



## EKONOMIKA A TRHY:

10. 2. 2009 – 23. 2. 2009

## Další vlna paniky

Trhy ovládl útek od rizika, zejména od akcií. Peníze směřovaly do státních dluhopisů, dolaru a zlata. Investoři se stahují ze střední a východní Evropy, kterou podle nich čekají těžké časy.

První tři týdny února byly na akciových trzích ve znamení poklesu. Hlavní světové akciové indexy propadly o dal-

ších několik procent a dostaly se ještě níže, než se nacházely v listopadu loňského roku po dramatických říjnových propadech o desítky procent. Prosinec vypadal nadějně, zdálo se, že ceny akcií se odrazily z hlubokého dna a pomalu rostou. Nový rok ale naděje ukončil. Od začátku roku 2009 akcie klesají (s přestávkou na konci ledna, kdy krátce a mírně rostly). Druhý a třetí týden února pak znamenal zrychlení poklesu na akciových trzích. Prosincový růst byl vymazán. Akciové indexy spadly pod listopadová minima a nacházejí se nejnižší za více než pět let, blízko dna z roku 2003. Rok 2008 a počátek roku 2009 investorům do světových akcií smazal celý růst let 2003 až 2007. Investice do akcií v Evropě, Severní Americe i Japonsku je na desetileté periodě v mínusu (v lokálních měnách).

## NOVINKY: Nové emise ETF db x-trackers

## Velký zájem o ETF od Deutsche Bank

V únoru se začalo na Deutsche Börse obchodovat šest nových ETF db x-trackers, jejichž emitentem je Deutsche Bank.

Jedná se o jeden dluhopisový a pět akciových fondů. Nové dluhopisové ETF kopíruje index složený ze státních dluhopisů z 21 rozvinutých zemí. Měnové riziko je zajištěno do EUR. Nové akciové ETF jsou navázány na indexy výkonnosti asijských firem, široký evropský akciový index a národní francouzský index (verze long i short).

**FOND SHOP:** Deutsche Bank je nejrychleji rostoucí správce ETF v Evropě. Za dva roky existence se stala třetím největším co do objemu majetku pod správou. V nabídce již má přes 100 ETF a další průběžně emituje. Pro investory jsou ETF db x-trackers zajímavé zejména pro svoji nízkou nákladovost. Manažerskému poplatku 0,20 % obtížně konkurují nejen podílové fondy, ale i ostatní ETF. ETF db x-trackers lze koupit a prodat na několika evropských burzách, vedle Deutsche Börse je to i Euronext, Borsa Italiana, London Stock Exchange a další.

TÉMA: Úročení spořicíh účtů a termínovaných vkladů  
Spořicíh účtům doba svědčí

Korunové spořicí účty, které výhodně úročí nižší zůstatky, mají nyní úrokové sazby nad hladinou (očekávané) inflace. V dnešním tržním prostředí se tak stávají zajímavou konzervativní investicí.

Spořicí účty a termínované vklady patří ke konzervativním produktům, u nichž je garantováno kladné nominální zhodnocení. Jejich reálná výnosnost však bývá záporná, protože se nabízené úrokové sazby často pohybují pod úrovní inflace. Od začátku minulého roku až do vypuknutí podzimních propadů světových finančních trhů se sazby na nejlépe úročených spořicíh účtech pohybovaly mezi 3 % p.a. a 3,5 % p.a. To bylo hluboko pod hladinou tehdejší meziroční inflace, ale jen o několik desetín procenta méně než dvoutýdenní repo sazba ČNB. Repo sazba je základní měnově politická sazba, od níž se v běžném tržním prostředí odvíjí úročení vkladových produktů.

Srovnatelný úrokový výnos jako spořicí účty nabízely v diskutovaném období i termínované vklady na 1 rok. Zde se však úrokové sazby více liší, a to především v závislosti na velikosti finančního ústavu. Výhodnějším úročením termínovaných vkladů se snaží konkurovat hlavně družstevní záložny a malé banky, zatímco etablovaná bankovní trojka drží sazby níže (tabulka 1). Termínovaný vklad se od spořicího účtu liší pevnou lhůtou splatnosti a (dočasným) omezením manipulace s uloženou částkou.

## ANKETA: Investiční produkty na rok 2009

## Nabídka bude konzervativní

*FOND SHOP se zeptal, jaké investiční produkty chystají banky a investiční společnosti pro letošní rok. Převládající odpověď: Poptávka je po konzervativních produktech. Riziko nikdo nechce.*

Poptávka drobných investorů po investičních produktech se s železnou přesností řídí minulou výkonností kapitálových trhů. Toto pravidlo platilo vždy a všude. Česká republika není výjimkou. FOND SHOP se jako vždy na začátku nového roku zeptal tuzemských bank a investičních společností, jaké nové investiční produkty se připravují nabídnout klientům v letošním roce. Oslovení v drtivé většině případů odpovídali, že musí plnit poptávku investorů a ti dnes požadují jistotu, jsou ochotni kupovat jen konzervativní investiční produkty.

