. „Momentálně prakticky neexistuje efektivní trh s nemovitostmi. To vnáší do ocenění určitý prvek nejistoty, který se samozřejmě projeví negativně v celkovém výsledku. Nemovitosti v portfoliu ČS nemovitostního fondu jsou ve výborné kondici. Příjmy z pronájmu těchto nemovitostí jsou stabilní a dlouhodobě udržitelné. Pokles hodnoty nemovitostí je tak výhradně důsledkem nejistoty, která nyní na trhu nemovitostí panuje,“ uklidňoval investory generální

ředitel Reico investiční společnosti České spořitelny Tomáš Trčka v tiskové zprávě vydané den po náhlém propadu kurzu fondu. „Osobně vnímám cenu stanovenou nezávislým výborem odborníků jako odpovídající dnešní specifické situaci. Jsem však přesvědčen, že z dlouhodobého pohledu 5 až 10 let je na velice nízké úrovni,“ dodal. ČS nemovitostní fond má v portfoliu celkem šest komerčních nemovitostí – kancelářské, nákupní a logistické budovy v Praze, Brně, Českých Budějovicích, Ostravě a Bratislavě.

## TÉMA: Penzijní fondy

### Nejúspěšnější penzijní fond roku 2008 je ...

*... podle výpočtů FOND SHOPu Allianz PF. Jeho portfolio dosáhlo nejvyšší skutečné výkonnosti. Penzijní fondy se loni potýkaly s finanční krizí a poklesy na trzích s velmi rozdílným úspěchem.*

Podílové fondy peněžního trhu i dluhopisové fondy zvládají finanční krizi a s ní související poklesy na trzích velmi odlišně. Například mezi 12 dostupnými korunovými fondy peněžního trhu se výkonnost za uplynulý rok pohybuje v rozmezí minus 6 % až plus 3 % (téma FOND SHOPu 8/2009). Mezi korunovými dluhopisovými fondy najdeme rozdíly ve výkonnosti za uplynulý rok až 10 %.

Rozdíly ve výkonnosti jsou způsobeny zejména odlišným složením portfolia. Fondy, které držely při vypuknutí finanční krize v září 2008 konzervativní portfolio složené ze státních cenných papírů, na ní vydělaly, jsou v plusu a oproti konkurenci si relativně polepšily. Fondy, které držely více dynamické portfolio složené z větší části z korporátních dluhopisů, zaznamenaly propady hodnoty, jsou v minusu a oproti konkurenci si relativně pohoršily.

Totéž platí i pro tuzemské penzijní fondy. Na rozdíl od podílových fondů u nich ale nejsou růsty a poklesy výkonnosti a rozdíly ve výkonnosti na první pohled patrné.

## ROZHOVOR: Günter Schwabl

### O ruských akciích rozhodne ropa

*Díky globální ekonomické krizi a poklesu ceny ropy se propadl ruský akciový trh o několik desítek procent. Návrat investorů lze očekávat až s růstem ceny ropy.*

Do portfolií dynamických investorů jsou nakupovány nejen akcie stabilních firem, které působí na vyspělých trzích, ale i akcie firem z méně rozvinutých zemí. Akcie obchodované na trzích v Brazílii, Rusku, Indii či Číně, se staly již neodmyslitelnou součástí dynamické složky portfolia. Důvodem pro zařazení těchto titulů do investičního portfolia je především vyšší potenciál růstu.

FOND SHOP oslovil portfolio manažera fondu ESPA

Stock Russia pana Güntera Schwabla, který se zaměřuje na investice v Rusku. Zajímalo nás, jaké jsou hlavní důvody poklesu ruského akciového trhu, jaké jsou další vyhlídky pro růst ruských akcií v krátkodobém a střednědobém horizontu, které tituly zahrnuje do spravovaného portfolia a čím se liší Rusko od ostatních zemí BRIC.

