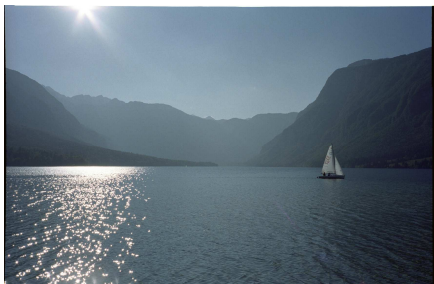


Investiční výhled FINEZ Investment Management listopad 2008



Je tomu již více než rok, co akciové trhy zasáhla velká vlna výprodejů, jež se táhne až do dnešních dnů. Začaly prudce růst komodity, následkem čehož se zvedla inflace. Díky vysoké inflaci zase zvedaly centrální banky úrokové sazby. To mělo krátkodobě negativní dopad na dluhopisy, které jsou nyní ještě pod tlakem finanční krize. Takřka všude padají ceny nemovitostí. V poslední době ještě splaskává komoditní bublina. Procházíme vzrušujícím obdobím, na vlastní kůži zažíváme úzkou provázanost finančních trhů a často se zklamáním sledujeme, jak hodnota našeho majetku klesá. Pojdme si trochu zrekapitulovat dění posledních měsíců a podívat se, co nás možná čeká a možná nemine, a jak z toho vytěžit maximum.

Prvně se ale omlouvám, že výhled nevyšel v pravidelném termínu v červenci a říjnu. Ne že by nebylo o čem psát, ba naopak. Ale děje se toho tolik převratného a tak rychle, že nestíhám aktualizovat text. Už ho od července upravuji minimálně podesáté. Další výhled by měl následovat v lednu.

1. Finanční krize, aneb co se to děje?

Než se vrhneme na tradiční komentář k akciím a dalším aktivům, bylo by asi dobré vysvětlit, co se na finančních trzích děje. Kdybychom zpětně prošly ekonomické rubriky deníků, zjistili bychom, že se za poslední rok až nápadně často objevovaly v titulcích na přední straně tři hesla, pro většinu lidí nudná a nic neříkající:

- 1) hypoteční krize
- 2) ropa na novém maximu
- 3) hospodářská recese v USA

V posledních měsících k nim přibylo ještě čtvrté heslo:

- 4) finanční krize

Hospodářská recese

Hospodářská recese označuje situaci, kdy klesá reálný hrubý domácí produkt (dle definice dvě čtvrtletí po sobě). Třetí kvartál roku zaznamenaly Spojené státy a s nimi i řada evropských zemí pokles reálného HDP. Čtvrtý kvartál bude pravděpodobně podobný a budeme moci "beztrestně" mluvit o recesi.

Nuže, ekonomika USA začala kašlat, o tom není pochyb, přičemž v sektorech stavebnictví a finančnictví to vypadá spíše na mononukleózu (táhnoucí se infekční nemoc oslabující celé tělo), v odvětví automobilového průmyslu pak na těžký zápal plic. A jak říká staré pořekadlo, když si Amerika kýchne, celý svět dostane chřipku. Recese je dílem souhry mnoha faktorů, z nichž dvě hlavní příčiny jsou právě hypoteční krize a drahá ropa.



Drahá ropa a potraviny

Že vysoké ceny benzínu a potravin mají dopad na naši peněženku, to chápe asi každý. Ale jak to může ovlivnit celou ekonomiku? Jednoduše. Utratím-li více za základní potraviny, na ostatní spotřebu mi zákonitě zbude méně peněz. A na čem stojí celá ekonomika? No přeci na produkci, respektive spotřebě.

Drahé komodity v porovnání s cenovou hladinou před rokem zvyšují náklady domácností. To způsobuje pokles výdajů domácností za "hračky", které nejsou životně důležité, spotřebitel obezřetněji volí své priority ve výdajích. Zároveň inflace tlačí na zvyšování mezd. Vyšší mzdy a dražší komodity společně zvyšují náklady firem. To pak znamená, že firmy buď musí zvýšit cenu zboží, nebo se spokojit s nižší marží. Každopádně ani jedno není dobrá zpráva pro akcionáře.

Graf 1: Ropa WTI (spot)



Růst cen komodit v řádu jednotek procent je zcela normální doprovodná záležitost ekonomické konjunktury. Jenže když se cena některých základních komodit jako je ropa v období jednoho roku zdvojnásobí, je naprosto logické, že to musí mít fatální dopad na ekonomiku i na konečné spotřebitele.

Ne nadarmo jsem začátkem léta varoval, že jestli ropa urychleně nezlevní, způsobí ještě rozsáhlejší problémy než hypoteční krize. Na má slova o poklesu ropy našťastí došlo záhy, ale i tak za pět minut dvanáct. Kdyby pokles přišel o pár měsíců později... nechci ani domýšlet.

Více k některým komoditám ve třetím oddílu investičního výhledu.