Ani banky s menším podílem na tuzemském trhu se nijak výrazně neodchylují od svých tří velkých konkurentů co se týká povahy nově připravovaných investičních produktů. I u nich vedou konzervativní produkty se zajištěnou návratností alespoň původního vkladu, ale ještě raději se zajištěným alespoň nějakým výnosem.

#### FOKUS: Akcie východní Evropa

#### Na širší regionu záleží

*Fondy a ETF na východoevropské akcie jsou velmi rizikové. Liší se v úrovni regionální diverzifikace. Ze sektorového pohledu investují nejvíce do energetiky, finančnictví a telekomunikací.*

Akcie z rozvíjejících se trhů východní Evropy patří k rizikovým investicím, které portfolio výrazně zdynamičtují. Chovají se kolísavěji než středoevropské akcie. Akciovými investičními nástroji zaměřenými převážně na středoevropský region jsme se věnovali v minulém FOKUSu. V tomto článku si přiblížíme ETF a ty podílové fondy z kategorie AKCIE VÝCHODNÍ EVROPA (DATA-BANKA str. 34), které investují především do Ruska a Turecka a střední Evropu zahrnují jen doplňkově. Mezi jejich další investiční regiony patří Pobaltí, země bývalého Sovětského svazu nebo jihovýchodní Evropy.

#### EXPERT: Diverzifikace, korelace a rebalancování

#### Jak snížit volatilitu pomocí akcií

*Volatilitu konzervativního portfolia lze snížit přimícháním malého podílu záporně korelované dynamické složky nebo pravidelným rebalancováním. To může zvýšit i snížit výkonnost portfolia.*

Někteří konzervativní investoři raději vůbec neinvestují do akcií a komodit, protože se obávají, že by vysoká volatilita těchto tříd aktiv přispěla k výraznému zvýšení rizikovosti jejich portfolií, i kdyby v nich tvořily jen malou váhu. Běžná představa vychází z toho, že když jsou akcie dlouhodobě mnohem volatilnější než státní dluhopisy a peněžní trh, musí jejich přidání do konzervativního portfolia v jakékoli váze vést i k většímu rozkolísání celého portfolia. Mírné zdynamičtění sice zvyšuje šance na dlouhodobě lepší výkonnost, ale za cenu prohloubení intenzity běžných propadů portfolia, rozvíjí se dále tato úvaha. Podle Markowitzovy teorie portfolia to ovšem za některých okolností neplatí. Jinými slovy, při obezřetné diverzifikaci portfolia do rizikovějších složek lze někdy dosáhnout dlouhodobě lepší výkonnosti i volatilitu.

Pro jednoduchost uvažujme dvouletou investici v jediné měně složenou převážně ze státních dluhopisů a doplňkově z akcií. Na akciích lze v obou letech vydě-

lat nebo prodělat podstatně více než na dluhopisech. V dotyčném dvouletém období navíc platí, že akcie mají lepší celkovou výkonnost a daří se jim typicky velmi dobře tehdy, když se nedaří dluhopisům a naopak. Potom lze stanovením vhodného poměru mezi dluhopisovou a akciíovou částí dosáhnout u smíšeného portfolia zároveň nižší volatilitu (menší odchylky ročních výkonností) a lepší dvouleté výkonnosti, než kdybychom celou částku investovali pouze do státních dluhopisů. Jedná se o tzv. free lunch diverzifikaci, zlepšující zároveň výkonnost i volatilitu (free lunch = „oběd zadarmo“).

