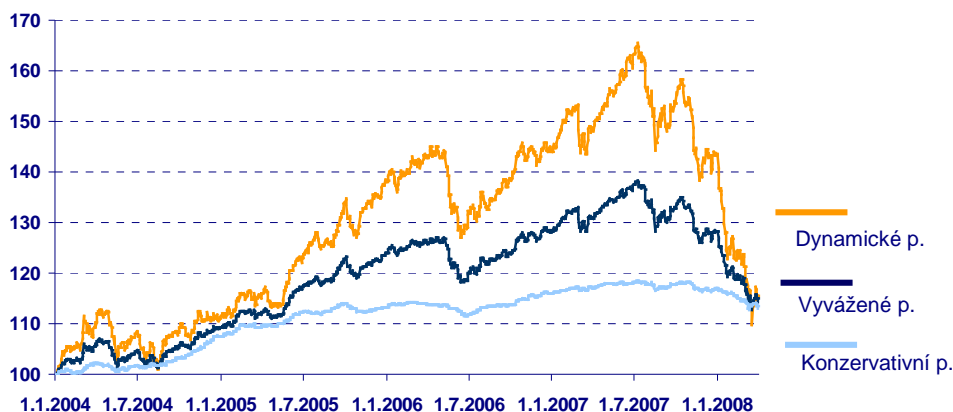


Komentář k vývoji trhů a investiční doporučení – 31. 3. 2008

Pohled na výpis o stavu investic v podílových fondech nebo jen sledování zpravodajství o vývoji na finančních trzích musí dnes v investorech, kteří se rozhodli zhodnocovat své úspory prostřednictvím nákupu podílových fondů, vyvolávat přinejmenším celou řadu otázek. Hodnota jejich investic totiž v posledním období, zejména v prvním čtvrtletí roku 2008, výrazně poklesla. V následujících odstavcích **rozebereme důvody tohoto poklesu** a také nabídneme odpovědi na otázky, jak dnes pracovat se svými investicemi.

... *nedostatek likvidity*

Podíváme-li se na výkonnost základních fondových portfolií, která má Conseq Investment Management ve své nabídce, potom od počátku současného poklesu – tedy od poloviny roku 2007 – ztratilo Dynamické portfolio (složené téměř výhradně z akciových fondů) celkem bezmála 30 %. Tato ztráta byla z části způsobena celosvětovým poklesem cen akcií (podle regionu v rozmezí 10 – 20 %), z části posílením české koruny v podstatě vůči všem ostatním měnám. Ovšem výprodeje nepostihly pouze akciové investice, ale také **dluhopisy rozvíjejících se trhů a podnikové dluhopisy**, takže také Konzervativní a Vyvážené portfolio vykazují záporná zhodnocení (4,5 %, resp. 16,9 %).



Důvody takto velkých poklesů cen akcií a podnikových dluhopisů jsou dnes často diskutovány. Vše vychází z **hypoteční krize**, která postihla americký realitní a finanční trh. Velké objemy hypotečních (ale také spotřebitelských) úvěrů, které byly poskytnuty v dobách nízkých úrokových sazeb méně bonitním dlužníkům, se v okamžiku růstu úrokových sazeb a splasknutí bubliny na realitním trhu stalo ztrátovými. To zasáhlo hospodaření nejen amerických finančních institucí, které tyto úvěry poskytovaly, ale také mnoha dalších finančních subjektů z celého světa, které

do těchto úvěrů investovaly prostřednictvím dluhopisů navázaných na tyto úvěry.

Nejistota ohledně možných ztrát z těchto dluhopisů vedla banky a další instituce k jejich odpisům, což jednak zhoršuje jejich hospodářské výsledky, ale také velmi výrazně omezuje jejich likviditu. Právě **nedostatek likvidity** (volných peněz) vedl k velkým výprodejům finančních aktiv a také k omezení poskytování úvěrů, což omezuje růst celé ekonomiky. Některé banky se kvůli nedostatku likvidity dostaly až do existenčních potíží – nejznámější je určitě případ v té době páté největší investiční banky Bear Sterns, která počátkem března oznámila potíže, ze kterých ji pomohla až finanční injekce Fedu (Federálního rezervního systému, obdoba centrální banky v USA) a následné převzetí konkurenční bankou JP Morgan.