Hypoteční krize

O hypoteční krizi se hodně mluví, ale málokdo ji chápe. Je potřeba se více vžít do situace běžného amerického občana. I u nás je poslední roky v módě žít na dluh, vlastně je to celosvětová móda, ovšem v případě USA je "život na dluh" daleko zhoubnější než u nás. Z módy se zde pomalu stala nezbytnost.

Představte si, že jste koupili nemovitost za pět milionů, přičemž s hypotékou na čtyři miliony (jeden milion jste dali z vlastního) s odloženou splátkou jistiny v prvních dvou letech a variabilní úrokovou sazbou (nebo třeba sazbou fixovanou na dva roky), jež byla na počátku 3%. Ze začátku tak splácíte 10 000 měsíčně, ovšem najednou po dvou letech je již úrok 6%, tedy jen splátka úroků je dvojnásobná a činí 20 000 měsíčně. K tomu navíc musíte začít splácet i jistinu. Tak asi v takové situaci se za poslední dva roky ocitlo několik set tisíc, ba milionů, amerických domácností.

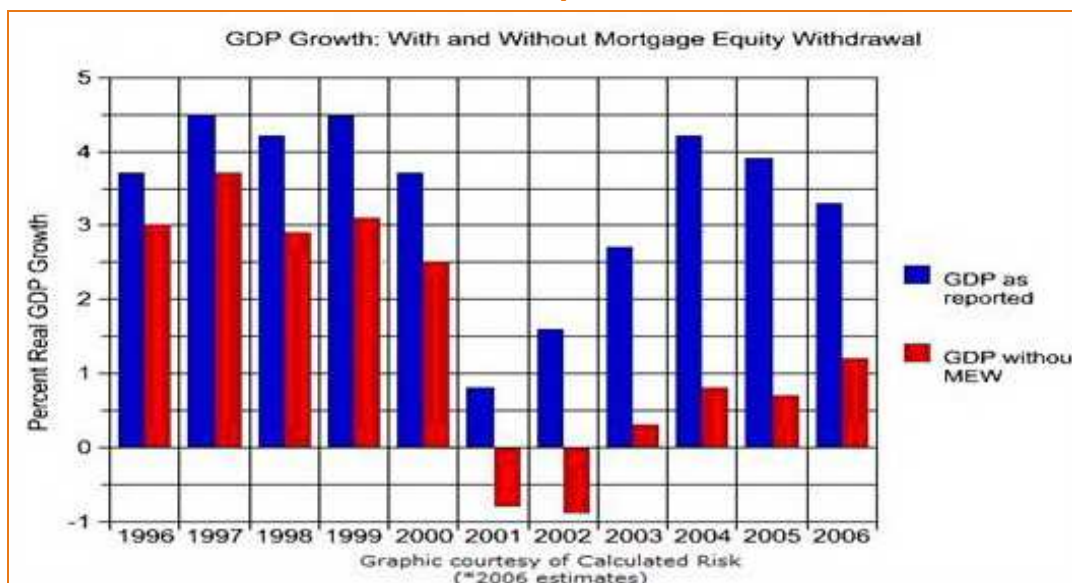
Splasknutí nemovitostní bubliny

Do toho zároveň po sedmi letech mega růstu začala postupně splaskávat nemovitostní bublina. A pravděpodobně ještě dlouho splaskávat bude. (Více k nemovitostem ve čtvrtém oddílu investičního výhledu.) Takže po dvou letech splácení najednou Vaše

nemovitost nemá hodnotu pět milionů, ale může být dokonce i nižší než čtyři miliony, zvláště pokud jste koupili nemovitost v lokalitě s největším nadhodnocením cen. Chtělo by se Vám v takovém případě splácet hypotéku 4 miliony, když cena Vaší nemovitosti je nižší? Tak tady příběh začíná, u domácností, které nezvládnou a nebo nechťejí splácet hypotéku.

Před pokračováním příběhu si dovoluji ještě jednu podstatnou vsuvku. Samotný pokles cen nemovitostí znamená pro americkou ekonomiku značné problémy. Američané jsou národem konzumentů. Celá ekonomika je tažena zejména spotřebou domácností, a to ve valné většině spotřebou na dluh. Podobně jako drahé komodity, tak také pokles cen nemovitostí vede k nižší spotřebě domácností. Čím je to dáno? Možná znáte, že existuje varianta neúčelového úvěru proti zástavě nemovitosti, často se u nás tento typ úvěru označuje příznačně jako "americká hypotéka". V USA takto funguje velká část hypotečních úvěrů. A když hodnota nemovitosti vzroste, tak si lze dodatečně vybrat další peníze. Říká se tomu "mortgage equity withdrawals". Podobně lze starou hypotéku refinancovat novou s vyšší jistinou, pokud tedy hodnota nemovitosti vzrostla. Niže je dva roky starý graf znázorňující odhadované hodnoty reálného HDP USA po očištění o MEW, jenž dal dohromady James Kennedy.

