



## Na trhy se vrací volatilita



Podíváme-li se na výkonnosti akcií na starém kontinentu za celé první pololetí, snadno nabydeme dojmu, že se jim letos nebývale dařilo. Vždyť hlavní německý index DAX byl na konci června oproti začátku roku o 11,6 % vyšší, celoevropský STOXX 600 byl na tom podobně (+11,3 %). To je ovšem pravda pouze částečně. Prakticky celý růst

jejich cen se odehrál během prvního čtvrtletí, zhruba od poloviny dubna indexy korigovaly předchozí nárůsty. Ruku v ruce s tím padaly i ceny evropských dluhopisů, což dobře ukazuje například růst výnosu desetiletého českého státního dluhopisu z historického minima pod 0,4 % v polovině dubna na 1,3 % na přelomu června a července.

Takto silné pohyby cen nebývají vůbec obvyklé a naznačují směr, jakým se podle našeho názoru nyní budou ubírat finanční trhy – totiž k větší míře kolísavosti (volatility).

Za vysokým nárůstem dluhopisových výnosů (a tím i poklesem jejich cen) stojí mizící obavy z deflace (propadu cen v ekonomice) v Evropě a snížená likvidita na obligacních trzích. Ceny dluhopisů se totiž počátkem dubna dostaly tak vysoko, že prakticky jediný, kdo byl ochotný je na těchto úrovních nakupovat, byla Evropská centrální banka. Pokles evropských akciových trhů byl potom kromě vývoje na dluhopisových trzích ovlivněn i silnějším eurem.

**David Kufa,**  
privátní a institucionální  
klientela, Conseq Investment  
Management a.s.

## Conseq Opportunity – medvěd se probouzí ze zimního spánku

Koncem května poznali investoři dlouho nevídanou situaci - akciové i dluhopisové trhy strmě klesaly. Většina investorů při pohledu na čtvrtletní výpis začala horlivě telefonovat svým makléřům. Jak dlouho bude negativní vývoj pokračovat a přikoupit nebo prodat? Odpovědí může být náš fond Conseq Opportunity.

Vymyslet fond, který bude strmě růst, když zrovna porostou úrokové sazby, není tak jednoduché. Nakonec ale přece jen jeden takový vznikl. A aby nebyl úzce specializovaný, rozhodli jsme se, že budou výnos zabezpečovat také měnové strategie, speciální německé realitní fondy a dluhopisy s vysokým úrokem.

Dnes plní fond tyto hlavní investiční instrumenty: srbské a turecké státní dluhopisy v domácí měně, pozice spekula-

jící na oslabení EUR/CZK a EUR/USD, podílové listy německých nemovitostních fondů, vysoce úročené korporátní dluhopisy a především pak spekulace na obecný růst úrokových sazeb

První měsíce byly velmi těžké. Postupně ale začaly růst tržní ceny korporátních i tureckých dluhopisů, spekulace na oslabení eura se začala vysoce vyplácet a poslední dny nadobro vzbudily spícího medvěda – úrokové sazby. Řecko přeci jen zaválo na trhy novou nejistotou z bankrotu první vyspělé země a úroky otočily do strmého růstu. Nominální hodnoty státních dluhopisů – především těch s dlouhou splatností – se tak začaly pořádně propadat. Ovládnul je takzvaný medvěd (sestupný) trh. A Conseq Opportunity zajásal. Jen v červnu poskočil o 5 % a jeho průměrná roční výkonnost za poslední dva

roky se pohybuje nad 4 %. Investice do něho tak pokrývá inflaci a v následujících letech možná pohodlně pokryje i propady či výkyvy akciového a dluhopisového portfolia.

Prostor pro růst úrokových sazeb z nuly je samozřejmě obrovský. Aniž by investor musel přemýšlet nad tím, co budou jeho aktiva dělat při poklesu trhu, může do svého portfolia zakotvit Conseq Opportunity. Objem obhospodařovaných aktiv v posledních měsících silně roste, což dokazuje, že si začíná získávat popularitu i u těch, kteří realizují zisky ze svých čistě akciových investic.