#### FOKUS: Akcie – nemovitosti

### Nemovitostní akcie se chovají cyklicky

*Nemovitostní akcie jsou spjaté s vývojem ve finančním sektoru. Investovat lze do nemovitostních akciových fondů a ETF s globální diverzifikací nebo regionálním omezením, zejména na Evropu.*

Na býčím trhu před rokem 2007 představovaly akcie společností z realitního sektoru velice výnosnou investici. Začátkem roku 2007, kdy se objevily první problémy na americkém hypotečním trhu, se však situace začala rychle zhoršovat. U realitních akcií převážil klesající trend, který nastal dříve a byl výraznější než u všeobecných akcií bez sektorového omezení. Problémy na realitních trzích spojené s vyfukováním cenové bubliny u rezidenčních nemovitostí se přenesly z USA do některých zemí západní Evropy (zejména Španělska a Velké Británie). Prostřednictvím kolateralizovaných dluhopisů, které byly zčásti kryty nesplácenými hypotékami, nastala v roce 2008 kritická situace i ve finančním sektoru. Finanční a kreditní krize vedla k rozpoutání celosvětové recese, která prudce zhoršila vyhlídky i pro společnosti podnikající v oblasti komerčních nemovitostí. Nemovitosti patřily (spolu s finančnictvím) k sektorům, které v rámci světových akciových trhů poklesly nejvíce. Procyklický charakter nemovitostních akcií způsobil, že jejich celková výkonnost na pětiletém horizontu byla téměř stejná jako výkonnost všeobecných akcií z indexu MSCI World, avšak při vyšší volatilitě.

#### EXPERT: Typy ETF

### V ETF mohou být i indexové swapy

*ETF může investovat buď do cenných papírů z kopírovaného indexu, nebo používat swapovou konstrukci portfolia. Ta je nákladově výhodnější, ale nese mírně vyšší kreditní riziko.*

ETF (exchange traded funds; indexové

akcie) se v posledních dvou letech staly moderním investičním nástrojem, který vyhledává stále více investorů pro nízkou nákladovost ve srovnání s podílovými fondy. Jako pasivní produkt se ETF snaží strukturou portfolia co nejvíce přiblížit transparentnímu burzovnímu indexu a de facto tak kopírovat jeho výkonnost (až na sazbu nákladů za správu, která se od výkonnosti odpočítává). Cílem je dosáhnout co nejnižší odchylky výkonnosti ETF od benchmarku (tracking error). Tím se ETF odlišují od většiny otevřených podílových fondů, které se snaží převážením některých pozic a podvážením jiných své benchmarky překonávat.

#### PRODUKT: Pioneer – Multibrand

### Tři aktivně řízené fondy využívající ETF

*V portfoliích fondů nabízených společností Pioneer Investments najdou investoři převážně nákladově příznivá ETF renomovaných správců. Investoři však na poplatcích příliš nešetří.*

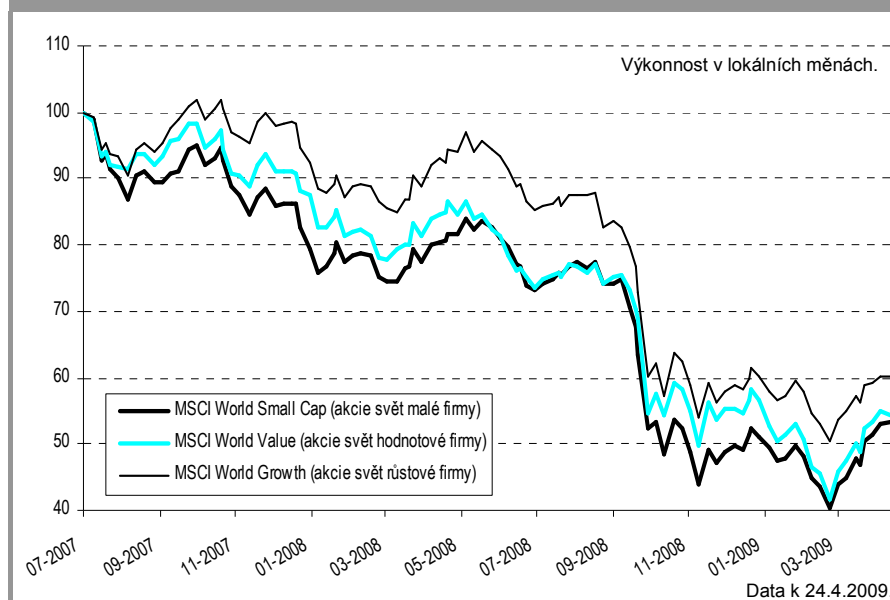
Pod označením Pioneer – Multibrand nabízí společnost Pioneer Investments českým investorům tři aktivně spravované fondy fondů. U tříd fondů vedených v české koruně je trvale zajišťováno měnové riziko.