Graf 2: Odhad HDP USA po očištění o MEW



Důvěryhodnost čísel nedokážu posoudit, každopádně obecně hrají úvěry ve spotřebě domácností v USA hodně velkou roli.

Ještě dva roky zpátky tvořily MEW v USA ročně kolem půl bilionu dolarů. Ve druhém čtvrtletí tohoto roku už šlo jen o 9,5 miliard, čísla za třetí kvartál nejsou zatím k dispozici. Jinými slovy jen díky MEW klesne v tomto roce spotřeba domácností o několik set miliard dolarů. A jelikož v příštím roce nelze očekávat růst cen nemovitostí, tak ani v roce 2009 nebude spotřeba domácností moci těžit z MEW. Navíc se radikálně ztížily podmínky a snížily úvěrové rámce pro spotřebitelské úvěry, leasing a kreditní karty, což bude mít na spotřebu domácností podobný efekt jako MEW.



Nesplácené hypotéky a finanční krize

Pojďme zpět k nespláceným hypotékám. V uplynulých dvou letech došlo ve Státech poměrově (tedy procentuálním vyjádřením) k obrovskému nárůstu nesplácených hypoték. Avšak podíl nesplácených hypoték (hypoték, kde má dlužník zpoždění se splácením větší než 90 dní) na celkovém počtu hypoték se na první pohled zdá být zanedbatelný. Sice za uplynulé dva roky podíl hodně vyrostl a zejména pak posledního půl roku, ale pořád jde o cca 5%, což se nezdá být nijak dramatické číslo. Takže v čem je problém? To přeci nemůže mít tak drastický dopad na světovou ekonomiku. Mluví se o finanční krizi, která se svým rozsahem blíží té ze třicátých let dvacátého století. Jak může pár procent nesplácených hypoték zapříčinit takovou krizi?

Správná otázka. Očima běžného člověka nemůže, nebo by nemělo. Ale děje se tak. Odpověď na otázky jak a proč prozradí až pohled za okamžik uzavření hypotéky. Hypotéka je pro banku aktivum, podobně jako pro investora třeba státní dluhopis. Aktivum, které nese úrok a je s ním spojeno určité riziko, že dlužník nesplní své závazky. V případě hypotéky je toto riziko zajištěno právem na nemovitost. Tak jako s kterýmkoliv jiným aktivem se i s hypotékou dá obchodovat, dá se zabalit do nejrůznějších investičních balíčků, lze na ni navázat různé deriváty a je také možné přitom použít leverage (finanční páku).

Tento proces není zrovna triviální a je také málo průhledný. Takže se po několika krocích dá při troše umění z rizikové hypotéky (např. hypotéky bez prokazování příjmů) udělat aktivum s několikanásobnou pákou a nejvyšším ratingem AAA od světoznámé ratingové agentury.

No a tady pomalu končí příběh, jak může relativně malé procento nesplácených hypoték přivodit finanční krizi – asi podobně jako "neškodný" nedopalek cigarety může začít požár tisíců hektarů lesa. Velké investiční banky poskytovaly hypotečním bankám kapitál, skupovaly hypotéky a jiné úvěry a ty pak ve znásobeném objemu pomocí páky posílaly do světa jako bezpečné investice. Pochopitelně za nezanedbatelného přispění ratingových agentur. Dokud rostou ceny nemovitostí a lidé splácí úvěry, tak je to skvělý stroj na peníze. Jenže tak dlouho se chodí se džbánem pro vodu, až... až se někdo zeptá, co že to vlastně koupil a jakou to má skutečně cenu a najednou je z toho finanční krize.

Nedostatek kapitálu

Absolutně selhal risk management. Za účelem získat o nějaké procento víc některé ústavy zcela zapomněly na rizika, jejich aktiva byla vystavena příliš velké páce, nebo rizikovým dlužníkům. Za uplynulý rok tak banky po celém světě odepsaly ze svých aktiv zhruba 500miliard dolarů a někteří analytici odhadují, že ještě minimálně jednou tolik nás čeká v nadcházejících letech. Vedle odpisů také docházelo k masivním prodejům rizikových a neprůhledných aktiv obecně nazývaných jako SIV (Structured Investment Vehicles) mezi něž patří např. CDO (Collateralized Debt Obligation). V případě CDO je pro běžného smrtelníka téměř nemožné vědět, co přesně za úvěry se v daném instrumentu skrývá. A tak, jelikož se vlastníci bojí, že se v jejich instrumentu skrývají rizikové hypotéky (subprime nebo alt-A), a někteří to možná i s jistotou vědí, tak se jich pochopitelně snaží zbavit.