#### ANALÝZA: Aféra Madoff

#### Podvod stál investory miliardy

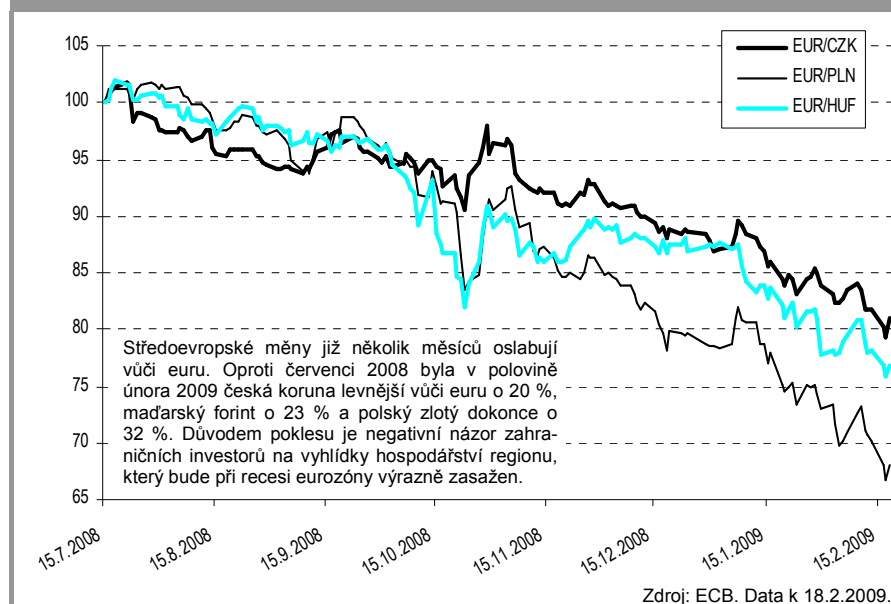
*Bernard Madoff vytvářel investiční modely osobně a byly zahaleny tajemstvím. Klienti nevěděli, jak jeho hedge fondy fungují. Zklamali zejména zprostředkovatelé do Madoffových fondů.*

Jméno Bernard Madoff bylo donedávna pro většinu drobných investorů celkem neznámé. Světová média se v úvodu posledního měsíce minulého roku věnovala převážně pokračující globální ekonomické krizi a akcioví obchodníci se připravovali na blížící se „nudnou“ nákupní náladu typickou pro předvánoční období. Ani prosinec však nezůstal ušetřen špatným zprávám z trhů. Finanční svět zasáhla zpráva o za-

#### ■ Graf čísla

### Středoevropské měny už půl roku oslabují

Graf znázorňuje oslabování středoevropských měn – české koruny, polského zlotého, maďarského forintu – vůči euru od poloviny července 2008 (ze základu 100)



tčení do té doby uznávaného finančníka Bernarda Madoffa, který měl podle svého vlastního doznání připravit investory o nejméně 50 miliard dolarů. Když ho 11. prosince 2008 v půl deváté dopoledne zatýkal agent FBI Theodore Cacioppi, prohlásil, že jeho firma byla podvod a již nemá absolutně nic. Krátce po zatčení byl Madoff propuštěn na desetimilionovou kauci do domácího vězení. Podle internetového deníku Financial Times Deutschland sdělil Madoffův právník novinářům, že budou usilovat o to, aby se toto nešťastné zřetězení událostí co nejrychleji vyřešilo. Za podvod mu hrozí až dvacetileté vězení a pokuta ve výši pěti milionů dolarů.

#### **PORTRÉT FONDU: ČSOB**

### **ČSOB středoevropský**

*Smišený fond investující ve střední Evropě, především v České republice, Polsku a Maďarsku. Výkonností v posledních měsících překonal zbytek konkurence.*

V nabídce smíšených fondů ČSOB najdou investoři jak fondy s českým, tak i belgickým a lucemburským domicilem (fondy spravované společností KBC Asset Management). Na region střední Evropy je zaměřen portrétovaný fond ČSOB středoevropský.

Fond koncentruje své investice zejména ve středoevropském regionu. Statut umožňuje fondu investovat i v nástupnických zemích bývalého Sovětského svazu a Jugoslávie. Nejméně 70 % portfolia fondu musí tvořit dluhopisy a akcie z České republiky, Slovenska, Polska a Maďarska. Portfolio fondu má v neutrální pozici poměr mezi dluhopisy a akciemi 50:50. Investiční strategie dovoluje portfolio manažerovi měnit zastoupení dluhopisů a akcií v portfoliu podle podmínek na kapitálovém trhu. Skutečný poměr se může výrazně vzdálit od neutrální pozice, a to i takovým způsobem, že v portfoliu budou zastoupeny pouze dluhopisy či pouze akcie. Portfolio fondu může obsahovat i doplňkový likvidní majetek v podobě vkladů, se kterými lze volně nakládat, nebo termínovaných vkladů s dobou splatnosti do jednoho roku.

#### **PORTRÉT FONDU: SGAM**

### **SGAM Fund Equities Global**

*Globální akciový fond investující na vyspělých trzích, který v současnosti převažuje necyklické sektory. O poloviny roku 2006 byl podvýkonný, má však nižší volatilitu než většina konkurence.*

Investiční společnost Sociétés Générale AM spolu s dceřinou IKS KB nabízí tuzemským investorům peněžní, dluhopisové, smíšené i akciové fondy. Nejpočetnější skupinu předsta-

vují zahraniční SGAM fondy, dostupné většinou v dolarové i eurové třídě. Patří sem především akciové fondy, které pokrývají vyspělé i rozvíjející se trhy. Akciové fondy SGAM se buď omezují na různé regiony, případně i jednotlivé země, nebo sledují globální alokaci portfolia. V tomto PORTRÉTu si představíme dolarový fond, do něhož lze investovat i v měnově zajištěné korunové třídě.

