CONSEQ™

Komentář k vývoji trhu v týdnu 15. – 19. 9. 2008

Jan Vedral, hlavní investiční manažer Conseq IM

Poslední týden na finančních trzích byl velmi **dramatický**. Kreditní krize vyústila v oznámení kolapsu jedné z největších amerických investičních bank Lehman Brothers, další investiční banka Merrill Lynch musela být před krachem zachráněna převzetím ze strany Bank of America, ihned poté musela být vládou USA zachráněna před kolapsem pojišťovna AIG. Finanční trhy na tyto zprávy reagovaly vlnou výprodejů, prudký pokles byl **v pátek** naopak ostře **korigován pohybem nahoru**, který veškeré **ztráty** hlavních světových indexů (vč. indexu pražské burzy) **uplynulého týdne vymazal**.

Co se to děje?

Současný chaos na finančních trzích je důsledkem kreditní krize, to jest krize důvěry věřitelů v to, že dlužníci budou schopni plnit své závazky (splácet dluhy). Tato krize začala neschopností nízko-příjmových amerických domácností splácet hypotéční úvěry. Postupem času se tato krize důvěry přenesla na finanční instituce, které tyto hypotéční úvěry přímo či prostřednictvím cenných papírů financují. V poslední fázi, která vyvrcholila tento týden, se krize důvěry rozšířila na celý americký finanční systém. Zkrátka se Spojené státy ocitly v prostředí, kde investoři nedůvěřují finančním institucím (bankám, pojišťovnám, brokerům) a finanční instituce nedůvěřují jedna druhé. Na jedné straně tedy vidíme, že banky, které nemají dostatek hotovosti, aby splácely své závazky, si ji snaží opatřit za 10 a více procent a stejně jim nikdo nechce půjčit a na straně druhé ty, které hotovost mají, ji ukládají do pokladničních poukázek americké vlády za téměř nulový úrok. Podobná situace, avšak ne tak drastická, je i v západní Evropě (jejíž banky v minulosti také poskytly mnoho nekvalitních půjček a navíc si nakoupily ty americké, zabalené do cenných papírů) a i v jiných částech světa. Důsledkem je volný pád cen rizikových aktiv, neboť všichni prodávají riziková aktiva (akcie, dluhopisy finančních institucí atd.), aby si opatřili potřebnou hotovost a snížili riziko ve svých bilancích.

Došlo k takovéto krizi již v minulosti?

Kreditní krize není nic nového. Za svých 16 let působení na finančních trzích jsem jich zažil několik. Poslední, která zachvátila oba břehy Atlantiku, byla v roce 2002, kdy zkrachoval Enron, WorldCom a další obří společnosti. Tato krize se netýkala tolik domácností a finančního sektoru, ale zachvátila sektor nefinančních korporací, které financovaly velkou část svých aktivit dluhem (nejvíce byly tehdy zasaženy telekomunikační společnosti).
Také tehdy, podobně jako dnes, vystupovaly v televizi zástupy analytiků zpochybňujících spolehlivost finančních výkazů všech společností a předpovídajících rozpad finančního systému a dlouhotrvající celosvětovou recesi. Další kreditní krize, na které si osobně pamatuji, byly spíše lokální. Byla to Ruská krize v roce 1998, kdy Ruská vláda přestala splácet své dluhy, krize Asijská, která se odehrávala roce 1997, tedy ve stejném roce, jako probíhala naše domácí česká krize, kdy krátkodobé úrokové sazby překročily i 200%.

Je tato krize horší?

Na tuto otázku je těžké zatím odpovědět, protože vždy to, co prožíváme právě nyní, vnímáme daleko intenzivněji, než to, co se stalo před pár lety.

CONSEQ™

Takže na tuto otázku budeme schopni s určitostí odpovědět až po určité době.
Zatím se ovšem zdá, že rizika vyplývající z této krize jsou větší než rizika krizí předešlých a to vzhledem k tomu, že epicentrem krize je finanční systém největší ekonomiky světa, který je srdcem světové finanční soustavy.

Bude tato krize ještě eskalovat? Dojde ke kolapsu světové finanční soustavy??
Věřím, že ne. Zatímco srdeční slabost amerického finančního systému, kterou byl pád Bear Stearns, sice všechny vystrašila a donutila zahájit neinvazivní léčbu, těžký infarkt v podobě krachu Lehman Brothers a znárodnění Freddie Mac, Fannie Mae a AIG přiměje jak finanční instituce coby pacienty k tvrdé ozdravné kůře a změně životního stylu, tak představitele státu (politiky, regulátory) v roli doktorů k radikální operaci a k nasazení veškerých léčebných metod k záchraně.
Jinými slovy věřím, že kreditní krize vyvrcholila v tomto týdnu a v následujících měsících, jakkoli budou nervózní, dojde k **postupnému uklidňování situace**. Nervozita z trhů ovšem v nejbližších týdnech nezmizí a bude ještě nějakou dobu pokračovat.
Domnívám se, že **strůjci amerických hospodářských politik** (vláda a centrální banka) **pomohou** svými **opatřeními ke stabilizaci finančních institucí** a k **návratu důvěry** v systém a šéfové velkých finančních institucí rychle představí ozdravné plány směřující k posílení jejich finanční stability.