Ovšem co se stane, když je na trhu příliš mnoho prodejců a nikdo, kdo by kupoval? Cena padá strmě dolů. Krásný příklad, že co je dobré pro jednotlivce, nemusí být vždy dobré pro celek. Paradoxně se tak banky dostaly do ještě větších problémů. Docházelo k odpisům a ještě k poklesu cen držených aktiv. U mnohých CDO jsou tržní ceny výrazně pod nominální cenou. Banky tudíž mají nedostatek kapitálu a musí ho získávat za stále rostoucí cenu (vyšší úrok). V mnohých případech je cena za kapitál tak vysoká, že by ani u fungující banky nemohla být rentabilní. Jenže banky nemají na výběr, protože by jinak nesplňovaly kapitálovou přiměřenost. Navíc musí nově oceňovat svá aktiva dle tržní ceny a ne podle vlastních oceňovacích modelů.

Nedostatek důvěry, credit crunch, finanční krize

Na mezibankovním trhu je nedostatek kapitálu. V podstatě bychom tam našli jen poptávku, ale chybí nabídka. To samozřejmě ještě více zvedá cenu peněz. Co je podstatné, banky nechtějí (nedostatek důvěry), nebo nemohou (nedostatek kapitálu) půjčovat peníze. Mluví se o tzv. "credit crunch". A pokud mohou, tak pouze s vysokými úroky. Ačkoliv centrální banky poslední týdny pumpují do trhu stovky miliard dolarů, eur a liber, mezibankovní trh je stále zamrzlý. Po sérii pádů několika významných ústavů se banky bojí si půjčovat, nedůvěřují jedna druhé. Následkem toho zamrzly i krátkodobé komerční úvěry. A co je možná ještě horší, banky dnes v důsledku vzájemné nedůvěry odmítají přijímat tzv. akreditivy (letter of credit). Ty slouží jako záruka pro dodavatele, že příjemce za zboží zaplatí.

Až po credit crunch hovoříme o finanční krizi. Průšvih je, že pokud se nepodaří rychle oživit úvěrové bankovníctví, pak hrozí ekonomická krize, jež by se mohla rozrůst do deprese podobné té ve třicátých letech minulého století, do deprese, která mimo jiné položila základy druhé světové války. Svět kapitalismu potřebuje úvěry, potřebuje jich dostatek a potřebuje, aby byly rentabilní (tedy za přiměřený úrok, který umožní firmě si půjčit a vydělat). Téměř každý větší podnik využívá krátkodobých komerčních úvěrů. Bez dostatečných oběžných aktiv by podnik musel kolikrát přerušit výrobu, mnoho by jich zkrachovalo a extrémně by vzrostla nezaměstnanost. Podobně svět kapitalismu potřebuje také akreditivy. Je to živá voda pro veškerý světový obchod. Bez akreditivů bychom se i u nás vrátili do časů, kdy se na pomeranče stály fronty s lístky.

Co s tím?

Je nutné obnovit důvěru lidí i bank mezi sebou navzájem. Zároveň je nutné pomoci bankám získat dočasně kapitál. A ze všeho nejvíc je nutné jednat co nejrychleji. Z toho důvodu vítám přijetí Paulsonova plánu, i když určitě není dokonalý. Odpůrcům plánu se nelíbí, že se budou peníze daňových poplatníků používat na záchranu institucí, které svým neobezřetným fungováním do značné míry celou krizi způsobili, a nejráději by je nechali padnout. Ano, tyto instituce by si to zasloužily. Ale tady jde o mnohem více. Situace je opravdu vážná. Kdyby nyní byl ponechán prostor pro neviditelnou ruku trhu, stálo by to v konečném důsledku daňové poplatníky i státní kasu několikanásobně víc. A to nejen v USA, ale po celém světě. Navíc velká část z oněch 700miliard dolarů by se ministerstvu financí měla vrátit.

Rázné kroky byly nuceny v posledních týdnech podniknout i vlády v Evropě. Evropa se však (alespoň prozatím) vydává trochu jinou cestou než USA, a to cestou znárodnování a státních garancí. Garance vkladů jsou z pohledu krize vedlejší, nic ve



skutečnosti neřeší, jen preventivně zabraňují odlivu kapitálu. Důvěru mezi bankami to rozhodně neobnoví. Proto se přistupuje ke garanci úvěrů na mezibankovním trhu. Zda se tímto způsobem podaří obnovit důvěru, o tom silně pochybuji. Naopak se obávám, že jakmile stát bude garantovat mezibankovní úvěry, trh to zcela zdeformuje a akorát toho mnoho jedinců zneužije ve vlastní prospěch.

Cesta USA se mi jeví jako rozumnější řešení. Odkupovat "špatná aktiva" a poskytnout bankám kapitál (pochopitelně ne zadarmo), to jsou kroky, které by mohly obnovit důvěru. Pumpování kapitálu na finanční trhy by pak mohlo oživit mezibankovní trh. Kromě toho by v konečném zúčtování nemusela tato cesta stát americkou kasu až tak velké peníze, neboť i ze "špatných aktiv" půjde po letech značnou část prodat za rozumnou cenu. A z poskytnutého kapitálu si stát nechá vyplácet slušné úroky (je vedlejší, zda formou dluhopisu, nebo preferenčních akcií), tak jako např. v případě AIG.