V portfoliích všech tří fondů ze skupiny Multibrand jsou významně zastoupeny nákladově příznivé ETF. Portfolio

#### ■ Graf čísla

### Hodnotové akcie padaly více než růstové

Při poklesech v roce 2008 si hodnotové akcie vedly o něco hůře než růstové. Ve většině poklesů v minulosti to bylo naopak.



manažer nezapomíná ani na fondy spravované vlastní investiční společností. Při využití vlastních fondů je však manažerský poplatek v plné výši vrácen do Multibrandu. Fond tedy nezdvouje poplatky. K naplnění dluhopisové složky portfolia využívá manažer fondu také přímé investice do dluhopisů, což snižuje nákladovost na úrovni fondu. K prvnímu nákupu podílových listů některého z uvedených fondů je zapotřebí minimálně 30 000 korun (tabulka 1). Při investici v jiné měně než české koruně je minimální výše první investice stanovena na 1 000 EUR či USD. K následné investici postačí investorům 10 000 CZK nebo 300 EUR či USD.

**PORTRÉT FONDU: Volksbank****Volksbank Europa Invest**

*Fond se zaměřuje na akcie západoevropských firem. V období růstu akciových trhů překonal index i průměr konkurence. Po korekci na trzích výrazně ztrácí.*

Fond Volksbank Europa Invest investuje výhradně do akcií a směnitelných dluhopisů evropských firem. Největší objemy investic směřují do vůdčích evropských ekonomik, tedy Velké Británie a Německa. Fond je veden v eurech a není zajišťován vůči negativnímu pohybu britské libry a ostatních cizích měn (CHF, NOK, SEK) vůči euru.

Podle informací portfolio manažera fondu Horsta Simbuergera jsou základem investičního procesu především fundamentální kritéria. Při výběru akcií do portfolia fondu sleduje investiční tým řadu kvantitativních ukazatelů jako jsou valuační ukazatele P/E, P/B, P/CF, ziskovost, velikost společnosti, makroekonomické či sektorové ukazatele. Zohledňována je i řada kvalitativních faktorů. Analyzovány jsou jak konkrétní země, tak i společnosti, do kterých chce fond investovat. V investičním procesu jsou tedy kombinovány oba přístupy výběru akcií, a to přístup „zdola nahoru“ (bottom-up) a „shora dolů“ (top-down). Pro portfolio manažera je dostatečná diverzifikace velmi důležitá. Obvykle nezaujímá žádný z titulů v portfoliu více než 5 %.

**PORTRÉT FONDU: IKS KB****IKS Balancovaný dynamický**

*Středoevropský smíšený fond s dynamickou strategií. Od neutrální váhy dynamické složky 60 % se může výrazně odchýlit, a to oběma směry. Dlouhodobě dosahuje příznivého poměru výkonnost/riziko.*

IKS Balancovaný dynamický investuje na akciových a dluhopisových trzích střední, doplňkové i východní Evropy. Neutrální alokace mezi dynamickou a konzervativní složkou (v níž hrají kromě dluhopisů významnou roli také nástroje peněžního trhu, resp. vklady u bank) je dána poměrem 60:40. Investiční strategie fondu dovoluje portfolio manaže-

rovi výrazně se od neutrální alokace odchýlit v závislosti na makroekonomickém výhledu a aktuální situaci na finančních trzích. Omezením vyplývajícím ze statutu je v tomto směru jen minimální podíl akcií v portfoliu 30 %.

