



I přes občasný výkyvy dluhopisy stále konzervativní investicí



Konec loňského roku vyvolal vrásky na čele nejednomu investorovi. Především pro držitele dluhopisových nástrojů znamenal listopadový dramatický propad cen nepřijemný zásah do hodnoty jejich investic. Masivní výprodeje zasáhly pod vlivem dalšího zhoršení fiskální krize v eurozóně bez výjimky všechny státní dluhopisy zemí platících eurem. To se samo-

zřejmě přelilo i na český obligační trh. Dluhopisy, ty české nevyjímaje, však potvrdily svou pověst konzervativní investice a v posledním měsíci roku se jim podařilo většinu listopadových ztrát zase smazat. Vrcholní představitelé Evropské unie se totiž dohodli na přísnějších fiskálních pravidlech, což trhy prozatím uklidnilo. Nicméně plná

důvěra se vrátí až v momentě, kdy budou navrhovaná úsporná opatření úspěšně uvedena do praxe. Zvýšená riziková averze vyvolaná evropskými dluhovými problémy měla dopad i na akciové trhy, které pokračovaly v bouřlivém vývoji, a ceny akcií létaly nahoru a dolů jako splašené. V porovnání s Evropou jsou na tom relativně lépe americké akcie, které těží z lepších vyhlídek tamního hospodářství. Slušně si však vede také německý akciový trh a vybrané rozvíjející se země. O něco hůře jsou na tom některé středoevropské ekonomiky v čele s Maďarskem a jeho kontroverzními vládními kroky.

David Kufa,
privátní a institucionální klientela

Editorial

Máme za sebou rok plný překotných změn na politické i ekonomické scéně. Zatímco na nás nedávný vývoj v Řecku, Itálii nebo USA může možná působit jako chaotický pád zaběhlých pravidel a hodnot, nezaujatý mimozemšťan by se na rok 2011 jistě díval jinak. Vnímá by jej jako rok, kdy se právě ona pravidla a staletími prověřené zákonitosti ukázaly



jako bezesbýtku platné. Politické reprezentace, voliči, ale i mnohé ekonomické subjekty se několik let navzájem přesvědčovali, že růst lze až do nebe, že můžeme donekonečna spotřebovávat i to, co zatím neexistuje. Nic se ale nesmí přehánět a svůdné představy dříve nebo později dožene nekompromisní realita. Rok 2012 tak vnímejme jako rok šance na návrat k dlouhodobě udržitelným pravidlům, hodnotám a vnímání světa. Světa, kde jistotou prosperity zůstává zodpovědná práce a invence, kde jsou vysoké zisky vykoupěny vysokým rizikem, kde se dluhy platí a kde je prostá lidská slušnost hodnotou.

Lukáš Vácha,
obchodní ředitel privátní a institucionální klientela

Státní rozpočty pod evropským dozorem

Kancléřka Merkelová a prezident Sarkozy oznámili, že by nová smlouva o EU měla obsahovat automatické sankce vůči zemím, jejichž rozpočtový schodek převyšuje 3 % HDP nebo celkový veřejný dluh překročí hranici 60 %. Členské státy by také měly deklarovat požadavek vyrovnaných

rozpočtů ve svých ústavách. Tyto návrhy jdou jednoznačně správným směrem. Rozpočtové schodky totiž budou muset být v příštích letech výrazně omezeny. Zadluženost problematičtějších evropských zemí je velice vysoká, takže je nezbytné podíl vládního dluhu na HDP minimálně stabilizovat, ideálně postupně snížit. Jedinou cestou jsou tvrdé fiskální úspory. Otázkou do další

debaty pak samozřejmě zůstává, kde úspory vzít. Pokud kancléřka Merkelová a prezident Sarkozy získají pro svůj návrh podporu dalších zemí, bude trvat několik měsíců, než se podaří nová opatření implementovat. Do té doby bude zřejmě ECB i nadále svými nákupy podporovat dluhopisový trh a snažit se udržovat úrokové náklady na obsluhu státních dluhů na přijatelné úrovni.

12. 1. 2012

	Hodnota	Změna dvouměsíční	Změna roční
Index PX	897.60	-1.36%	-27.86%
MSCI World	1207.37	0.16%	-7.02%
EFFAS Bloomberg Czech	196.67	0.18%	5.70%
Ropa Brent	111.26	-2.54%	13.39%
Index strachu (VIX)*	12. 1. 2012	12. 11. 2011	12. 1. 2011
* očekávaná kolísavost cen amerických akcií	20.47	30.04	16.24



V současnosti vidíme především tři klíčové faktory, jež budou finančním trhům v roce 2012 dominovat. Zaprvé je to stabilizace mezi-bankovního trhu, a to především v eurozóně. Domníváme se, že centrální banky nenechají komerční banky na holičkách a že jim v případě potřeby budou i nadále poskytovat potřebnou likviditu. A pokud to bude nutné, vlády jednotlivých zemí svým bankám



v problémech znovu doplní potřebný kapitál na krytí dalších ztrát, zejména v souvislosti s problematickými dluhopisy periferních států eurozóny. Částečné navýšení kapitálu západoevropských bank přitom bylo dohodnuto již na vrcholném summitu EU na konci října, což je pro investory pozitivní signál.