Shrnutí celého procesu vzniku finanční krize a ekonomické recese

Když si to trochu shrneme, jde o běžný ekonomický cyklus. Vše začíná u dlouhého období nízkých úrokových sazeb a masivního vytváření nových peněz, čímž se Fed (a podobně i další centrální banky) snažil nahodit motory ekonomiky po recesi z počátku nového milénia. Efekt byl vynikající, ale až moc vynikající, neboť zapříčinil vznik nemovitostní a úvěrové bubliny. Následný prudký růst sazeb poslal mnoho lidí s hypotékami do kolen, zároveň s vyššími úroky klesala poptávka po nemovitostech, což pochopitelně vedlo (a ještě nějakou dobu povede) k poklesu cen nemovitostí. Tím se dostáváme k hypoteční krizi, jež se rozrostla ke krizi bankovní a ke krizi úvěrové, takže se jinými slovy dá hovořit o krizi finanční, ať těch krizí není málo. V průběhu toho se zároveň utvořila bublina komoditní, která nyní splaskává. Ta nemá vliv na samotnou finanční krizi, ale zato značnou měrou přispěla ke krátkodobě vysoké inflaci a k ekonomické recesi.

Z pohledu celé ekonomiky a také z pohledu investora jsou klíčové dva následky výše popsaného procesu:

- 1) pokles spotřeby domácností doprovázený růstem nezaměstnanosti
- 2) růst nákladů firem

Neekonomové často nechápou, jak může splasknutí nemovitostní bubliny mít tak dalekosáhlé důsledky. Snad se mi podařilo vám alespoň trochu přiblížit, v čem je zakopaný pes, ačkoliv ekonomové mě budou určitě kritizovat za zjednodušování a nepřesné termíny.

Zbývá už jen dodat, že finanční problémy jsou hluboké. Zatím práci odvedly hypotéky, ale čekají nás další typy úvěrů – spotřebitelské, kreditní karty, leasing. Ceny nemovitostí se asi dlouho budou držet dole. Spotřeba domácností se určitě neoživí dříve jak za rok. Naopak roste sklon k úsporám. Roste nezaměstnanost a i tady se čísla těžko začnou zlepšovat dříve jak za rok. Z toho všeho plyne, že nás všechny čeká silná recese a oživení ekonomického růstu bude pravděpodobně pomalé a potrvá mnoho let. Tomu je potřeba přizpůsobit i investice.



2. Akcie

Všichni víme, že za pohyby trhů stojí dvě základní hybné síly – fundamenty a emoce. Tentokrát jsou ve hře obě dvě. V červnu, když akciové trhy začaly prudce padat, jsem někde psal, že poklesy jsou spíše emotivního charakteru než fundamentálního a odráží strach investorů. Strach, že špatné fundamenty teprve přijdou. A ty skutečně přišly. Nyní jsme ve fázi, kdy opět ovládá burzu zejména strach. Strach, že bude ještě hůř.

Krach burzy?

Poslední dobou jsme u mnoha akcií svědky pádů o deset a více procent za den. Podobné extrémy není fér označovat za krach burzy, jak mají v oblibě média. Tyto pády jsou způsobeny prodejem hedge fondů ve velkém, maržovými obchody a automatickými stop příkazy. Maržovými obchody se označují případy, kdy investor nepoužívá pouze svůj vlastní kapitál, ale půjčuje si navíc od brokera, čímž docílí finanční páky. V případě většího poklesu akcie by se ovšem mohlo stát, že investor neprodělá jenom své peníze, ale i půjčené od brokera. Tudíž broker automaticky uzavírá pozice obchodníků, když hodnota jejich majetku klesne pod povinné zajištění. Čili se na trh dostávají další a další pokyny k prodeji, což vede k prohloubení poklesu.

Podobný efekt přináší automatické příkazy typu stop-loss, kterými obchodníci chrání své investice před dalšími poklesy. Například si zadáte pokyn, že klesne-li hodnota akcie na úroveň x, pošle broker na burzu pokyn k prodeji. Opět se tak při větších poklesech jen násobí objem prodejních pokynů a když převažuje nabídka nad poptávkou, cena pochopitelně padá dolů. Paradoxně tak dochází k opačnému průběhu, než by si investoři přáli. Stejně jako v případě bank tak investoři sami svým chováním podlamují burze nohy, ve snaze udělat to nejlepší pro sebe jako jednotlivce způsobují přesný opak z pohledu celého trhu.