**SPOTŘEBITEL: Psychologie investování****Vyhýbání se lítosti**

*Vyhýbání se lítosti je emoční odchylka od racionality, která se projevuje v odkládání důležitých rozhodnutí. Lidé se bojí, že když přijmou jakékoliv rozhodnutí, budou ho při pohledu zpět litovat.*

Podstatou této odchylky od racionality je snaha vyhnout se psychické bolesti, plynoucí ze špatného rozhodnutí. Biologické mechanismy v lidském mozku jsou nastaveny tak, že po utrpení nějaké ztráty se člověk cítí depresivně a obvykle omezuje své aktivity. Organismus se tak brání před hromaděním dalších škod. Tento přirozený brzdicí mechanismus však není stavěný na fungování v podmínkách finančních trhů. Většina lidí po utrpení finanční ztráty pociťuje lítost, která ochromuje jejich aktivity. Při poklesu trhu však může nastat nejlepší příležitost na koupi cenných papírů. Vyhýbání se lítosti funguje i opačným směrem. Lidé například mohou odmítnout prodat nějaký cenný papír v případě, že je jeho cena neúměrně vysoká. Bojí se, že po prodeji cenného papíru může jeho cena vystoupit ještě více.

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	7,3 %	-29,0 %	-1,3 %	-0,9 %	5,0 %	-25,0 %	-7,1 %	-6,4 %
USA	MSCI USA	USD	6,3 %	-24,7 %	-3,2 %	-2,5 %	4,1 %	-20,5 %	-8,9 %	-7,9 %
Západní Evropa	MSCI Europe	EUR	11,1 %	-46,4 %	-1,5 %	-1,8 %	8,4 %	-33,1 %	-5,2 %	-5,2 %
Japonsko	MSCI Japan	JPY	1,2 %	-38,2 %	-5,3 %	-3,4 %	-0,3 %	-17,5 %	-8,9 %	-6,9 %
Rozvíjející se trhy	MSCI Emerg. Markets	USD	9,9 %	-33,7 %	9,2 %	9,6 %	7,6 %	-30,0 %	2,7 %	3,5 %
Střední a vých. Evropa	MSCI EM Europe	EUR	16,7 %	-59,4 %	1,0 %	6,3 %	13,8 %	-49,3 %	-2,8 %	2,6 %

MĚNY	1 měsíc	1 rok	5 let p.a.	10 let p.a.
EUR vůči CZK	-2,5 %	5,6 %	-3,8 %	-3,5 %
USD vůči CZK	-2,1 %	24,8 %	-5,9 %	-5,5 %

Data se vztahují k 24. 4. 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 nemovitostních firem“ (data k 24. 4. 2009)				
Fond	Výkonnost v EUR			Volatilita
	3 roky	1 rok	1 měsíc	
CS Realitní fond fondů	-8,4 %	-16,8 %	2,8 %	7,5 %
CS EF (Lux) Asian Property	-43,3 %	-42,9 %	3,0 %	23,7 %
ESPA Stock Eur. Property	-52,2 %	-43,1 %	16,5 %	20,7 %
WIP Glb Real Estate Sec	-50,4 %	-42,7 %	18,2 %	22,8 %
Franklin GI R Estate USD	-54,0 %	-39,5 %	17,7 %	21,1 %
Franklin GI R Estate EUR	-54,7 %	-52,0 %	16,5 %	24,7 %
Fortis Re. Estat Sec	-58,2 %	-49,7 %	24,9 %	23,2 %
CS EF (Lux) Europ Property	-59,0 %	-46,7 %	17,4 %	20,3 %
ČSOB realitní mix	-61,8 %	-60,7 %	22,4 %	29,6 %
Parvest Europe Real Estate Sec	-	-44,8 %	20,4 %	-
Fond nemovitostních akcií (ČP Invest)	-	-53,5 %	18,2 %	-

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 nestářejší 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.