Druhým zásadním faktorem je kredibilní plán ozdravení dluhem zmiňované eurozóny. Klíčový summit evropských představitelů ze začátku prosince by měl přinést znatelný pokrok, zejména v oblasti tvrdých fiskálních škrťů a automatických sankcí za porušování rozpočtové kázně. Rok 2012 by tak pro eurozónu měl být rokem implementace úsporných fiskálních politik.

Třetím klíčovým faktorem je další vývoj globální ekonomiky. Nové makroekonomické údaje ke konci loňského roku naznačovaly, že zpomalení světové ekonomiky, především eurozóny, bude výraznější, než se před jedním nebo dvěma kvartály očekávalo. Evropskou unii přitom mírná recese v letošním roce pravděpodobně nemine. Ekonomika USA by na tom měla být v podobě mírného růstu znatelně lépe.

Co se týče výhledu akciových trhů, domníváme se, že jejich ocenění neboli valuace se ze střednědobého až dlouhodobého horizontu nacházejí na velice atraktivních úrovních. Například investory velmi sledovaný poměr tržní ceny a účetní hodnoty vlastního kapitálu (P/B) globálního indexu MSCI World se pohybuje kolem

úrovně 1,6. Tato hodnota je z dlouhodobého historického pohledu za posledních 15 let velice hluboko pod svým průměrem, což pro investora se středním až dlouhým investičním horizontem značí relativně atraktivní ocenění. V každém případě ovšem platí, že vysoká volatilita neboli kolísavost bude na akciových trzích přítomna i nadále. V krátkodobém horizontu nemůžeme vyloučit ani opětovný pokles akciových indexů. Ze středně- až dlouhodobého hlediska jsme nicméně přesvědčeni, že akciové trhy investorům nabízejí velice zajímavý růstový potenciál. Současné deprimované valuace neboli ocenění jsou toho důkazem.

Co se týče dluhopisových trhů, na klíčových relativně bezrizikových trzích amerických a německých vládních dluhopisů očekáváme mírný růst výnosů na dlouhém konci výnosové křivky do 50 bazických bodů (0,5 %). Obdobný vývoj očekáváme také u českých protějšků. Střední odhad výkonnosti českých státních dluhopisů by se tak mohl v letošním roce pohybovat kolem 2 až 4 %.

Michal Stupavský,
portfolio manažer

Zprávy z ekonomiky

- Evropská komise chce prosadit, aby členské státy musely návrhy svých rozpočtů podstupovat nejprve ke schválení EU.
- Španělsko prodalo tří- a čtyřleté státní dluhopisy za 10 miliard eur s úrokem pod 4 % a stejně jako při nedávné aukci Itálie si tak vysloužilo relativně vysokou důvěru investorů.
- Německá ekonomika loni vzrostla o 3 %, i když v posledním kvartále utrpěla mírný pokles. Německé státní dluhopisy jsou však jasným útočištěm vystresovaných investorů. Při aukci šestiměsíčních pokladničních poukázek bylo dokonce dosaženo záporného výnosu ve výši -0,0122 %, což znamená, že investoři za možnost držet tyto obligace ještě platí.

Slovníček investora

Riziková averze

je míra nechuti podstupovat riziko při investování. Individuální riziková averze se liší mezi jednotlivými investory nebo se mění v různých etapách života konkrétního člověka. Rizikovou averzi na trzích představují obecné investiční trendy a nálady. Panuje-li na trzích vysoká riziková averze, uzavírá se méně rizikových obchodů a investoři hledají bezpečnější příležitosti nebo vyčkávají na období, kdy bude situace předvídatelnější.

Otázka pro Richarda Siudu

Situace na finančních trzích byla v uplynulém roce, především v jeho druhé polovině, velice bouřlivá. Jak by na takový vývoj měl reagovat drobný investor? Má se začít obávat o své úspory?

Nejde o to se o své úspory obávat, ale být připraven na různé varianty vývoje. Může se stát, že ceny akcií ještě poklesnou? Mů-

že, ale je kvůli tomu vhodné investovat pouze konzervativně? Ne, protože stejně tak může přijít období vyšší inflace a ta nejvíce znehodnotí úspory s nízkým výnosem, tedy hotovost, dluhopisy apod. Pokud by měla přijít vyšší inflace, není lepší peníze ihned utratit? Jistě, ale co když dojde k poklesu ekonomické výkonnosti, bude se více propouštět, zmrazí se mzdy apod.?

A stát na vyšší sociální dávky či důchody rozhodně nemá, spíše naopak. Takže se může každá rezerva hodit.

Proto platí stejně jako jindy – mějte pohotovostní úspory uložené opatrně, kromě toho si pravidelnými investicemi do rizikovějších aktiv vytvářejte dlouhodobější rezervy a nevěřte na mýty o bezrizikových ziscích investicemi do zlata, diamantů apod.