Všichni pravidelní čtenáři ví, že kladu velký důraz na dobrou regionální a sektorovou diverzifikaci. V současné tržní situaci postihly výprodeje celý trh, všude ve světě a napříč všemi hospodářskými sektory. Přesto měla, má a vždy bude mít dobrá diverzifikace smysl. Podívejme se nyní podrobněji na vývoj akcií za uplynulý rok. Začneme tradičním pohledem do regionů.

Pohled do regionů

Odhlédneme-li od severoafrických států Tuniska s Marokem a blízkovýchodních trhů Libanonu či Jordánska, tak všechny indexy dostaly na roční periodě co proto. Velké rozvinuté trhy zpravidla utrhly ztráty okolo 40%. Rozvíjející se trhy pak velmi často spadly o více než polovinu. Vůbec nejhůř dopadly rozvíjející se trhy v Evropě (východní Evropa + Balkán + Pobaltí). Obří pád zažily také akcie Rakouska, Belgie, Irsko a Islandu. Přes 60% ztratila i Čína, před kterou jsem mnohokrát v loňském roce varoval, například v [ohlédnutí za vývojem akciových trhů ze srpna 2007](#).

Graf 3: index MSCI China



Až do května se dařilo komoditním akciím a potažmo trhům, kde hrají komodity prim - Jižní Amerika, JAR, Kanada, Rusko, země Perského zálivu. To se však v půlce roku změnilo, jak komoditní bublina začala splaskávat (více ve třetím oddílu věnovaném komoditám). Na roční periodě vychází ze statistiky tyto trhy oproti ostatním lépe. To je dáno tím, že většina trhů vrcholila v listopadu 2007, kdežto tyto ještě půl roku rostly. Ze svých maximálních hodnot z května ale spadly ve stejném rozsahu jako všechny ostatní akcie. Je to hezky vidět na čtvrtém grafu u brazilských akcií. Ty se nám naštěstí ve FINEZ Investment Management podařilo prodat těsně pod vrcholem v květnu.

Graf 4: index MSCI Brazil



Ještě hůře si od května stojí Rusko, třetí z magické "čtyřky" BRIC. Zde se na propadu vedle obecně negativního sentimentu u akcií a vedle splasknutí komoditní bubliny výrazně projevil ještě srpnový konflikt s Gruzii.

Graf 5: index MSCI Russia



TUNISIA	4,65%
MOROCCO	0,01%
CHILE	-23,47%
SOUTH AFRICA	-29,20%
ISRAEL	-31,16%
CANADA	-31,75%
SWITZERLAND	-32,83%
KUWAIT	-33,72%
UNITED KINGDOM	-35,32%
USA	-37,53%
PAKISTAN	-38,48%
MEXICO	-38,60%
AUSTRALIA	-39,07%
FRANCE	-40,30%
GERMANY	-41,15%
CZECH REPUBLIC	-41,27%
SPAIN	-42,86%
KOREA	-43,38%
BRAZIL	-44,60%
CROATIA	-45,81%
NETHERLANDS	-46,60%
EGYPT	-47,16%
ITALY	-47,27%
JAPAN	-47,66%
PHILIPPINES	-47,75%
SWEDEN	-47,91%
SLOVENIA	-50,45%
TAIWAN	-51,14%
PORTUGAL	-52,11%
TURKEY	-52,16%
POLAND	-52,34%
INDIA	-52,75%
INDONESIA	-53,21%
NORWAY	-53,40%
UNITED ARAB EMIRATES	-53,58%
SINGAPORE	-53,82%
THAILAND	-55,19%
HUNGARY	-55,70%
HONG KONG	-55,74%
ARGENTINA	-56,99%
VIETNAM	-58,63%
KAZAKHSTAN	-58,95%
GREECE	-59,59%
RUSSIA	-62,44%
PERU	-62,57%
ROMANIA	-62,70%
AUSTRIA	-63,48%
CHINA	-65,58%
ESTONIA	-65,61%
IRELAND	-65,71%
BELGIUM	-66,34%
UKRAINE	-76,32%
BULGARIA	-76,70%

V tabulce 1 (na předchozí straně) je uvedena většina z investičně dostupných trhů. Pro modře zbarvené země máme zpracovávánu regionální analýzu, všechny jsou k dispozici na stránkách www.finez.cz. Upozorňuji však, že mnohé jsou i více než rok staré a zasloužily by si aktualizaci. V tabulce 2 jsou uvedeny nejvýnosnější a neztrátovější odvětví akcií na roční periodě.

Vyhrávají necyklické akcie

Již od začátku roku doporučuji soustředit se na defenzivní necyklické akcie, což jsou vyjma dopravy a regionálních bank všechny z top desítky nejúspěšnějších odvětví. Doporučoval jsem také telekomunikace, ty skončily hluboko v průměru. Při současných cenách však právě telekomunikace patří k fundamentálně nejpříznivějším odvětvím s P/E okolo 9 a dividendovým výnosem přes 6%.

