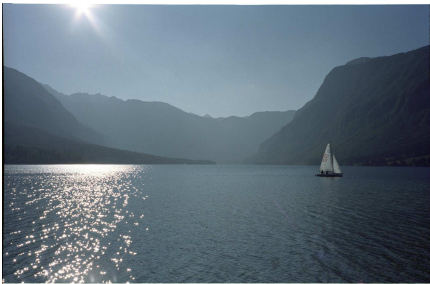


Investiční výhled FINEZ Investment Management leden 2009



Rok 2008 byl pohromou pro většinu investorů, rok 2009 bude pohromou pro mnoho podniků a jejich zaměstnance. Z dlouhodobého pohledu je ale tento ozdravný proces ekonomiky žádoucí. A co přinese rok 2009 investorům? Vše lze shrnout do třech slov: „Nic není nemožné.“ Přesto se v tomto výhledu již tradičně pokusíme poukázat na zajímavé investiční příležitosti. Ale pozor, většina má spíše dlouhodobý charakter, protože krátkodobé odhady mají dnes důvěryhodnost

politického projevu před volbami. V listopadu jsme se podrobně věnovali akciím a REITs. Tentokrát je ve výhledu největší prostor věnován dluhopisům a komoditám.

1. Ekonomický přehled

V listopadovém investičním výhledu jsem se snažil popsat příčiny a průběh finanční krize a hospodářské recese. Vysvětlili jsme si, že fungující finanční sektor a zejména úvěrové bankovníctví je nezbytným předpokladem pro hospodářský růst. Ukázali jsme si, jak mohou ekonomický vývoj ovlivnit klesající ceny nemovitostí a nesplácené hypotéky. Zmínil jsem se také o zamrznutí mezibankovního trhu, vzájemné nedůvěře mezi bankami a neochotě půjčovat. Pojdme se nyní podívat, jak se situace vyvíjí.

Finanční krize – nejhorší je za námi

Od října došlo na mezibankovním trhu k obrovskému zlepšení, o čemž nejlépe vypovídá vývoj TED spreadu. Na grafu číslo 1 je zachycen tříměsíční dolarový LIBOR (London InterBank Offered Rate), což je průměrný tříměsíční úrok, který si mezi sebou účtují londýnské banky na dolar. LIBOR slouží jako benchmark pro zbytek světa. Na ročním grafu je krásně vidět říjnový vrchol, kdy si v důsledku nedůvěry banky přestaly mezi sebou půjčovat peníze, nabízené úroky letěly strmě nahoru. Od listopadu se situace postupně uklidňuje. Aktuálně se tříměsíční dolarový LIBOR pohybuje v rozmezí 1,1–1,2, jinými slovy banky si mezi sebou půjčují dolar za zhruba 1,15%, zatímco v říjnu loňského roku to bylo až 4,82%.

Graf 1: \$LIBOR (3 měsíce)



Zdroj: Bloomberg

Samotný LIBOR by nám nic neřekl bez znalosti úrokových sazeb vyhlášených centrální bankou. V případě Fedu se nyní nejedná o pevně danou sazbu, ale o cílové pásmo do 0,25%. Banky si tak momentálně účtují o zhruba 90 bazických bodů více. Oproti říjnu obrovské uvolnění. Avšak v porovnání s červencem 2007 jde stále o poměrně vysoké číslo, tehdy se LIBOR pohyboval dokonce jen 12 bazických bodů nad sazbou Fedu.

Jako ukazatel reálných sazeb se vžil úrokový výnos u tříměsíčních Treasury Bills. Ty se dokonce krátce obchodovaly i se záporným výnosem. Momentálně se úrokový výnos pohybuje okolo 0,1%. Na grafu číslo 2 je zachycen vývoj úrokového výnosu tříměsíčních Treasury Bills na tříleté periodě.

Graf 2: Treasury Bill Yield (3 měsíce)


Zdroj: Bloomberg

Graf 3: TED spread


Zdroj: Bloomberg

Porovnáním tříměsíčního dolarového LIBORu a úrokového výnosu tříměsíčních Treasury Bills dostáváme tzv. TED spread. V říjnu dosáhl TED spread krátkodobého maxima ve výši 4,65. Aktuálně činí zhruba 1,05. Vývoj TED spreadu na roční periodě je zachycen na grafu číslo 3.

Výrazné zlepšení je vidět také na grafu číslo 4 (na další straně), kde je zobrazen vývoj průměrné úrokové sazby u běžných třicetiletých hypoték v USA. Efekt rychlého snižování úrokových sazeb Fedem se postupně přenáší na konečné spotřebitele. Zatímco ještě na podzim se úroky u

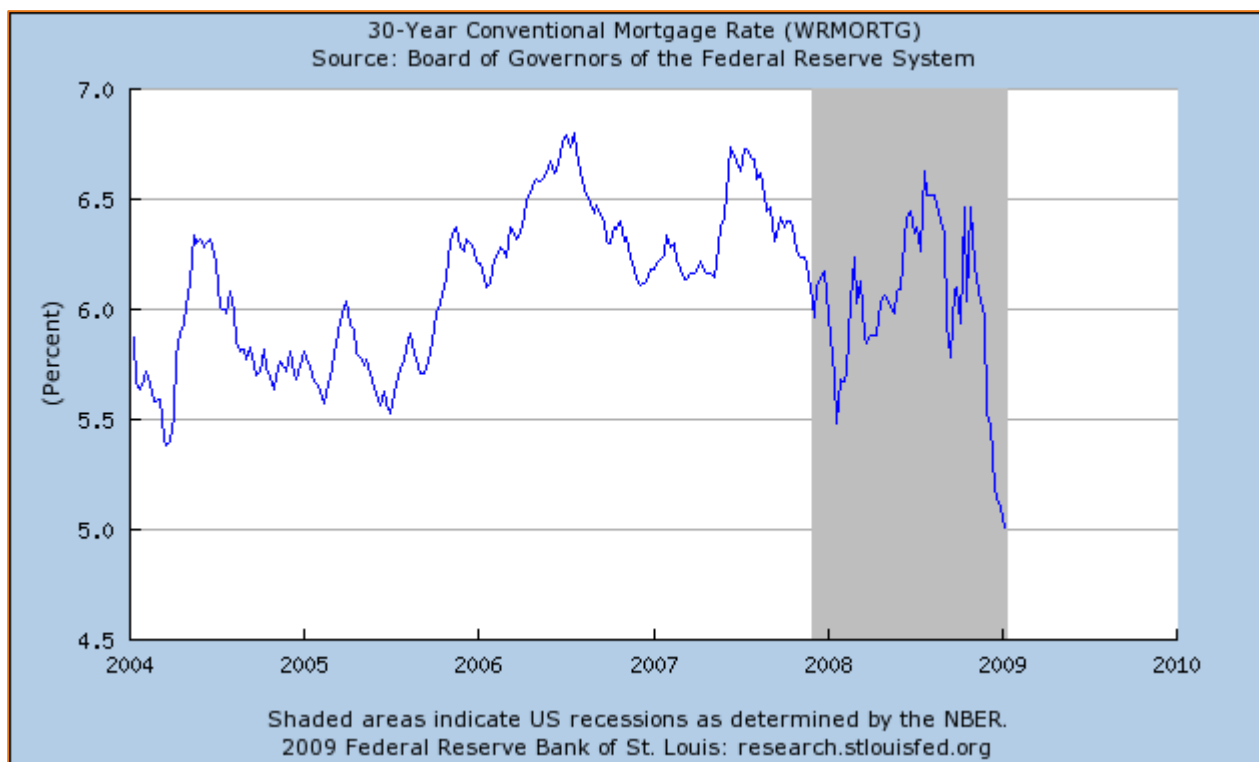
třicetileté hypotéky pohybovaly v průměru až okolo 6,7%, nyní už se nabídky bank dostaly dokonce pod 5%. Stále je zde prostor pro další snižování. Ale je zde patrné značné uvolnění. Mnoho dlužníků tak může refinancovat své hypotéky novými s nižší sazbou. Také v České republice lze v roce 2009 očekávat postupné snižování úroků u hypoték.

