



## Opravdu vydařené léto

Letošní prázdniny se vskutku vydařily. Radost neudělalo jen počasí u vody či na horách, ale také na finančních trzích. Díky masivní podpoře hlavních světových centrálních bank (především té evropské a americké) a jejich extrémně uvolněným měnovým politikám překonávají nyní na sklonku léta některé akciové indexy svá pětiletá maxima (např. S&P 500).

Evropská centrální banka vyrazila do boje proti rostoucím výnosům dluhopisů periferních zemí eurozóny a spustila penězi neomezený program nákupů vládních dluhopisů na sekundárním trhu (tzv. Outright Monetary Transactions). Americký FED se přidal a oznámil další kolo nákupů amerických státních dluhopisů, jehož cílem je zvýšeným množstvím dolarů ve finančním systému

podpořit hospodářství USA a zvýšit počet nových pracovních míst. Dle slov centrálních bankéřů je nyní řada na politikách, aby vhodnými kroky ve fiskální oblasti přispěli ke zlepšení situace jednotlivých států a jejich ekonomik.

**David Kufa,**  
institucionální a privátní klientela

## Editorial

I přes pokračující mediální obavy z konce světa se během prázdnin akciové trhy na obou stranách oceánu vyšvihly do optimistických výší, kam s menšími přestávkami stoupají už od letošního května. Podniky sice pocítují reálný pokles ochoty spotřebitelů utrácet, ale velmi obstojně se s ním vyrovnávají růstem své efektivity. Na to reagují také investoři a jejich chování se začíná lišit od nedávné minulosti. Přepínač RIZIKO - Zapnuto/Vypnuto už možná přestává mít pouze dvě krajní polohy a investoři si

## Dluhopisové fondy předvedly excelentní růst, nyní trochu zvolní



Dluhopisové fondy jsou zatím v letošním roce díky příznivému tržnímu vývoji velice úspěšné. V některých případech přinesly zhodnocení 15 i více procent, což je za normálních okolností nadprůměrný výsledek i na akciový trh.

Výrazný cenový růst z uplynulých měsíců totiž stlačil požadované výnosy do splatnosti českých státních dluhopisů na rekordně nízké úrovni - dvouletý dluhopis k 0,7 %, desetiletý pak na hladinu 2,2 %. Stejně tak se

na rekordně nízké úrovni 0,5 % nachází i klíčová měnověpolitická sazba ČNB (čtrnáctidenní repo sazba) a na trhu v současnosti panuje silné přesvědčení, že bankovní rada ČNB v nejbližší době přistoupí k dalšímu snížení, potenciálně až na nulovou úroveň. Pokud by se tato očekávání naplnila, ceny dluhopisů, zejména kratších splatností, by získaly v kratším horizontu dodatečnou podporu. V delším výhledu (konec roku 2012, průběh roku 2013) však již současně

výnosové úrovni českých státních dluhopisů vnímáme jako výrazně podprůměrné a očekáváme jejich postupný růst.

Podstatně lepší výkonnosti než ty státní by měly dosáhnout vybrané firemní dluhopisy. Kreditní marže dluhopisů korporátních a finančních emitentů se nadále udržují na historicky nadprůměrných úrovních, které podle našeho názoru neodpovídají solidním firemním fundamentům. Současné výnosy firemních dluhopisů jsou atraktivní také ve světle rekordně nízkých výnosových úrovní státních benchmarků vnímaných jako bezrizikové (USA, jádro EMU) a měly by v dalších měsících klesat. Nestátní dluhopisy by tak měly dosáhnout atraktivního zhodnocení vysoko nad jejich státními protějšky.

**Ondřej Matuška**  
portfolio manažer Conseq  
Investment Management, a. s.



začínají racionálněji vybírat, kde reálný potenciál je, a kde není. Vždyť co může být lepší zajištění před velkým průšvihem finančního systému než podíly ve zdravých firmách, které vyrábějí produkty a poskytují služby, jež budou lidé vždy potřebovat? Současný vývoj by tak mohl být aspoň lehounkým příslibem návratu racionality na trhy a pozvolného uvědomování si faktu, že s problémy některých států nemusí nutně padat fungování celé ekonomiky.

**Lukáš Vácha,**  
obchodní ředitel,  
institucionální  
a privátní klientela

## 17. 9. 2012

	Hodnota	Změna	
		dvouměsíční	meziroční
Index PX – české akcie	969.80	6.83%	2.03%
MSCI World – světové akcie	1342.31	9.21%	14.14%
EFFAS Czech – české dluhopisy	213.48	-0.28%	6.62%
Ropa Brent	113.79	9.41%	1.40%
Index VIX*	9/17/12	7/17/12	9/17/11
*očekávaná kolísavost cen amerických akcií	14.59	16.48	30.98