Naopak dlouhou dobu jsem varoval před komoditními akciemi a před průmyslovou výrobou. Vývoj v posledních měsících mi dal za pravdu. Ve smutné statistice končily na hvozdu zejména komoditní a výrobní odvětví spolu s takřka celým finančním a stavebním sektorem.

Chyby, které nás stály peníze

Nutno si přiznat, že i když se mi podařilo mnohá rizika zavčas odhadnout, nevyvarovali jsme se s klienty ve FINEZ Investment Management chyb. Podělím se s vámi o tři zásadní chyby, které způsobily, že jsou naši klienti momentálně zpravidla ve ztrátě v rozmezí -10 až -30 procent.

1) Podcenili jsme celkovou situaci. Na podzim loňského roku jsem nepočítal s obratem trendu, jelikož fundamentálně akciové trhy nebyly nijak zásadně předražené, jako tomu bylo v roce 2000. Ještě v dubnu tohoto roku jsem patřil k optimistům, kteří věřili, že akcie nebudou dál padat a trh se brzy otočí. Červen mě z optimismu vyléčil. Vzhledem k situaci jsme sice po celý rok upřednostňovali investice formou zdánlivě konzervativních certifikátů, ovšem zářijový hurikán na akciových trzích i tyto papíry smetl. Ochrana 50% u jednotlivých akcií a 30% u indexů byla nedostatečná.

2) Nakupovali jsme příliš brzy. Již v průběhu roku jsme poklesy vždy braly jako vhodnou příležitost k nákupům. Předčasně jsme tak nasedli do vlaku třeba u stredoevropských nemovitostních akcií. Ačkoliv se už delší dobu jeví z dlouhodobého hlediska silně podhodnocené, pád se zastavil (snad) až nyní.

3) Podcenili jsme dopad finanční krize na rozvíjející se trhy, jak silný může být pád akcií, když zahraniční investoři ve velkém stahují kapitál domů. Silné výprodeje tak postihly i mé dlouhodobé favority Turecko s Vietnamem.

Tabulka 2: Top/Flop roční vývoj akcií dle odvětví k 31.10.2008

Tobacco Products, Other	25,27%
Discount, Variety Stores	13,08%
Home Health Care	-0,74%
REIT - Healthcare Facilities	-0,82%
Regional - Southwest Banks	-1,86%
Railroads	-2,73%
Cleaning Products	-4,91%
Trucking	-5,28%
Regional - Mid-Atlantic Banks	-5,71%
Biotechnology	-8,00%
Copper	-69,25%
Semiconductor - Memory Chips	-70,18%
Toy & Hobby Stores	-72,37%
Silver	-76,65%
Aluminum	-77,30%
Resorts & Casinos	-78,96%
Broadcasting - Radio	-82,07%
Mortgage Investment	-86,78%

Jsou akcie na dně?

Možná ano, možná ne. Serióznější odpověď neexistuje. Nikdo neví, zda už mají akcie vše za sebou, nebo nás čekají další pády. Již od července sice tvrdím, že by si letos měli lidé nadělovat pod stromeček akcie, ale to neznamená, že přesně 24.12. budou na dně. S jistotou lze říct pouze dvě věci:

1) Akcie mohou klesnout níž a troufám si tvrdit, že je zde minimálně 50/50 pravděpodobnost, že se tak stane.

2) Akcie se při dnešních cenách jeví relativně nejlevnější za 10, 15, 20... let (záleží na veličině, ke které ceny vztahujeme).

Graf 6: index MSCI Turkey



Graf 7: index S&P 500 vs CPI+2%



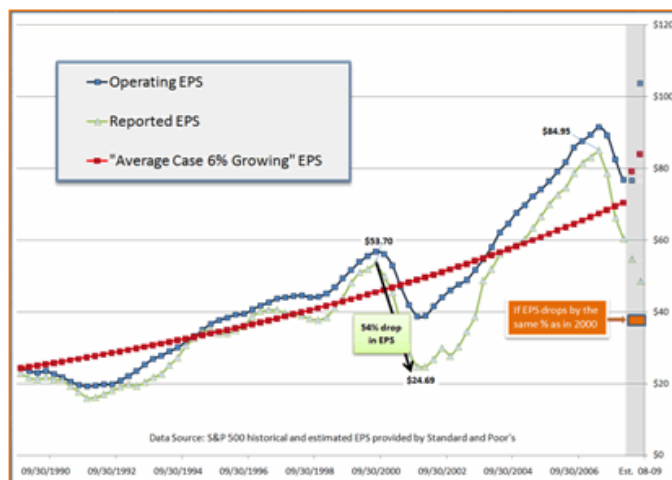
Dovolím si zde použít dva výborně vypovídající grafy. Graf číslo 7 jsem si vypůjčil od Jeremyho Granthama z GMO a znázorňuje relativní srovnání hodnoty indexu 500 největších amerických akcií S&P 500 s dlouhodobým trendem, jež představuje inflace navýšená o dva procentní body. To mimochodem zhruba odpovídá dlouhodobému trendu nominálního HDP a průměrná hodnota vychází cca 6% p.a.