Finanční trhy ještě nejsou zcela v normálu, ale je zde patrný značný pokrok. Zdá se, že finanční krize by mohla být minulostí. Ovšem nelze vyloučit, že se situace opět zhorší. Citigroup, Bank of America, AIG nebo Royal Bank of Scotland ohlásily děsivé hospodářské výsledky za čtvrtý kvartál roku 2008. Další budou následovat. Stačí, aby některá větší banka zkrachovala, a mezibankovní trh opět zamrzne (vzpomeňte na Lehman Brothers). Nezbývá než doufat, že se vlády poučili a stejnou chybu neudělají, tedy že tyto velké instituce nenechají nyní padnout. Možná by si to zasloužily, ale



mělo by to katastrofický dopad na celý svět. Čili když to shrneme, situace na finančních trzích vypadá nadějně, ale neříkejme hop, dokud jsme nepřeskočili.

Graf 4: Průměrná úroková sazba pro hypotéky (30 let) v USA



Ačkoliv finanční krize by mohla být historií, globální hospodářská recese teprve kulminuje. Není pochyb, že jde o nejsilnější recesi po druhé světové válce. Recese bude hluboká a dlouhá a následné oživení velmi pomalé. Nejde však o ekonomickou krizi, nebo konec kapitalismu. Svět pouze potřebuje projít ozdravným procesem, jakousi dietou po dlouhém období přejídání se.

Co je to recese?

Recese označuje situaci, kdy klesá reálný hrubý domácí produkt (dle definice dvě čtvrtletí po sobě). Jde o běžnou část ekonomického cyklu, kdy růst střídá pokles. Historicky celkový produkt, resp. spotřeba, globální ekonomiky roste. Logicky už jen proto, že roste počet lidí na Zemi, což se projevuje jak na vstupech (více pracovní síly), tak na výstupech (více spotřebitelů). Dlouhodobě udržitelný růst celkového produktu bez vlivu rostoucí populace pak musí být založen na zefektivňování, tedy například zavádění nových technologií. To se na výstupech projevuje rostoucí životní úrovní obyvatel.

V praxi však dochází k tomu, že v dobách ekonomického růstu (konjunktury) necítí firmy potřebu zefektivňovat, na místo toho se nechávají více a více uchlácholit růstem, těší se z pohodlí a efektivita upadá. Do oboru vstupují noví a noví hráči, protože dosahovat zisku je přeci tak snadné. Na opačné straně trhu stojící spotřebitelé se mají také dobře, rostou jim příjmy, roste jejich životní úroveň, a tak utrácí víc a víc



a spoří méně a méně. Roste poptávka i nabídka a všichni se mají dobře. Jenomže jen do té doby, dokud se trh nepřejí.

Nynější recese bude silná a dlouhá

Tentokrát se jako první přesytil segment residenčních nemovitostí a spustil lavinu, která se nyní valí přes všechny cyklické sektory ekonomiky a bere s sebou dokonce i mnohé účastníky z necyklických sektorů. Dlouhou dobu jsme se přejídali, nyní musíme absolvovat dietu, ať se nám to líbí, nebo ne. Snaha stimulovat další "žranici" nemá z ekonomického hlediska žádný pozitivní efekt, jen oddálí a prodlouží následnou nutnou dietu. Jelikož jsme se přejídali opravdu dlouho (skoro 30 let) a navíc velmi nezdravě (až příliš na dluh), bude nynější recese hluboká a bude se táhnout dlouho. Tento proces je však přirozený a z dlouhodobé perspektivy užitečný, neboť pročistí trh od neefektivity a přivede spotřebitele ke zdravější výživě.

Denně se teď na nás sypou špatné makroekonomické zprávy. Oficiálně už jsou v recesi USA, EU i Japonsko. Neoficiálně je v recesi celý svět. Klesá průmyslová výroba, tržby obchodníků a světový obchod. Naopak prudce roste nezaměstnanost. Lidé mají strach, méně spotřebovávají a více spoří. Vše nahrává pokračujícímu poklesu spotřeby domácností, tedy i prohlubující se recesi. Než dojde k obratu a světová ekonomika se opět dostane do fáze konjunktury, to může ještě rok, dva trvat. Důležité však je, že ani po obratu nelze čekat prudké oživení, spíše pomalé. Po zkušenostech z této recese totiž lidé budou více tíhnout k úsporám a budou opatrnější ve spotřebě na dluh.

Proč je recese užitečná?

Pohledem jedince je těžké vidět na stávající situaci něco pozitivního. Hodnota jmění (akcie, nemovitosti) klesá, příjmy nerostou, práce je nejistá atd. Jedinou útěchou tak pro spotřebitele je deflace (klesající ceny zboží), což je zase naopak postrachem ekonomiky. Ale zkuste se na chvíli podívat na věc z nadhledu a zároveň pohledem do dálky. Není silná recese přesně tím, co svět potřebuje? Nepotřebují náhodou lidé srazit z oblaků zpátky nohama na zem? Nepotřebujeme náhodou omezit nadbytečnou výstavbu nových bytů, nadbytečnou výrobu nových aut apod.? Nepotřebujeme hledat úsporná opatření, zamezit plýtvání zdrojů, hledat nové zdroje energie a vymýšlet nové technologie? Nechceme snad, aby firmy nabízely užitečnější výrobky a služby, aby byly více nuceny být lepší než konkurence? A nepotřebují mnohé vlády ve světě (zejména západní) poučit, že v době ekonomického růstu je potřeba šetřit, aby v době recese byly prostředky na vládní projekty, které mohou zmírňovat dopad recese na obyvatele a stimulovat nový růst?

Jestli stále nechápete, proč mluvím o pročištění trhu od neefektivity, tak se zkuste například podívat, kolik ve vašem městě funguje realitních agentur. V Brně jich jsou stovky. Tipuji, že minimálně polovina z nich ukončí do dvou let činnost. Přežijí jen silnější, ty, které dovedou fungovat efektivně, a ty, které nabízí oproti konkurenci nějakou přidanou hodnotu. Brněnský trh nepotřebuje tolik "realitek". Bude jediné dobře, když si část lidí i kapitálu z tohoto segmentu najde uplatnění jinde. Možná se ptáte kde? Na to neexistuje předem odpověď. Od toho je právě důležitá recese, ta stimuluje myšlení. Objeví se lidé s novými nápady. Přijdou nové produkty a nové služby. Tak to při recesích vždy bylo a tak tomu bude i tentokrát.



Slovo krize má asi nějaký magický náboj

Nicméně ještě jednou opakuji, procházíme normální recesí, i když hlubokou a dlouhou, největší od druhé světové války. Stále je to normální recese. Slovo "krize", pokud jde o vývoj světové ekonomiky, není na místě. Situaci však do značné míry umocňuje mediální masáž ve stylu „*Krize tady, krize tam, krize všude, kam se podívám.*“ Asi tušíte, že když se o něčem příliš mluví, lidé se podle toho začnou chovat a svým jednáním situaci skutečně vyvolají. Média bohužel velmi pomáhají prohlubovat současnou recesi. I když ono je to možná jediné dobře. Má-li se člověk změnit, potřebuje pořádnou facku, jemná facka nestačí.

Dnes se o krizi mluví na každém rohu. Jeden úsměvný příklad z praxe. Po roce jsem si byl s kamarády zahrát ping-pong. A jeden mi hned říká: „*Nemlať do toho tolik, vždyť je krize, rozbiješ míček a ty jsou drahé.*“ Situace je sice vážná, nikoliv však zoufalá. Dokud máme co jíst, tak není důvod k panice. Přežili jsme předchozí recese, přežijeme i tuto. Pro některé to bude období úpadku, pro jiné zase období příležitostí. Záleží na každém z nás, kde chceme být. Já mám jasno.