Otázkou samozřejmě zůstává, jak se bude situace vyvíjet dále. Podle některých názorů ještě nejsou veškeré ztrátové investice v bankách odepsány a problémy budou ještě přetrvávat. Naproti tomu jiné názory říkají, že banky naopak již odepsaly více investic, než kolik jich bude skutečně ztrátových (a tedy že se tento faktor v následujících letech pozitivně promítne do hospodaření bank). Také centrální banky dávají najevo, že problémy finančního sektoru považují za přechodné a jsou ochotné podpořit trh dostatkem levné likvidity. Možnosti budoucího vývoje tak zůstávají otevřené, podle našeho názoru se trh při zvýšené volatilitě (kolísavosti) postupně vrátí k růstovému trendu. Důvody pro oživení jsou podle nás následující:

- 1) Světové hospodářství je daleko méně závislé na hospodářském růstu v USA, než tomu bylo v minulosti. Váha “nových tržních ekonomik” Asie (Čína, Indie, jihovýchodní Asie), Evropy (střední Evropa, Pobaltí, Balkán, Rusko a společenství nezávislých států) a Latinské Ameriky (Brazílie, Argentina, Mexiko) se v posledním desetiletí výrazně zvýšila. Tyto ekonomiky se těší v současnosti nejlepšímu zdraví a jsou mnohem méně ovlivněny zpomalením v USA, než tomu bylo dříve (např. větší podíl čínského exportu připadá na asii než na USA).
- 2) Ekonomiky západní Evropy a Japonska po mnoha letech stagnace nabraly v uplynulých dvou letech dech a jejich růst, přestože není nikterak závratný, je široce založený (rovnovážný) podpořený nedávnými reformami.
- 3) Evropské i americké korporace prošly v letech 2001 – 2004 ozdravnou kúrou, restrukturalizovaly se a oddlužily a jsou tudíž mnohem odolnější vůči externím šokům než dříve. Totéž lze říci o japonských společnostech, u kterých tato ozdravná kúra probíhala již v devadesátých letech.

... jak dnes přistupovat ke svým investicím

Naše doporučení je stále stejné, přestože chápeme, že pro celou řadu klientů je to cesta, která je velmi náročná a vyžaduje velkou disciplínu. Věříme, že strategické rozložení portfolia mezi jednotlivé třídy aktiv by mělo spíše než momentální tržní

situaci reflektovat investorův investiční horizont, investiční cíle a averzi k riziku. Pokud bylo portfolio rozloženo na základě těchto předpokladů, není správné provádět prudké změny. Časování trhu (snaha vyhnout se poklesu včasným prodejem a následně se vrátit nákupem do růstového trendu) je podle nás přístup, který zejména u drobných klientů většinou přináší mnohem větší ztráty než výnosy. Názor na momentální situaci na trhu doporučujeme zohlednit v portfoliu pouze několika procentním nadvážením té třídy aktiv, která je dle názoru investora (resp. portfoliomanážera) podhodnocená a podvážením té třídy, která se mu zdá nadhodnocená – to je přístup, který při řízení našich portfolií uplatňujeme.

Samozřejmě v dobách, kdy trhy klesají, bývá tento přístup klienty zpochybňován. Mají pocit, že jejich ztráty jsou již natolik velké a situace se tak dlouho nelepší, že již **nemají možnost vydělat své peníze zpět**, natož dosáhnout pozitivního výnosu. Pojdme se tedy vrátit zpět na začátek článku a ukažme si, zda může i ten klient, který investoval právě na nejvyšších hodnotách v polovině roku 2007 a který zároveň hodlá dodržet pouze minimální doporučený investiční horizont, dosáhnout zisku.