**Tomáš Kálal,**  
privátní a institucionální  
klientela, Conseq Investment  
Management a.s.

## Editorial

### Řecko hýbe eurozónou

Evropa prožívala na začátku prázdnin horké chvíle, když GREXIT nabíral reálných kontur. Finanční trhy to však příliš nevzrušovalo a je to tak správně. Z dlouhodobého ekonomického pohledu nám přijde nyní vznikající záchranný balíček číslo tři horší varianta než jakkoli živelný bankrot a odchod Řecka z eurozóny potažmo celé EU. Další ústupky Řecku totiž mohou ukázat ostatním extrémně levicovým silám v jiných zemích, že se vydírání a neplacení dluhů vyplácí. Tvzení, že GREXIT



otřese ekonomikou eurozóny v základech, je tvrzení spíše ze setrvačnosti než podložené reálnými argumenty. Nic však není černobílé. Problém je spíše politický a společenský. Obavy, jak by rozvrácené Řecko mimo eurozónu chránilo vnější hranici unie a plnilo vůči ní své další nefinanční závazky, jsou určitě namístě. Další občanská válka za humny, vlastně dokonce před humny, to také není příjemná představa. Jakkoli politici nejsou mým nejoblíbenějším druhem, nechtěl bych teď být na jejich místě. Za výdobytky jednotné Evropy a moderní demokracie je třeba platit, stále si však myslím, že to dává smysl. Vy ne?:) Hezké prázdniny!

**Lukáš Vácha,** obchodní ředitel  
pro institucionální a privátní  
klientelu, Conseq Investment  
Management a.s.

# Poučení z řeckého vývoje

## CONSEQUENCE



Situace kolem Řecka byla v posledních týdnech napínavější než thriller, počátkem července celé divadlo nabralo na obrátkách. Ani poté, co byli Řekové po referendu donuceni (s kanadami ECB na krku a výhledem na vyhoštění z Eurozóny) kapitulovat, film nekončí – a nikdo neví, kdy a jak se tak stane. Nabízím tak aspoň 5 (staronových) poučení z nedávného řeckého vývoje.

**Zaprvé, banky jsou mocné.** James Carville kdysi řekl, že by se – pokud by existovala reinkarnace – propříště chtěl narodit jako dluhopisový trh; můžete totiž kohokoliv zastrášovat. Červen ukázal, že něco podobného platí o (řeckých) bankách. „Ochutnávka“ toho, jak bude vypadat situace, pokud se s věřiteli nedohodne (= bankovní „prázdniny“), totiž byla evidentně tím důvodem, který přinutil řeckou vládu k bruselskému saltu mortale.

**Zadruhé, lidé jsou iracionální** – to sice není žádná novinka, ale stejně nikdy nepřestane udivovat, jak moc. V řeckých bankách bylo i po 4 letech, co si Řecko poprvé sáhlo na exit z Eurozóny a po 5 měsících po vítězství SYRIZY, stále cca 140 mld. EUR depozit; samotné domácnosti drží cca 115 mld. Když uvážíme extrémní asymetrii rizik (v tom nejlepším případě mohli lidé doufat, že Řecko v Eurozóně zůstane, každá další možnost je z hlediska depozit v bance horší), je s podivem, že tam není o sto miliard méně.

**Zatřetí, červené čáry neexistují**, ani v politice, ani v ekonomice. Primární přebytek, trh práce a důchody byly všechno věci, přes které „nejede řecký vlak“; bruselská kapitulace Řecka ve druhou červencovou neděli všechny tyto čáry smazala a - jakoby to nestačilo - přidala potupný transfer řeckých aktiv do fondu dozorovaného věřiteli a přivítání věřitelů (bývalé „Trojky“) zpátky v Aténách.

**Začtvrté, je těžké hrozit sebevražedným atentátem, když jste venku a dům je silně opevněn.** Pokud mohlo Řecko vyhrožovat vystoupením z eurozóny a následným chaosem, mělo (mohlo) to udělat v roce 2010. Nyní je Eurozóna v mnohem lepší kondici exit ustát.

**Zapáté, ekonomická realita funguje.** Řecko z dluhů nevyroste a jednou dojde k jejich umělému snížení – buď z vůle věřitelů (odpis výměnou za reformy) nebo nezávisle na ní (exit a drachma). Německo už začíná tuto přírodní nevyhnutelnost chápat – již v červnu A.Merkelová přislíbila Řecku „diskusi“ o odpuštění dluhů.