2. Akcie

O akciích jsem mnoho psal v listopadovém výhledu a od té doby se v podstatě nic nezměnilo, takže tentokrát budu velmi stručný. V tabulkách 1 a 2 jsou výsledky "nej" regionů a hospodářských odvětví za rok 2008.

Graf 5: index MSCI South Africa



Zdroj: Bloomberg

Tabulka 1: Top/Flop roční vývoj akcií dle indexů MSCI k 31.12.2008

TUNISIA	-1,90%
MOROCCO	-9,37%
SOUTH AFRICA	-18,81%
COLOMBIA	-19,38%
CHILE	-19,72%
LEBANON	-21,80%
KENYA	-25,56%
QATAR	-28,26%
MEXICO	-28,92%
UNITED KINGDOM	-31,55%
SLOVENIA	-63,99%
GREECE	-65,36%
BELGIUM	-65,79%
AUSTRIA	-67,36%
PAKISTAN	-68,40%
IRELAND	-71,33%
RUSSIA	-72,57%
UNITED ARAB EMIRATES	-73,20%
UKRAINE	-75,47%
BULGARIA	-81,66%

Zdroj: MSCI

Vítězové a poražení v roce 2008

Všimněte si, kolik je mezi nejhoršími regiony evropských trhů, a to nejen z rozvíjející se Evropy, ale dokonce i Irsko, Rakousko, Belgie a Recko. Investoři jasně dávají najevo obavy, že Evropa odskáče finanční krizi a hospodářskou recesi hůře než zbytek světa. Hlavním problémem Evropy je vysoká zadluženost domácností i veřejného sektoru. V relativním srovnání jsou některé evropské země v horší situaci než USA.

V odvětvích si první příčku udržely tabákové produkty následované dalšími necyklickými oblastmi. Překvapivě dobré výsledky ale zaznamenaly také některé cyklické akcie, například autodopravci. V poli poražených tvoří většinu komoditní akcie. Velmi špatné výsledky zaznamenaly také mnohé mediální firmy.

Odhadovat vývoj akcí pro rok 2009 nemá takřka smysl. Můžeme být svědky dalších pádů, ale stejně tak i nečekaného obratu trendu. („Děkujeme za radu.“) Jisté je jen jedno, rok 2009 se ponese ve znamení vysoké volatility.

Akcie nabízí atraktivní příležitosti

Přestože další vývoj akcí je prozatím velmi nejistý, považuji nyní právě akcie za dlouhodobě nejlepší investici. Ovšem nedoporučuji kupovat trh jako celek, ale velmi pečlivě vybírat jednotlivé tituly, nebo tuto činnost přenechat profesionálům. Bez ohledu na další vývoj na trzích lze nyní najít společnosti, jejichž hodnota se jeví větší, než na kolik je oceňuje trh. Tak je možné pořídit akcie s růstovým potenciálem v desítkách i stovkách procent. Nebo je možné pořídit stabilní dividendové společnosti za ceny, o kterých by se člověku před rokem ani nesnilo.

Tabulka 2: Top/Flop roční vývoj akcí v USA dle odvětví k 2.1.2009

Tobacco Products Other	23,22%
Discount Variety Stores	12,69%
Auto Parts Stores	5,06%
Education & Training Services	2,02%
Biotechnology	1,19%
Home Improvement Stores	0,49%
Trucking	-1,82%
Long Distance Carriers	-2,45%
Toys & Games	-3,12%
Restaurants	-3,52%
Nonmetallic Mineral Mining	-63,93%
Publishing - Newspapers	-64,96%
Property Management	-65,96%
Aluminum	-66,11%
Silver	-66,41%
Marketing Services	-68,77%
Processing Systems & Products	-72,30%
Resorts & Casinos	-79,13%
Mortgage Investment	-80,86%
Broadcasting - Radio	-85,77%

Zdroj: Yahoo

Připomínám, je potřeba vybírat pouze akcie s dobrými fundamenty. Prvně by akcie měla být relativně levná vůči budoucím očekávaným ziskům společnosti, potažmo vůči

Graf 6: index MSCI Russia



Zdroj: Bloomberg

budoucím potenciálním dividendám, případně by její tržní hodnota měla být nižší než čisté obchodní jmění. Zadruhé by vzhledem k současné situaci neměla být nezdravě zadlužená a měla by mít dostatek oběžných aktiv. A za třetí doporučuji dávat přednost defenzivním akciím z málo postižených oblastí ekonomiky, případně volit akcie, u kterých jste si opravdu velmi jistí, že firma ustojí recesi a nezkrachuje.

Ještě bych rád zdůraznil jednu věc. Je obrovský rozdíl mezi jednorázovými a pravidelnými investicemi. Kdo spravuje větší kapitál, musí pečlivě vybírat akcie.

Kdo však kapitál teprve akumuluje pomocí pravidelných investic, ten by se neměl současným vývojem na trzích vůbec zneklidňovat, ale pokud mu to jeho finanční

situace umožňuje, tak přikupovat za vyšší částky. Vřele doporučuji k přečtení článek [Jak investovat v době krize I – pravidelné investice](#) na stránkách www.finez.cz.

Hlavní favorité? Komoditní akcie a BRIC

Teoreticky je možné najít atraktivní akcie v jakémkoliv odvětví a v jakémkoliv regionu. Obecně se mi ale fundamentálně nejlépe jeví odvětví životního pojištění, telekomunikací a potravinářský průmysl. Z dlouhodobého hlediska nabízí mnoho zajímavých příležitostí sektor utilit (speciálně třeba vodní infrastruktura nebo waste management), dále nemovitostní, komoditní a zemědělské akcie.

Z regionálního hlediska bych se vyhýbal vysoce zadluženým státům, jako je např. Itálie, Velká Británie, Irsko, Portugalsko, Řecko, Argentina, Libanon, Egypt či Belgie. Doporučuji se držet primárně rozvinutých trhů USA a EU a z rozvíjejících se trhů především velkých hráčů, tzn. trhů BRIC (Brazílie, Rusko, Indie a Čína), Mexika, Indonésie či Turecka. Upozorňuji, řeč je dlouhodobém horizontu. České akcie se na první pohled sice jeví cenově atraktivní, ale fundamentálně lze ve světě najít atraktivnější tituly. Vzhledem k velikosti českého trhu by také české akcie měly tvořit pouze nepatrnou část portfolia.

Graf 7: index MSCI Ireland



Zdroj: Bloomberg

3. Dluhopisy

Poprvé jsem se rozhodl zařadit do výhledu také oblast dluhopisů. Vedle akcií jde o tradičně druhou nejvýznamnější třídu aktiv, proto považuji za správné jí také věnovat pár řádků.

Na začátek by bylo dobré si říct alespoň základní charakteristiky trhu dluhopisů. Dluhopis si lze představit jako úvěr, se kterým se dá veřejně obchodovat. Dlužník se zavazuje splatit věřiteli jistinu plus úrok. Jistina se zpravidla splácí celá až při splatnosti dluhopisu a úrok se buď platí každoročně (či v jiných intervalech), nebo se načítá a vyplácí společně s jistinou až ke dni splatnosti. V nejběžnější podobě bývá úrok pevně stanoven, ale může mít i variabilní formu a odvíjet se od nějaké proměnné, například od inflace.

Dluhopisy velmi čile vydává stát, když potřebuje sehnat peníze na pokrytí deficitu rozpočtu. Pak mluvíme o tzv. státních (nebo také vládních) dluhopisech. Dluhopisy vydávané jinými emitenty z veřejného sektoru bývají obecně označovány za municipální. Dluhopisy ale často emitují také firmy, obvykle když potřebují sehnat finance na investice do rozvoje. V takovém případě se dluhopisy označují za firemní (nebo také korporátní). Mezi municipálními a korporátními dluhopisy je z pohledu investora obrovský rozdíl v riziku, více dále.