Portfolio	Ztráta (vč. poplatku)	Potřebný výnos	Min. doporuč. inv. horizont	Zbývajcí čas	Potřebný p.a. výnos	2004 + 2005 p.a. výnos
Konzervativní	- 6,94 %	7,45 %	2 roky	1,25 roku	5,92 %	6,89 %
Vyvážené	- 20,22 %	25,35 %	3,5 roku	2,75 roku	8,56 %	11,98 %
Dynamické	- 33,12 %	49,52 %	5 let	4,25 roku	9,93 %	18,38 %

Vezmeme-li v úvahu nejen ztrátu plynoucí z poklesu ceny, ale také zaplacený vstupní poplatek, můžeme jednoduše spočítat zhodnocení, kterého z dnešních cen musíme dosáhnout, abychom ztrátu dorovnali. Po přepočtení na průměrný roční výnos na zbývajícím investičním horizontu a porovnáním s průměrným ročním zhodnocením v "lepších letech" 2004 a 2005 jasně vidíme, že důvod k panice stále nemají ani ti klienti, kteří investovali za nejdražší ceny a mají v plánu dodržet jen minimální doporučený investiční horizont.

... kdy už to skončí a co bude dál

Další z otázek, které bychom všichni rádi slyšeli zodpovězeny, je, kdy se pokles trhu zastaví, případně za jak dlouho můžeme očekávat návrat k dříve maximálním hodnotám. Jsme přesvědčeni, že cesta směrem zpět nahoru nebude přímá ani jednoduchá. Přestože jsme zhruba od poloviny března svědky určitého oživení a v prvních dnech druhého čtvrtletí zaznamenaly trhy rekordní růst, určitě se dá očekávat, že tento růst bude při určité nervozitě doprovázen vybíráním krátkodobých zisků. Podstatné budou také hospodářské výsledky firem a ekonomik.

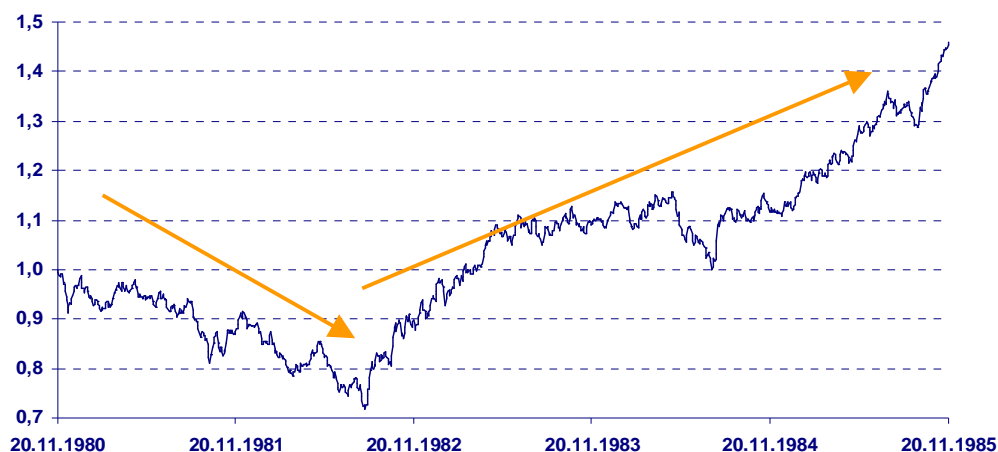
Podívejme se na chvíli opět do historie a vezměme si k ruce akciový index MSCI World, který reprezentuje globální akciový trh – tedy nejen rozvinuté, ale také

rozvíjející se trhy. Navíc na jeho hodnotu mají vliv také změny měnových kurzů, tedy v souladu s naší strategií, že při investování do akcií nemá cenu měnové riziko zajišťovat či investovat jen do českých akcií, ale je lepší měnové riziko důkladně rozložit. Index, jehož hodnoty sahají do roku 1972, nám podává následující zprávy:

- výraznější krize na akciovém trhu se svou hloubkou, trváním období poklesu (od vrcholu po dno) i dobou nutnou pro dosažení zpět původní maximální hodnoty hodně odlišují – viz tabulka
- při investici přímo na vrcholu před počátkem poklesu:
 - mohla být tato investice ztrátová i při dodržení pětiletého horizontu
 - byla vždy výrazně zisková na desetiletém horizontu (a to i v případě, že během těchto 10 let došlo i ke dvěma krizím) – viz tabulka