I po nedávném silném růstuůstávají akciové trhy podle našeho názoru příznivě oceněny. Jejich ceny, vztáhneme-li je k ziskům nebo účetní hodnotě firem, jsou totiž ve srovnání s historií stále poměrně nízké (např. aktuální ukazatel P/E na většině akciových trhů, tedy podíl ceny akcie k zisku na akcii, se pohybuje mírně pod svým dlouhodobým průměrem). Také v porovnání s „bezpečnými“ dluhopisy zemí jako USA, Německo nebo Švýcarsko nabízejí akcie historicky velmi vysoké výnosy. Není divu, vždyť zmíněné dluhopisy v ně-

kterých segmentech splatnosti stále nabízejí záporné výnosy. Kromě zajímavého ocenění hovoří pro růst cen akcií silné monetární podpory předních světových centrálních bank a nízká inflace. Na trzích je momentálně obrovské množství likvidity, která je „zaparkovaná“ právě v těch tzv. bezrizikových aktivech, nabízejících jen minimální výnosy. Nedostatek investičních příležitostí proto povede ke zvýšenému zájmu o riziková aktiva – korporátní dluhopisy a akcie, což bude mít za následek růst jejich cen.

Samozřejmě zvýšená nejistota spojená s dluhovými problémy některých zemí eurozóny, schvalování zvýšení dluhového stropu a prodloužení „Bushových“ daňových úlev v USA či ukazatele tempa vývoje hospodářského růstu v dalších čtvrtletích povedou asi stále k volatilitě na akciových trzích. V dlouhodobém horizontu by však za tato podstoupená rizika měl být trpělivý investor odměněn vyššími výnosy.

**David Kufa,**  
institucionální a privátní klientela

## Na rozkolísaných trzích lze najít zajímavé příležitosti



V posledních letech se významně zvýšila kolísavost akciových i dluhopisových trhů. Vysoké výkyvy jsou často hnány iracionální panikou, která nereflkuje ekonomické fundamenty. Takových situací však lze v některých případech efektivně využít. Ideálním zastřešením je tzv. fond kvalifikovaných investorů, který není svázán žádnými zákonnými investičními limity. Vzhledem k tomu, že naše dluhopisové fondy patří dlouhodobě k nejspěšnějším ve svých kategoriích, věříme, že jsme schopni na trzích správně identifikovat podhodnocená finanční aktiva (zejména dluhopisy a akcie) a díky využití finanční páky přinést

našim klientům nadprůměrné zhodnocení. Využití finanční páky, tedy nákupu aktiv financovaného úvěrem, umožňuje vyšší míru participace na tržních pohybech (samozřejmě při adekvátním zvýšení rizika). Smělé investiční příležitosti mohou představovat i aktiva, do kterých by to běžný investor ani neřekl, jako např. české státní dluhopisy. Mohou za to odlišná očekávání budoucího vývoje úrokových sazeb a vnímání kredibility ČR jako dlužníka oproti „průměrným“ předpokladům trhu. Podnikové a bankovní obligace aktuálně také nabízejí vysoké výnosy, dané vysokými kreditní-

mi maržemi, což je pozůstatek finanční krize. Nabízené výnosy (5 -10 % p. a.) si často nezadají s předpokládanými výnosy akciových trhů, a představují tak zajímavou příležitost. Dluhopis totiž není akcie, jeho výnos do splatnosti nezávisí na prosperitě emitenta, ale pouze na jeho přežití.

I česká koruna se občas vlivem přechodných faktorů vychýlí ze svého dlouhodobého trendu posilování, kterým se vyrovnává nerovnováha cenových hladin mezi ČR a zbytkem EU. Tyto výkyvy představují vhodnou příležitost, kterou rovněž zamýšlíme využívat. Nový fond sice potenciálně nabízí vysoké zisky, ale na místě je i určitá opatrnost. Je určen pro odvážné investory s delším investičním horizontem (minimálně 2 až 3 roky) a měl by být spíše doplňkovou investicí v rámci celého portfolia.

**Lukáš Vácha,**  
obchodní ředitel,  
institucionální a privátní klientela

## Zprávy z ekonomiky

- Vláda prosadila ve Sněmovně penzijní reformu a přehlasovala opozici i veto Senátu. Lidé si tak budou moci na část své budoucí penze spořit v soukromých penzijních fondech už od příštího roku. ČSSD a KSČM parlamentu ohlásily, že jejich strany reformu nerespektují.

- ECB naplnila očekávání trhu a spustila program nákupů vládních dluhopisů na sekundárním trhu (tzv. Outright Monetary Transactions).

- Spotřebitelské ceny v Česku stále rostou. Češi proto kvůli rostoucím nákladům na potraviny a bydlení omezují další výdaje. Českou ekonomiku tak v současné době udržuje nad vodou jen zahraniční obchod.

## Slovníček investora

**Dividenda** je druh výnosu z cenného papíru. Dividendy vyplácí akciové společnosti svým akcionářům (majitelům akcií), kteří v rozhodný den akcie drželi, podle rozhodnutí valné hromady. Ideálně výše dividendy závisí především na zisku akciové společnosti po zaplacení daní. V podstatě se jedná o podíl na čistém zisku, který společnost vytvořila. Dividendy však může vyplácet také společnost momentálně bez zisku, nebo naopak i společnost v zisku nemusí vyplácet žádné.