Na první pohled jednoduchá investice s pevně daným výnosem (pokud tedy není úrok variabilní). Ovšem to lze říct pouze v případě držení dluhopisu od emise až do splatnosti. V průběhu životnosti může tržní cena kolísat a někdy dost výrazně. Jelikož naprostá většina investorů chce vidět "nepřetržitý" růst, mohou být někdy zklamáni.

Vliv úrokových sazeb a doby do splatnosti

Kromě toho, že cena dluhopisu v průběhu roku roste s blížící se dobou výplaty úroku, aby po výplatě úroku cena dluhopisu o tento úrok poklesla (podobně jako v případě dividendy u akcie), najdeme několik faktorů, které mají na tržní cenu dluhopisu výrazně větší vliv a mohou tak dostat cenu značně pod či nad jmenovitou hodnotu dluhopisu (jistinu).

Prvním faktorem je výše úrokových sazeb. Při zvýšení úrokových sazeb se od nově emitovaných dluhopisů očekává vyšší úroková prémie než u stávajících obchodovaných. Tudíž o dluhopisy s nižší úrokovou premií přestává být takový zájem a jejich cena klesá. Opačný scénář následuje při snížení úrokových sazeb.

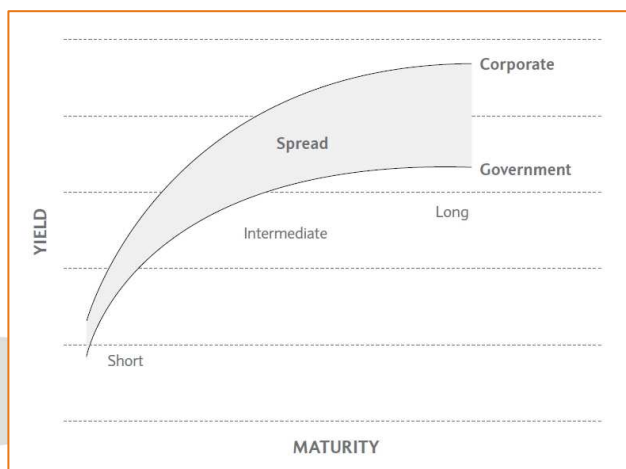
Druhým faktorem je doba do splatnosti dluhopisu. Čím delší je doba do splatnosti, tím volatilnější je dluhopis. Důvod je prostý, vezměme si například zvýšení úrokových sazeb o 0,5%. Mám-li možnost koupit dluhopis s úrokovou premií větší o 0,5% a splatností 10 let, znamená to pro mě za dobu deseti let daleko větší rozdíl ve výnosech než stejné zvýšení úrokové premie o 0,5% u jednoletého dluhopisu. V prvním případě budu inkasovat celkem deset let každý rok o 0,5% vyšší yield (úrokovou premií), ve druhém případě se jedná pouze o jednu splátku.

Kreditní riziko

Třetím faktorem je bonita (rating) emitenta, nebo z opačného pohledu riziko, že emitent nedostojí svým závazkům. Toto riziko se zpravidla označuje jako kreditní. Čím vyšší kreditní riziko emitenta, tím vyšší úrok musí u dluhopisů nabídnout, aby je investoři nakoupili. Dle bonity emitenta dělíme dluhopisy na dvě skupiny – investičního stupně a spekulativního stupně (často nazývané jako junk bonds, nebo high yield bonds).

Kreditní riziko pochopitelně roste s dobou do splatnosti dluhopisu. Čím delší doba do splatnosti, tím vyšší riziko, že během této doby emitent zkrachuje. Výše úrokové premie dluhopisu tak závisí na bonitě emitenta, době do splatnosti a výši tržních úroků. Vztah mezi úrokovou premií a dobou do splatnosti vyjadřuje tzv. výnosová křivka. Na grafu číslo 8 jsou znázorněny výnosové křivky pro státní a korporátní dluhopisy a spread mezi nimi (čím nižší bonita emitenta, tím je spread oproti státním dluhopisům vyšší). Při změně tržních úrokových sazeb se pak celá výnosová křivka posouvá nahoru, nebo dolů.

Graf 8: Výnosová křivka dluhopisů



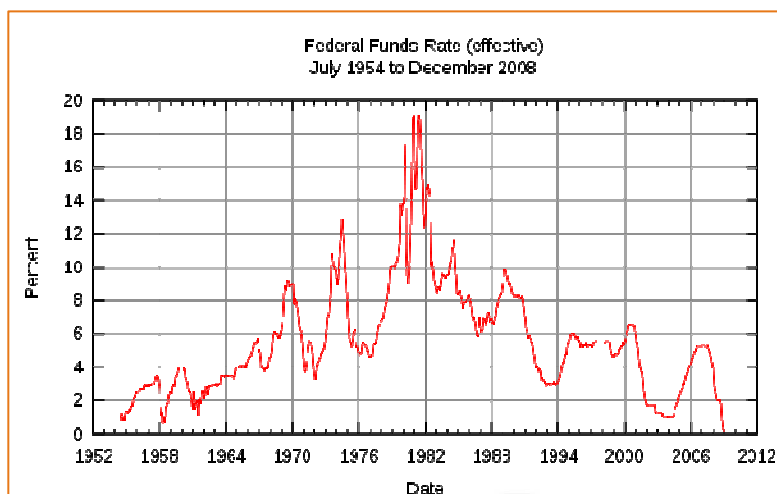
Zdroj: *Barclayes*

Příklad změny tržní ceny

A teď to nejdůležitější. V praxi se výnosová křivka dluhopisů neustále mění, například tím, že dojde ke změně úrokových sazeb, nebo se třeba zhorší důvěra investorů v emitenta a požadují vyšší rizikovou prémii, aneb vyšší úrok u dluhopisu. Avšak parametry jednou vydaného dluhopisu jsou pevně dané. Řekněme, že před deseti lety vydala firma dvacetileté dluhopisy s úrokovou premií 6%. Dnes má ale firma finanční problémy a investoři by od nově emitovaných desetiletých dluhopisů požadovali roční úrokovou prémii ve výši 8% (hypoteticky aniž by k takové emisi dluhopisů vůbec došlo).

V praxi to znamená, že investoři požadují 8% výnos, nikoliv 6%, jinak řečeno budou ochotni dluhopis koupit za nižší než nominální cenu. V daném případě jde o cenu, při které bude úroková premie každý rok přinášet 8%. Kdyby tedy například jmenovitá hodnota původně vydaného dluhopisu činila 1000 korun a úroková premie 60 korun ročně (po dobu 10 let), tak těchto 600 korun musí být 8% z tržní ceny dluhopisu. Investoři by tak byli ochotni koupit dluhopis za cenu 889 korun.

Graf 9: Fed Funds Rate



Zdroj: Wikipedia

Výnos do splatnosti

V reálu se nepočítá s prostým výnosem jakožto sumy úrokových premií, ale s tzv. výnosem do splatnosti (YTM = yield to maturity), což není nic jiného než vnitřní míra výnosnosti investice. Oproti výše uvedenému příkladu se výnos do splatnosti počítá formou složeného úročení, neboli se předpokládá reinvestice inkasovaných úrokových premií. V našem případě by při tržní ceně 889 korun, úrokové premií 6% a desetileté splatnosti vycházel výnos do splatnosti na 6,05% p.a.

Čím vyšší výnos do splatnosti investoři požadují (při daných úrokových sazbách a bonitě emitenta), tím nižší je tržní cena dluhopisu a opačně. Čili když vzrostou úrokové sazby, investoři automaticky chtějí vyšší výnos i u dluhopisu a jeho tržní cena tak klesá. Naopak pokles úrokových sazeb se projeví růstem tržní ceny dluhopisů. Podobně když vzroste kreditní riziko emitenta, investoři automaticky chtějí vyšší výnos a tržní cena dluhopisu poklesne.

Nyní už dost teorie a pojďme do skutečného světa dluhopisových investic. Poslední půl rok se nese ve znamení klesajících úrokových sazeb a zvýšeného kreditního rizika. Jak se tato situace projevuje u dluhopisů? U nejméně rizikových dluhopisů poklesem požadovaných výnosů (tedy růstem tržní hodnoty dluhopisů) a u nejrizikovějších dluhopisů naopak růstem požadovaných výnosů (čili poklesem tržní hodnoty dluhopisů).