SGAM Fund Equities Global investuje do světových akcií z vyspělých trhů bez regionálního nebo sektorového omezení, a to v rámci všech segmentů tržní kapitalizace. Globální alokaci portfolia odpovídá sledovaný benchmark MSCI World. Fond řídí portfolio manažer Michel Menigoz. Celý manažerský tým sídlí v Paříži a skládá se ze čtyř investičních profesionálů a dvou produktových specialistů.

#### **SPOTŘEBITEL: Vývoj cen nemovitostí**

### **Ceny nemovitostí míří celosvětově dolů**

*V uplynulých 10 letech rostly ceny nemovitostí v globálním měřítku nezdravě rychlým tempem 10 % ročně. Nyní se trend obrací. Po růstu nastupuje pád. ČR není výjimkou.*

Hlasy upozorňující na nadhodnocené ceny nemovitostí se ozývaly již před několika lety. Například v září 2006 publikoval FOND SHOP článek s názvem „Na trhu nemovitostí je největší bublina v historii“. Vycházel z dat od Economist Intelligence Unit. Psalo se v něm například, že „v USA je nemovitostní bublina na pokraji prasknutí, zatímco ve většině evropských států se stále nafukuje“.

Vážné obavy některých analytiků ohledně nezdravě rychle rostoucích cen nemovitostí lze dohledat ještě dříve. Ovšem, jak nedávno citoval americký časopis The Atlantic bývalého portfolio manažera: „Identifikovat bublinu příliš brzy je stejně špatné jako příliš pozdě.“ V roce 2003 se tento muž zbavil všech nemovitostí a investic navázaných na cenu nemovitostí. Růst o 50 % za uplynulé 3 roky považoval za neudržitelný a za jasný signál k vybírání zisků. Se smutkem pak následující tři roky pozoroval, jak ceny nemovitostí v USA vylétly o dalších 50 %. Předpokládaný zlom přišel, ale mnohem později.

**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	-3,1%	-31,8%	-2,6%	-1,3%	3,8%	-22,5%	-5,2%	-5,4%
USA	MSCI USA	USD	-2,3%	-28,4%	-4,2%	-2,9%	4,7%	-18,6%	-6,9%	-6,8%
Západní Evropa	MSCI Europe	EUR	-0,6%	-44,7%	-1,4%	-1,3%	3,8%	-28,6%	-3,9%	-4,1%
Japonsko	MSCI Japan	JPY	-6,4%	-43,2%	-4,5%	-2,9%	-1,2%	-14,2%	-4,5%	-4,8%
Rozvíjející se trhy	MSCI Emerg. Markets	USD	3,2%	-42,8%	5,8%	9,3%	10,6%	-35,0%	2,9%	4,8%
Střední a vých. Evropa	MSCI EM Europe	EUR	2,4%	-66,5%	-0,8%	5,4%	6,8%	-56,7%	-3,4%	2,5%

MĚNY	1 měsíc	1 rok	5 let p.a.	10 let p.a.
EUR vůči CZK	4,4%	13,6%	-2,6%	-2,8%
USD vůči CZK	7,1%	29,3%	-2,8%	-4,1%

Data se vztahují k 13. 2. 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 „Dluhopisy východní Evropa“ (data k 6. 2. 2009)				
Fond	Výkonnost v CZK			Volatilita
	5 let	3 roky	1 rok	
KBC Bonds Central Europe	3,9%	0,1%	0,1%	10,8%
Raiffeisen EuroVision Rent	3,0%	-1,4%	-2,5%	11,2%
SGAM Fund Converging Europe	2,4%	0,4%	2,7%	10,2%
IKS Dluhopisový PLUS	1,7%	0,5%	3,9%	4,8%
Trendbond	1,7%	-2,0%	-4,2%	7,7%
Raiffeisen Konvergenz Rent	1,0%	-2,4%	-3,0%	12,5%
PIA Central Europe Bond	1,0%	-2,0%	-3,1%	10,3%
CS BF Emerging Europe B	0,0%	-4,1%	-6,8%	13,5%
ESPA Bond Danubia	-1,2%	-4,9%	-11,3%	14,5%
Fortis Bond Europe Emg	-1,3%	-4,9%	-5,1%	11,7%
Pioneer Euro Convergence	-	-6,3%	-12,6%	11,2%
Conseq dluh. Nové Evropy	-	-0,7%	-5,3%	-
Volksbank-GoEast-Bond	-	-	-0,9%	-
<b>Index: ML Emerging European Government</b>	<b>3,2%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>-7,1%</b>	<b>9,4 %</b>

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.