Rok	Trvání poklesu (let)	Pokles celkem (%)	Dosažení původní hodnoty (let)	Výkonnost od počátku poklesu		
				5 let	10 let	10 let p.a.
1973	1,56	- 45,7 %	4,98	- 20,7 %	122,5 %	8,3 %
1980	1,72	- 28,2 %	0,56	46,7 %	281,6 %	14,3 %
1987	0,16	- 23,7 %	1,19	- 0,1 %	189,2 %	11,2 %
1990	0,73	- 25,9 %	2,66	8,0 %	242,2 %	13,1 %
2000	2,54	- 50,5 %	3,43	- 14,9 %		

Příklad krize na počátku 80. let, kdy pokles trhu trval jeden a tři čtvrtě roku a ztráty dosáhly téměř 30 %, aby poté cesta ode dna na původní hodnoty trvala jen půl roku.



- vezmeme-li v úvahu celé období od 1.1.1972 do 31.3.2008, potom:
 - 15 % pětiletých období bylo ztrátových, zatímco výnos dosažený za 10 let byl vždy kladný, a to minimálně 6,9 % p.a.
 - průměrný dosažený výnos byl:
 - na pětiletém horizontu 9,75 % p.a.
 - na desetiletém horizontu 13,6 % p.a.

Je tedy evidentní, že historie nám úplně nenapoví, zda jsme již minuli dno současného poklesu a jak rychlá bude cesta nahoru. Určitě ale říká, že rozhodující je zejména dlouhodobý přístup, protože i u dvou nejdelších krizí byla má investice zisková již po šesti, resp. 6,5 letech, a po deseti letech se průměrný roční výnos dostal přes 8 %, resp. dokonce přes 13 %. **A samozřejmě platí, že čím častěji investuji (ať už pravidelnými, či nepravidelnými mimořádnými investicemi), tím více si snižuji riziko, že zainvestuji těsně před obdobím poklesu. A také, čím dlouhodobější je můj investiční horizont, tím nižší riziko podstupuji.**

...současné příležitosti a rizika

Na závěr bychom rádi uvedli, že se samozřejmě snažíme být aktivní a vyhledávat na trzích příležitosti a eliminovat rizika. Hlavním krokem ve fondových portfoliích bylo **již v polovině roku 2007 snížení váhy akciových fondů** ve všech strategiích o cca 7 procentních bodů, čímž se nám podařilo částečně eliminovat ztráty plynoucí z poklesů akciových trhů. Co se týče příležitostí, přestože zůstáváme vůči akciím spíše neutrální či mírně pozitivní, považujeme některé tituly za mimořádně atraktivní. Na české burze jsou to pro představu zejména bankovní tituly, jmenovitě Erste bank a akcie realitních společností (ECM, Orco), které byly posledním vývojem na trhu postiženy nejvíce, přestože výsledky jejich hospodaření nebudou krizí příliš postiženy. Poměrně konzervativní volbou by pak mohly být akcie Telefónica O2 nebo Philip Morris ČR, jejichž ceny bude před výraznějšími propady chránit vysoký (a stabilní) dividendový výnos. Velké příležitosti vidíme také na kreditním trhu (podnikové dluhopisy, dluhopisy rozvíjejících se trhů), naopak **nadhodnocené se nám nyní zdají komodity** a státní dluhopisy vyspělých zemí (Eurozóna, USA, Japonsko). Pokud jde o měny, podhodnocené se nám jeví některé měny rozvíjejících se trhů. Co se týče koruny, věříme, že v průběhu roku oslabí přes hranici 26,- Kč / EUR a následně bude opět mírně posilovat. Vůči dolaru by se koruna mohla do konce roku dostat až na úroveň 18,50 Kč / USD.

Věříme, že se nám podařilo zodpovědět alespoň větší část otázek, které Vás mohou v současné situaci napadat.

Tým Conseq Investment Management