Vládní dluhopisy rozvinutých trhů jsou za zenitem

Vládní dluhopisy rozvinutých trhů jsou považovány za jednu z nejbezpečnějších investic, zejména pokud jde o dluhopisy americké, britské, švýcarské, německé a japonské. Klesající úrokové sazby posouvají výnosovou křivku těchto dluhopisů dolů a ženou tak tržní ceny nahoru. Avšak snižování úrokových sazeb je zde pomalu u konce. USA a Japonsko už nemají kam sazby snižovat (viz graf č. 9 zobrazující pokles Fed Funds Rate až do dnešního pásma 0-0,25%).

Graf 10: iShares Barclays US Long-Term Treasury Bond Fund



Zdroj: Bloomberg

Americké dluhopisy se nyní kupují spíše kvůli relativně bezpečnému uložení dolarů a preferovány jsou krátké splatnosti. U delších splatností začátkem roku došlo ke korekci, úrokové výnosy mírně vzrostly a tržní ceny dluhopisů poklesly. Evropské vládní dluhopisy mají ještě potenciál pár procentních bodů povyřít v důsledku dalšího snižování úrokových sazeb, ale toto snížení je trhem očekáváno a v cenách dluhopisů již částečně promítnuto, takže potenciál růstu cen dluhopisů je i zde už poměrně malý. Naopak pozor na dluhopisy silně zadlužených zemí jako je Řecko, Itálie, Španělsko či Irsko. Zde hrozí další růst rizikové prémie, tudíž pokles tržních cen dluhopisů.

České státní dluhopisy

Dále tu máme vládní dluhopisy rozvíjejících se zemí. Do této kategorie spadají i české vládní dluhopisy. Ač v naší zemi považovány za bezpečnou investici, z pohledu světa jde o rizikovou investici, protože spadáme do škatulky rozvíjející se Evropy, která je aktuálně vnímána jako rizikovější region než jihovýchodní Asie či latinská Amerika. Ekonomické problémy Maďarska, Ukrajiny a Pobaltí společně s padajícím kurzem polského zlotého působí na zahraniční investory asi podobně jako repelent na komáry. To tlačí kurz koruny dolů, ale také zvyšuje požadované výnosy u vládních dluhopisů, takže jejich cena i přes pokles úrokových sazeb v poslední době poklesla.

Graf 11: iShares JP Morgan USD Emerging Markets Bond Fund



Zdroj: Bloomberg

Této situaci mohou nyní využít konzervativní investoři, zejména institucionální. Například státní dluhopis s expirací v roce 2020 a úrokovou premií 3,75% má nyní výnos do splatnosti okolo 5% p.a. Ovšem je nutné počítat s výkyvy tržní hodnoty



cenného papíru. Ekonomická situace ve středoevropském a východoevropském regionu se může zhoršit a zapříčinit další odliv kapitálu. Pokud investor bude dluhopis držet až do splatnosti a Česká republika nezkrachuje, tak si může takto zajistit výnos 5% p.a. za 11 let. V průběhu této doby se ale tržní hodnota dluhopisu může krátkodobě dostat i do záporných čísel.

Emerging markets dluhopisy dlouhodobě velmi atraktivní

V podobné situaci se nachází vesměs všechny emerging markets, avšak výnosy do splatnosti se zde velmi liší dle kreditního rizika. Česká republika se těší investičnímu ratingu A+/A se stabilním výhledem od Standard&Poor's. V zemích se spekulativním stupněm ratingu se výnosy do splatnosti u dlouhodobých dluhopisů pohybují i nad 20% p.a., ukázkovým příkladem je třeba Argentina. Požadované výnosy investorů odpovídají riziku.

Investice do dluhopisů emerging markets by mohly na střednědobém až dlouhodobém horizontu přinést dvouciferné výnosy, doporučuji zde ale velmi širokou diverzifikaci a výběr konkrétních dluhopisů nechat na portfolio manažerech. Krátkodobě je nutné počítat s vysokou volatilitou a možným prohloubením poklesu tržní hodnoty (o to víc ale případně roste výnos do splatnosti).

Graf 12: iBoxx Investment Grade Corporate Bond Fund



Zdroj: Bloomberg

Korporátní dluhopisy investičního stupně

Firemní dluhopisy zažily na podzim klinickou smrt, a to i dluhopisy s nejkvalitnějším ratingem. Výnosy do splatnosti zejména u dlouhých splatností prudce vystřelily nahoru a tržní ceny dluhopisů se během týdne propadly až o 20 a více procent. Ještě

Graf 13: iBoxx High Yield Corporate Bond Fund



Zdroj: Bloomberg

dokonce roku se ale situace uklidnila, a většina "kvalitních" dluhopisů se tak nyní obchoduje jen s mírným diskontem (podobně jako české státní dluhopisy). Výnosy do splatnosti jsou ale poměrně zajímavé. Kvalitní korporátní dluhopisy by tak na krátkodobém až střednědobém horizontu mohly překonat výnosy z akcií.

High Yield dluhopisy velmi rizikové

Poslední kategorií dluhopisů běžně dostupných i drobným investorům například prostřednictvím podílových fondů jsou tzv. high yield dluhopisy, aneb korporátní dluhopisy spekulativního stupně. Na podzim je také postihla mrtvice, avšak na rozdíl od dluhopisů investičního stupně se tyto rizikové

dluhopisy dodnes nevzpamatovaly. Výnosy do splatnosti se aktuálně pohybují okolo 30% p.a. Očekávaná míra defaultů je srovnatelná s depresí ve třicátých letech. Pokud bude skutečná míra úpadků firem nižší, přinesou high yield dluhopisy na střednědobém až dlouhodobém horizontu tučné zisky. Nutno však upozornit, že riziko krátkodobých výkyvů i velkého počtu defaultů je vysoké.

Zatímco akcie čelí pádům svorně po celém světě a napříč všemi sektory, vývoj u dluhopisů je rozličný dle kreditního rizika emitenta. Trh dluhopisů (vyjma vládních dluhopisů rozvinutých trhů) nyní nabízí zajímavé příležitosti díky diskontu oproti nominální hodnotě. Avšak potenciálním výnosům odpovídá i zvýšené riziko. Proto doporučuji před jakoukoliv investicí své záměry konzultovat s profesionály.

4. Komodity

Rok 2008 nebyl pohromou jen na akciových trzích. Výprodeje postihly také komoditní trhy. Až do června komodity rostly jako houby po dešti. Pak přišel červenec, ozvala se rána a komodity byly v mínusu dřív než bys řekl "bublina".

Tabulka 3: Vývoj vybraných komodit v roce 2008

Mnohokrát jsem ve druhém čtvrtletí zrazoval investory od nákupů ropy, pšenice a dalších komodit. Mnohokrát jsem upozorňoval, že poptávka už neporooste a nabídka je dostatečná, že celý "komoditní boom" je jen spekulativní bublina. A mnohokrát jsem také varoval krátkodobě před trhy, které na komoditách stojí, jako jsou Rusko nebo Brazílie.

Pět let jsem investorům doporučoval ropu, potraviny a latinskou Ameriku. V květnu dostali klienti FINEZ Investment Management doporučení k prodeji. Kdo poslechl, přišel o závěrečnou fázi růstu, ale také zavčas utekl před následným tornádem. Výsledky za rok 2008 hovoří za vše. Nyní je opět čas začít s nákupy komoditních akcií, ale nepředbíhejme.

Průmyslové komodity

Komodity lze ze své podstaty rozdělit na průmyslové, zemědělské a drahé kovy. Mezi průmyslové komodity patří jednak energetické suroviny (ropa, zemní plyn...) a dále průmyslové kovy (měď, hliník...). Právě průmyslové komodity zažily v uplynulém roce největší pád, jsou totiž úzce závislé na vývoji ekonomiky, proto se také někdy označují jako cyklické komodity.