Jaké budou důsledky krize na hospodářský růst?
Důsledky kreditní krize budou ovlivňovat reálnou ekonomiku ještě několik čtvrtletí. Zatímco ještě nedávno jsme se domnívali, že zpomalení ekonomiky nepřeroste v plnohodnotnou recesi, dnes se obáváme, že v třetím a čtvrtém čtvrtletí tohoto roku a v prvním čtvrtletí roku 2009 bude dynamika růstu HDP v USA záporná. EU se v té době bude potácet kolem nuly, tj. na hranici recese. Oživení hospodářství očekáváme v druhém kvartále 2009.

A co na to ceny finančních aktiv?
Předpokládáme, že FED bude držet nejméně do konce prvního čtvrtletí úrokové sazby na jejich současné úrovni a že ECB, stejně jako ČNB, budou v obavě z důsledků kreditní krize snižovat základní úrokové sazby. **Věříme** tedy, že **ceny státních dluhopisů** ještě významně **vzrostou.**
Výnosové spready (rizikové „přirážky“ nestátních dluhopisů vůči státním) se nejprve **stabilizují** a s odezníváním krizového stavu se začnou zužovat, takže výkonnost **nestátních dluhopisů** začne **pomalu předhánět výkonnost dluhopisů státních.**
Ceny akcií – zejména finančních institucí - nejdříve pravděpodobně prudce zkorigují své nedávné ztráty (to již částečně proběhlo v pátek 21.9.). Další vývoj bude ale záviset na tom, jak budou účastníci trhu hodnotit perspektivy hospodářského růstu. Není vyloučené, že ke konci roku začnou ceny akcií růst v očekávání oživení hospodářství v druhém kvartále 2009.

Co radíme investorům?
Jako vždy radíme zejména to, aby **nepodléhali panice**, aby se **nenechali strhnout davem** a **nereagovali neuváženě** na novinové články o krachu burz.
Právě poslední týden nám ukázal, jak důležité jsou základní zásady, které se snažíme prosazovat:

CONSEQ™

- **Diverzifikace.** Přestože pokles zaznamenaly v podstatě všechny světové trhy, zaregistrovali jsme podstatné rozdíly. Např. ruská burza zaznamenala během jednoho dne více než 20% pokles a její obchodování muselo být téměř na dva dny pozastaveno. Ruský trh ztratil za poslední tři měsíce více než 50 %, podstatnější ztráty než rozvinuté trhy zaznamenaly také Čína, Latinská Amerika apod. - tedy trhy, které byly před rokem tak populární, že mnoho investorů nechtělo o diverzifikaci ani slyšet.

- **Disciplína.** Investoři, kteří se v tomto týdnu nechali strhnout špatnými zprávami, prodávali své investice povětšinou ve středu (po pondělní a úterní masáži médií), tedy na úrovni nejnižších cen, zatímco páteční růst, který veškeré ztráty za uplynulý týden smazal, si nechali ujít. Většině těchto investorů neuběhl ***investiční horizont***, nepotřebovali své investice skutečně vybírat a přeměnit na hotovost (důkazem jsou časté přesuny do konzervativních investic), jejich prodeje akcií byly motivovány strachem, panikou, případně snahou ***časovat trh***.

- **Rizikový profil.** Uvědomění si rizika akciových investic a upřímné stanovení si vlastního rizikového profilu je základním prvkem úspěšné investice. Právě podcenění vlastního rizikového profilu vedlo před rokem či dvěma celou řadu investorů k názoru, že vůbec nemusí investovat do konzervativních či vyvážených investičních strategií založených na dluhopisech či peněžním trhu, které nebyly tehdy populární, neboť jejich výnosy byly velmi nízké. Zejména v posledních měsících jsme ovšem dosáhli na dluhopisech velmi zajímavých výnosů a věříme, že ***dluhopisy budou přinášet atraktivní zhodnocení i v následujících měsících.***

V dobách největší paniky se rodí největší zisky

Odkaz Johna Templetona

Zakladatel společnosti a fondů Templeton Investments John Templeton je považován za jednoho z nejúspěšnějších investorů historie. Jeho **investorské úspěchy** byly založeny zejména na **široké diverzifikaci** a schopnosti kupovat v dobách **„maximálního pesimismu“.**
Jeho kariéru úspěšného investora odstartoval rok 1939, kdy si po začátku druhé světové války půjčil od svých tehdejších nadřízených 10 tisíc dolarů a nakoupil za ně akcie více než stovky firem, které byly tehdy považovány za jasně směřující ke krachu. Po zhruba čtyřech letech měl celý balík akcií hodnotu okolo 50 tisíc dolarů. Ze všech společností, jejichž akcie John Templeton tehdy vlastnil, zkrachovaly pouze čtyři. Tak začala kariéra investorské legendy, která založila v roce 1954 jeden z prvních fondů pro drobné investory **Templeton Growth Fund**.