**Martin Lobotka,**  
hlavní analytik  
Conseq Investment Management a.s.

## Akcie v Praze nejsou tak levné, jak se může na první pohled zdát

Domácí index PX se v červnu dostal na svá pěti-měsíční minima. Zkušení investoři už vědí, že to v tomto roční období není žádná výjimka. Hlavní tituly z indexu totiž vyplácí dividendy a přesně o ně vlastně celý index klesá. Zisk z loňského roku přerozdělila Komerční banka. S rozhodným dnem v dubnu a výplatou v květnu rozdala 310 CZK na akcii. S celkem štědrá dividendou si letos mohli koupit investoři také akcie VIG a to konkrétně do 2. června. No a poslední zajímavou odměnu z loňského zisku vyplatí také společnost ČEZ těm, kteří akcie drželi ještě po závěru obchodování 16. června. Tyto tři tituly mají v indexu PX cca 60% váhu. A pak už není tak složité domyslet si, proč vždy index před létem klesá.

Celá pražská burza je v podstatě „Four man show“. K výše zmíněným titulům, štedrým na dividendu, se mezi velkou čtyřku počítá ještě Erste Bank, tu jsem ale záměrně výše vynechal, protože dividendu není rozhodně argument, proč akcie Erste koupit a držet. O zbylých dvacet procent se musí podělit zbývajících devět firem. To, že vyplatil dividendu i Philip Morris

a TO2, tak můžeme s klidnou hlavou pominout. To s hodnotou indexu PX opravdu moc nepohnulo.

Mnohem lépe se jde zorientovat v aktuální výši indexu PX prostřednictvím jeho mladšího bratra PX TR. Ten má naprosto stejné váhy jednotlivých titulů, na rozdíl od PX je ale typu „Total Return“. To znamená, že očisťuje cenový vývoj jednotlivých titulů o dividendový výnos. A hned máme před sebou odlišný obrázek. Takový index totiž od konce roku 2011 stabilně roste s průměrnou návratností kolem 9 % p. a. A to už samozřejmě pro investory zajímavé je. Na druhou stranu to vypovídá o tom, že ani české akcie nebudou úplně nejlevnější. I když například americký index Dow Jones Industrial Average rostl za stejné období o 16 % p. a.

Pokud bych měl odhadnout, jaký titul z velké čtyřky PX bude mít vydlážděnou cestu na předdividendové ceny, sázel bych na pojišťovnu VIG. Minimálně tento titul opustili institucionální prodejci, kteří se ho museli zbavovat v souvislosti s vyřazením z indexů MSCI. Dlouhodobě ale jeho vypadnutí z indexu nemusí moc znamenat. Vzpomeňme na zařazení

společnosti NWR do indexu FTSE 250 v roce 2011. Paradoxně od té doby totiž akcie NWR soustavně klesají. V indexu vydržela firma do 24. června 2013, kde opět paradoxně akcie zažily poslední tříměsíční rally z 22 CZK na 34 CZK. Tímto nechci VIG v žádném případě přirovnávat k akciím společnosti NWR, jen poukázat na to, že vyřazení z indexu má na cenový pohyb spíš krátkodobý vliv. Dlouhodobější najdeme jen u likvidity.

Lehce horší výsledky VIG, které pojišťovna odhalila v dubnu spolu s upozorněním, že ji nízké úrokové sazby mohou i nadále snižovat hospodářský výsledek, už by měly být plně započteny v ceně. Nárůst pojistného by se navíc měl srovnávat se Západní Evropou a právě na středoevropských trzích by na to mohl být VIG dobře připraven. Navíc očekáváme, že sazby začnou lehce růst, což by společnosti v dlouhém období pomohlo ke zlepšení výsledků.

**Tomáš Káhal,**  
privátní a institucionální klientela,  
Conseq Investment Management a.s.

### 22. 7. 2015

	Hodnota	Změna	
		dvouměsíční	meziroční
Index PX – české akcie	1038,45	0,82%	8,98%
MSCI World – světové akcie	1777,86	-1,42%	1,55%
EFFAS Czech – české dluhopisy	242,89	-1,24%	3,33%
Ropa Brent	56,36	-13,78%	-47,49%
Index VIX*	22.07.15	22.05.15	22.07.14
*očekávaná kolísavost cen amerických akcií	12,29	12,13	12,24