Celý svět upadl do spotřebitelské recese. Klesající spotřeba tlačí dolů výrobu a zároveň se přestávají

Kakao	69,80%
Rýže	13,66%
Zlato	5,58%
Cukr	4,20%
Vepřové maso	3,66%
Hovězí maso	-9,54%
Kukuřice	-15,00%
Dřevo	-18,92%
Káva	-20,21%
Stříbro	-23,56%
Zemní plyn	-23,86%
Sója	-24,21%
Oves	-28,59%
Bavlna	-29,63%
Pšenice	-32,60%
Hliník	-35,07%
Řepka	-38,37%
Cín	-38,77%
Platina	-40,59%
Mléko	-43,90%
Palmový olej	-45,64%
Paladium	-49,85%
Zinek	-50,96%
Topný olej	-51,31%
Pomeranč. koncentrát	-51,46%
Měď	-55,82%
Níkl	-59,29%
Ropa WTI	-60,77%
Olovo	-63,29%
Rhodium	-79,54%

Zdroj: OnVista

budovat nové výrobní kapacity, oboje znamená nižší spotřebu komodit. Klesá-li poptávka po komoditách při nezměněné nabídce, zákonitě musí jít ceny komodit dolů. Jak klesá cena, postupně někteří producenti omezují těžbu. Až se nabídka vyrovná poptávce, stabilizuje se cena. Tak funguje trh.

Nyní jsme ve fázi, kdy ještě klesá poptávka, ale tento pokles už se pravděpodobně brzy zastaví. Zato omezování nabídky je teprve na začátku. Z toho lze usuzovat, že pokles cen průmyslových komodit je u konce a postupně by se měla stabilizovat jejich cena (mírný růst). Ovšem má to jeden háček, který je nejlépe vidět u ropy. Jelikož produkce (nabídka) komodit nebyla doteď příliš snižována, vytvořila se za poslední půl rok poměrně velká nadprodukce. To znamená, že i když se nyní bude produkce snižovat (zejména z důvodu, že mnoha producentům se při stávajících cenách těžba nevyplatí), stále tu bude několik měsíců příliš velký převis nabídky nad poptávkou.

Proto se domnívám, že průmyslové komodity v čele s ropou mohou ještě klesnout výrazně níž. V době, kdy tento výhled zpracovávám, se ropa obchoduje okolo 50 dolarů za barel. Nepřekvapilo by mě, kdyby se v nejbližších týdnech či měsících dostala na cenu okolo 30 dolarů. Za střednědobě férovou cenu ropy však i nadále považuji rozmezí 70-100 USD, jak jsem psal již v červnu loňského roku, v době, kdy ropa lámala rekordy, a analytici se předháněli, kdo položí na stůl vyšší číslo. Očekávané prohloubení poklesu je pouze krátkodobý důsledek neochoty omezit včas produkci. Posléze by se měly ceny stabilizovat o něco výše.

Graf 14: Ropa WTI (spot)


Zdroj: Finanzen

Graf 15: Zlato (spot)


Zdroj: Finanzen

Přechodně velmi nízké ceny průmyslových komodit mají však jeden skrytý dlouhodobý důsledek. Většina projektů, které měly přinést nové těžební kapacity, má dnes nucenou dovolenou. Momentálně by tyto kapacity byly pochopitelně přebytné, těžba se naopak omezuje. Ovšem až dojde k oživení světového hospodářského růstu, mohou se některé komodity poměrně rychle dostat do stavu nedostatku, což by hnalo ceny opět prudce nahoru. Ještě v listopadovém investičním výhledu (k dispozici na stránkách www.finez.cz) jsem hovořil o tom, že dlouhodobě očekávám u

komodit pozvolný růst. Vzhledem k hloubce propadu cen a dalším okolnostem se nyní čím dál více kloním k prudkému růstu (za rok, za dva, nebo za tři, až se opět naplno roztočí motory světového hospodářství). Na takové předpovědi je ale zatím příliš brzy.

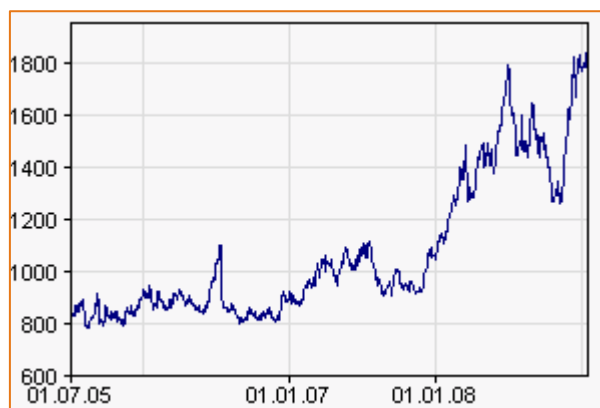


Drahé kovy

Trochu odlišný obrázek poskytují drahé kovy, zejména pak zlato, které navzdory všeobecnému trendu dokonce zakončilo rok 2008 mírně v plusu. Stříbro, platina, paladium a další vzácné kovy se poklesům neubránily. To je dáno tím, že tyto kovy i když jsou řazeny mezi drahé kovy, tak mají hlavní využití v průmyslu. Kdežto zlato slouží odjakživa jako uchovatel hodnot. V dobách vysoké inflace, v dobách nejistoty, válek a krizí, v dobách nestability měn, v dobách, kdy padají akcie... Stávající situace je pro zlato ideální živnou půdou.

Již před rokem jsem odhadoval, že zlato prolomí tisícidolarovou hranici a v průběhu roku 2008 pak poroste dál až na 1100 USD za unci. Magickou metu sice zlato pokořilo, ale od té doby jsme pouze svědky kolísání ceny v rozmezí 700-1000 dolarů. Přesto zlato krátkodobě i nadále věřím. Cena okolo 1200 USD ke konci roku 2009 rozhodně není nereálná. Dlouhodobě pak osud zlata bude záviset zejména na vývoji dolaru a inflace. Jedním z možných scénářů je, že až odezní celosvětová recese logicky doprovázená deflací (spotřebitelská recese je ze své podstaty vždy doprovázena deflací), bude následovat dlouhé období vysoké inflace. Pokud by tomu tak bylo, pak zlato bude jedním z aktiv, které si bude udržovat reálnou hodnotu (poroste s inflací). Podobně kdyby americký dolar ztrácel na hodnotě, projevilo by se to v růstu ceny zlata. Jinými slovy, dlouhodobě si zlato bude uchovávat reálnou hodnotu, avšak nelze počítat s jejím růstem, to jen nyní v důsledku strachu.

Graf 16: Kakao (spot)



Zdroj: Finanzen

Zemědělské komodity

Zcela jinak je třeba hodnotit zemědělské komodity. Ačkoliv některé se díky výrobě biopaliv také staly senzitivnější na vývoj ekonomiky, obecně jsou zemědělské komodity označovány za sezónní, neboť jejich ceny se primárně odvíjí od úrody. Rok 2008 byl v tomto směru velmi příznivý. Ještě začátkem roku panovaly obavy, že mnohých plodin bude nedostatek. Nakonec byla úroda až nezvykle dobrá. Snad jen s výjimkou kakaa, jehož cena právě v důsledku špatné úrody strmě stoupla (+70%).

Graf 17: Měď (spot)



Zdroj: Finanzen

Předpovídat, jaká bude úroda v roce 2009, postrádá jakýkoliv smysl. Avšak vzhledem k tomu, že světová poptávka po potravinách neustále mírně roste (roste počet lidí na Zemi), zatímco úroda jen stěží



bude lepší než v roce 2008, dá se očekávat růst cen. Ten může být prudký a přijít klidně v tomto roce, stačí velké sucho nebo jiné nepříznivé klimatické podmínky. A nebo může být růst pozvolný po mnoho nadcházejících let.

Je čas začít opět s nákupy

Jedno mají nyní všechny komodity (snad s výjimkou kaka) společné, z dlouhodobého pohledu jsou velmi příznivě oceněny. Sice nelze vyloučit krátkodobé prohloubení poklesu, a to zejména u průmyslových komodit, ale i tak jsou dnešní ceny dostatečně atraktivní. Myslím, že je na čase začít opět postupně nakupovat komodity.

K tomu existují obecně tři cesty. První jsou přímo kontrakty na komodity, druhá jsou komoditní indexy a třetí komoditní akcie. Obchodování s kontrakty na komodity nechte raději gamblerům pro krátkodobé spekulace. Pro pasivní dlouhodobé investice je nejjednodušší zvolit komoditní index, ať už prostřednictvím komoditních indexových fondů, nebo certifikátů. Existuje však mnoho indexů, které se liší svým složením. Proto se i před pasivní indexovou investicí raději poradte s profesionály.

Graf 18: Platina (spot)



Zdroj: Finanzen

Ve FINEZ Investment Management upřednostňujeme cestu třetí, a tou je aktivní výběr komoditních a zemědělských akcií. Pointa spočívá v tom, že s rostoucí cenou komodit roste jednak účetní hodnota firmy (ocenění zásob komodity), a jednak tržby, respektive zisky. U některých společností se toto samo o sobě projeví nadproporcionálně v ocenění společnosti, čili ve větším růstu ceny akcií oproti růstu ceny komodity. Zároveň má majitel akcie každoročně právo na podíl ze zisku společnosti formou dividendy. Ty by u některých akcií mohly vzhledem k současným cenám být za pár let i deset a více procent.

Proces aktivního výběru akcií má vždy mnoho úskalí a nejinak je tomu u komoditních titulů. Zejména musí být investor pozorný vůči ocenění potvrzených zásob a sledovat aktivitu firmy ve vyhledávání nových ložisek. Je to cesta plná dobrodružství, ale vhodná pouze pro profesionály. Drobný investor by se měl raději spokojit s Alpami nebo Tatrami a Himaláje nechat profesionálům. Dobrá zpráva je, že i v oblasti komoditních akcií Alpy existují, jsou jimi podílové fondy zaměřené na komoditní akcie.

Komodity a komoditní akcie budou v následujících letech jednou z nejlepších investic. Je však nutné investovat s dlouhodobým výhledem a přestat krátkodobé výkyvy, které budou v roce 2009 extrémní. Pokud prudké pohyby nedělají dobře vašemu žaludku, pak zůstaňte u konzervativnějších investic. Nevadí-li vám horská dráha, pak výraznou část svého portfolia postupně zainvestujte do komodit. Před jakýmkoliv investičním rozhodnutím každopádně doporučuji své záměry zkonzultovat s investičním poradcem.



5. Nemovitosti

I pro nemovitosti platí stále to samé, jsme v klesajícím trendu a v mnoha regionech teprve na začátku tohoto trendu. Sem patří i Česká republika. Už i realitní agentury oficiálně uvádí, že ceny některých bytů klesají. Avšak zatím jde jen o předkrm. Přijde i hlavní chod? A kdy? Nevím. Ale rozhodně bych dnes nekupoval byt za účelem pronájmu. Taková investice je stále málo rentabilní, i když vlivem recese stoupá poptávka po pronájmech, a tudíž i tržní nájemné. Ceny residenčních nemovitostí jsou dle mého názoru velmi nadsazené. Nepřekvapilo by mě, kdyby přišel razantní pokles až o 30-50%, ostatně to opakuji už přes rok.

V podobné situaci se nachází v podstatě celý svět, pouze s tím rozdílem, že někde už klesající trend pokročil do druhého poločasu (např. USA). Tradičně zrekapitulujeme vývoj REITs za rok 2008. Upozorňuji, že se jedná o ceny akcií realitních trustů, ne o ceny nemovitostí. Avšak REITs zpravidla předznamenávají vývoj na trhu nemovitostí. Jak můžete vidět v tabulce č. 4, jde o globální trend, podobně jako u akcií. Z mých hlavních favoritů pro rok 2008 jeden obsadil první příčku (Jihoafrická republika) a druhý poslední (Turecko).

Tabulka 4: Roční vývoj REITs k 31.12.2008

GPR 250 Global	-41,4%
GPR 250 Americas	-37,4%
GPR 250 Europe	-37,5%
GPR 250 Asia	-46,3%
GPR 250 Africa	-7,2%
GPR 250 Oceania	-52,8%
Jihoafrická republika	-7,2%
Belgie	-13,7%
Hong-Kong	-27,5%
Nizozemí	-32,5%
Francie	-33,4%
USA	-37,5%
Kanada	-37,9%
Velká Británie	-42,5%
Japonsko	-46,7%
Austrálie	-52,8%
Singapore	-53,7%
Turecko	-57,3%

Zdroj: Global Property Research

Jaké jsou vyhlídky do budoucna?

Mnoho zemí musí postupně strávit nadměrnou výstavbu bytů z uplynulých let. Speciálně i nadále varují před Velkou Británií, Irskem a Španělskem, kde se nemovitosti jeví extrémně nadhodnocené. Ani český trh ale není v tomto směru výjimkou.

Dlouhodobě nejlepší perspektivy mají trhy, kde výstavba nových bytů zaostává za přírůstkem obyvatelstva. To se týká primárně Afriky a pak mnoha latinskoamerických a asijských zemí. Z investičně dostupnějších jsou to například Indie, Mexiko, Filipíny nebo Turecko. Momentální poklesy se z dlouhodobého hlediska dají využít k nákupům.

Dobrou příležitost nabízí nemovitostní akcie

Fundamentálně se dnes jeví velmi zajímavě nemovitostní akcie, aneb akcie všech společností, které mají s nemovitostmi co do činění. Ačkoliv třeba čisté developery nebo realitní agentury moc růžová budoucnost nečeká, obecně je u těchto firem momentálně nejdůležitějším ukazatelem hodnota jejich čistého jmění. Ta sice bývá nadhodnocená, řekl bych příliš optimistická, ale u většiny společností je i více než dvojnásobná ve srovnání s jejich tržní hodnotou na burze. Tento diskont je způsoben očekáváním investorů, že ceny nemovitostí klesnou a navíc když se firma dostane do platební neschopnosti, bude muset prodávat pod cenou. I tak se ale rozdíl v ocenění u některých společností zdá být extrémní a domnívám se, že jde do značné míry o "fóbiu" investorů ze všeho, co je s realitním trhem spojeno.

6. Měny

Finanční krize a globální hospodářská recese mají na svědomí nevídanou volatilitu na měnových trzích. Z dříve jasných trendů zbyly jen vzpomínky. Japonský jen po několikaletém oslabování v roce 2008 prudce posílil vůči všem měnám. Podobně americký dolar také ukončil několikaletý trend poklesu v paritě s eurem a v půlce roku strmě otočil směr. Česká koruna má za sebou přesně opačný vývoj. Až do června posilovala neudržitelným tempem. V půlce července se trend obrátil a od té doby připomíná pohyb koruny volný pád.

V tabulce číslo 5 jsou kromě základních měnových párů uvedeny měny, ke kterým česká koruna za rok 2008 nejvíce posílila a oslabila. Nejsou zahrnuty Venezuela a Zimbabwe, kde došlo k devalvaci měny. Vůbec největší růst zaznamenala koruna vůči turkmenskému manatu, naopak nejhorší bilanci má s japonským jenem.

Koruna padá volným pádem

Ještě loni se to zdálo jako nepředstavitelné, nyní je to realitou. Koruna padá vůči většině měn tažena negativním sentimentem celého středo- a východoevropského regionu. Již v dubnovém výhledu jsem varoval, že růst je dlouhodobě neudržitelný a čeká nás buď pokles, nebo delší období stagnace. Koruna přesto ještě dva měsíce posilovala, než došlo k obratu trendu. V listopadovém výhledu jsem upozorňoval na blížící se problémy českého exportu, které by mohly mít na korunu negativní vliv. Tehdy se kurz koruny pohyboval ještě okolo 24 korun za euro. Od té doby koruna nezadržitelně padá.

Graf 19: vývoj kurzu EUR/CZK



Zdroj: OnVista

Ve finále hraje větší roli nálada investorů než fundament v podobě klesajících exportů a horšící se obchodní bilance. Česká republika spadá do aktuálně nejrizikovějšího regionu z pohledu investorů. Česká ekonomika je na tom sice relativně dobře, ale Ukrajina, Lotyšsko či Maďarsko jsou na pokraji krachu a Polákům hrozí, že nebudou schopni splácet své zahraniční dluhy. Zahraniční investoři berou nohy na ramena a z celého regionu stahují kapitál. Kde se pád zastaví, je ve hvězdách. Je možné, že dojde i k prolomení hranice 30 korun za euro, kde byla koruna naposledy v roce 2005.

Tabulka 5: Top/Flop roční vývoj koruny vůči vybraným měnám k 31.12.2008

Turkmenistán	TMM	61,00%
Seychely	SCR	45,40%
Island	ISK	45,03%
Ukrajina	UAH	30,78%
Jihoafrická rep.	ZAR	22,31%
Svazijsko	SZL	22,16%
Velká Británie	GBP	22,11%
EU	EUR	-1,16%
USA	USD	-7,01%
Švýcarsko	CHF	-12,75%
Papua-Nová Quinea	PGK	-14,15%
Čína	CNY	-14,59%
Bolivie	BOB	-15,62%
Moldávie	MDL	-16,74%
Laos	LAK	-18,07%
Sýrie	SYP	-18,76%
Japonsko	JPY	-32,29%

Zdroj: ČNB

Můj přístup střídme měnové diverzifikace na místo zajišťování měnového rizika se začíná vyplácet. Lidé totiž zapomínají, jak malý trh v rámci celého světa Česká republika tvoří, jsou zvyklí přemýšlet z pohledu Čecha, avšak moudrý investor přemýšlí z nadhledu nad celou Zemí. Z takového pohledu jsme nevýznamný hráč s nevýznamnou měnou. Kdo chce eliminovat rizika, tak nemůže soustředit většinu kapitálu na nevýznamný trh s nevýznamnou měnou.

Americký dolar si drží silnou pozici

Dolar je pozoruhodnou měnou a svým chováním překvapuje nejednoho odborníka. Většina analytiků dolaru nevěří a vyjadřuje se slovy „Dolar musí oslabit, to je jisté, je to jen otázkou času.“ Už v posledním výhledu z listopadu jsem se vyjadřoval ve smyslu, že pokud jde o dolar, tak si netroufám zhola nic odhadovat, že kurz vůči euru může bez problémů posílit na paritu 1:1, nebo se naopak velmi rychle vrátit nad 1,5. U dolaru není jisté vůbec nic, snad jen to, že si prozatím udržuje silnou pozici. Pravděpodobnost jakékoliv předpovědi kurzu EUR/USD se dle mého názoru blíží náhodnému tahu čísel. Ono totiž nezáleží jen na fundamentech dolaru, což je samo o sobě práce s desítkami neznámých, ale také na fundamentech eura, které jsou ještě hůře predikovatelné.

Graf 20: vývoj kurzu EUR/USD



Zdroj: Onvista

Které měny mají perspektivu?

K měnovým spekulacím se uchyluji pouze v případě, že si jsem svým očekáváním velmi jistý. Takto jsme ve FINEZ Investment Management s klienty koncem uplynulého roku vydělali na poklesu libry. Chtěl bych na tomto místě upozornit, že momentálně není žádné z mých krátkodobých očekávání měnových pohybů natolik přesvědčivé, abych na ně vsázel peníze. Následující očekávání mají váhu pouhých tipů pro sledování.

Graf 21: vývoj kurzu CAD/USD



Zdroj: Onvista

Krátkodobě bude zajímavé sledovat další vývoj japonského jenu. Ten má za sebou nevídané posílení do značné míry způsobené ukončováním carry trades transakcí, pro které se jen často využíval jako výpůjční měna. Ovšem japonská ekonomika a exporty v posledním čtvrtletí loňského roku zaznamenaly prudký pokles. Růst jenu by mohl být u konce a naopak projít mírnou korekcí.

Druhým tipem je kanadský dolar. Strmý pokles od poloviny roku v důsledku splasknutí komoditní bubliny by mohl být u konce. Očekávám krátkodobě až střednědobě návrat do růstového trendu.

Dlouhodobě vidím největší potenciál u brazilského realu, čínského juanu a ruského rublu. Ale na tyto měny je ještě brzy, zejména real a rubl mohou prozatím nadále klesat. Navíc do těchto měn doporučuji případně investovat prostřednictvím akciových trhů a zabít tak dvě mouchy jednou ranou.

Cíle dokumentu:

Tento dokument se snaží přehledně shrnout vývoj na trzích a informovat čtenáře o tom, jaký vývoj lze očekávat v příštích měsících a letech. Hlavním cílem je ukázat čtenářům, kde je možné hledat zajímavý potenciál, a zároveň je upozornit, u kterých investic číhá zbytečně vysoké riziko.

Odmítnutí odpovědnosti:

Tento dokument vyjadřuje osobní názory autora. Uváděné informace nemají v žádném případě sloužit jako individuální investiční doporučení. Před jakýmkoli investičním rozhodnutím doporučujeme kontaktovat zkušeného poradce a záměry s ním konzultovat. FINEZ Investment Management nenesе žádnou odpovědnost za investiční rozhodnutí bez předchozí konzultace se zástupcem společnosti a bez zpracování takzvaného suitability testu.

Upozornění na rizika:

Investování do cenných papírů a jiných investičních nástrojů a obchodování s nimi podléhá rizikům vyplývajícím z vývoje na kapitálových, devizových a dalších trzích. Předchozí výnosy a růst tržní hodnoty investičních nástrojů nezaručují dosažení stejné výkonnosti v budoucích obdobích. Aktuální hodnota investovaného majetku a příjmů z něho může výrazně stoupat i výrazně klesat a není zaručena plná návratnost původně investovaných finančních prostředků.

Zpracoval: Jan Traxler, ředitel a hlavní investiční manažer
FINEZ Investment Management



Co FINEZ Investment Management dělá?

- **Radí lidem do čeho a jak investovat** na základě očekávaných výnosů, akceptace rizika, délky investičního horizontu, velikosti kapitálu atd. atd. Charakter poradenství může mít tři formy:
 - 1) zpracování investičního plánu
 - 2) dlouhodobá péče
 - 3) jednorázová konzultaceU zpracování plánu a dlouhodobé péče rozlišuje tři základní služby:
 - 1) interaktivní portfolio – od 1mil. Kč, obdoba asset managementu
 - 2) pasivní portfolio – bez omezení
 - 3) pravidelné investice – od 500 Kč měsíčně
- **Poskytuje know-how a pomocné nástroje pro jiné investiční poradce**
 - 1) školení pro investiční poradce
 - 2) aplikace na správu investičních portfolií klientů (ve vývoji)
- **Pomáhá s finančním vzděláváním české populace**
 - 1) pořádáním investičních kurzů
 - 2) publikací odborných článků
- **Spolupracuje na vývoji nových investičních instrumentů**

Bližší informace ke všem bodům najdete na internetových stránkách www.finez.cz.

Proč využít služeb FINEZ Investment Management?

- férová odměna buď za zpracování investičního plánu, nebo podílem na zisku
- vysoké know-how, sofistikované investiční plány, moderní investiční strategie
- vše podchyceno písemně – smlouva, investiční plán, doporučení, reporty...
- působnost po celé ČR i SR, komunikace na dálku

Chcete-li využít služeb FINEZ Investment Management, vyplňte na internetových stránkách [nezávaznou objednávku](#), nebo se ozvěte emailem na info@finez.cz.