Grantham říká, že teprve nyní definitivně splaskla bublina z přelomu tisíciletí. Už v roce 2003 tvrdil, že růst nebude mít dlouhého trvání, že se akcie musí dostat pod dlouhodobý trend, jako tomu bylo u všech předchozích větších krizí. A měl pravdu. Zároveň upozorňuje, že trh má ze své podstaty tendenci přehánět na obě strany, v době růstu i v době poklesu.

Odhaduje, že index S&P 500 by se měl dostat zhruba o 20-40% pod dlouhodobý trend, jako tomu v historii vždy bylo. To při férové hodnotě odpovídající dlouhodobě udržitelnému růstu 975 bodů (dle výpočtů GMO) znamená možný další pokles indexu na hodnoty v rozmezí 585-780. Nedávno se S&P 500 podíval na lokální dno 849 bodů. Prostor pro další pokles zde z historického pohledu je.

Strůjcem grafu číslo 8 (na následující straně) je Vitaliy N. Katsenelson z Investment Management Associates. Podobně jako u předcházejícího obrázku i tentokrát jako příklad poslouží index S&P 500. Graf znázorňuje zisky na akcii (Earnings Per Share), v tomto případě pro index S&P 500, v porovnání s dlouhodobým trendem 6% p.a.

Graf 8: reportovaný (a odhadovaný) EPS vs průměrný EPS indexu S&P 500



Z grafu lze vyčíst jednu zásadní věc – zisky oscilují okolo dlouhodobého trendu. To samé lze přeneseně aplikovat i na známý ukazatel P/E. I tento pohled naznačuje, že je zde prostor pro další pokles akcií, neboť pokles zisků na akcii pochopitelně vede k poklesu ceny akcie. A nejen historický graf, ale i fundamenty (pokles spotřeby domácností) hovoří pro další snížení odhadovaných zisků firem.

Kupovat, kupovat, kupovat...

Na dotaz od rodičů, co bych si letos přál k Vánocům, jsem odpověděl: „Nic. Jen to, abychom spolu strávili trochu času. Za ušetřené peníze raději kupte nějaké dobré akcie.“ Asi to zní divně, vždyť o pár odstavců výše uvádím, že akcie s velkou pravděpodobností ještě nedosáhly dna. První stránky tohoto výhledu mluví o finanční krizi a o tom, že nás čeká hluboká a dlouhá recese, respektive hlavně že oživení ekonomiky bude pomalé a táhlé. Tak jak můžu najednou říkat, že je vhodná doba k nákupu akcií?

Neříkám, že je nejvhodnější doba. To opravdu nikdo s jistotou neví, zda už jsme ten nejvhodnější okamžik propásli koncem října, nebo zda přijde za měsíc, nebo třeba až za rok. Důležité je, že nynější hodnoty akcií jsou z dlouhodobého hlediska velmi levné a už při dnešních cenách se objevují investiční příležitosti, které se naskýtají jen párkrát za život. Jak ostatně říká Warren Buffett, snad nejúspěšnější investor všech dob, ve svém příspěvku pro New York Times: „Nedovedu předpovídat krátkodobé pohyby akciových trhů. Nemám nejmenší tušení, jestli akcie budou za měsíc či za rok výš nebo níž. Je však pravděpodobné, že se trh pohne výše, dokonce výrazně výše, daleko před tím, než se zlepší nálada nebo ekonomika. Takže když budete čekat na červenku, jaro už bude pryč.“

Které akcie vybrat a z jakých odvětví?

Má to ovšem jeden podstatný háček, musíte zvolit správné akcie. Ale které to jsou? To opět nikdo s jistotou neví. Je potřeba vybírat pouze akcie s dobrými fundamenty. Prvně by akcie měla být relativně levná vůči budoucím očekávaným ziskům společnosti, potažmo vůči 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.

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), nemovitostní a tzv. komoditní a zemědělské akcie, ovšem pozor, momentálně jsou pod silným tlakem ochlazení světové ekonomiky a pádu cen

komodit, resp. nemovitostí. V sektoru technologií buďte velmi opatrní. Je zde mnoho firem s perspektivním předmětem podnikání, zejména v nanotechnologiích. Avšak většina jich nyní stojí na velmi tenkém ledě. Sektor zdravotní péče a konkrétně odvětví biotechnologií, které jsem poslední rok velmi doporučoval, bych nyní naopak podvažoval, neboť jsou oproti jiným odvětvím poměrně "drahé". Podobně bych nyní začal podvažovat také tabákové výrobky, nejúspěšnější odvětví za posledních 12 měsíců. Obloukem bych se i nadále vyhýbal automobilovému průmyslu a obecně de facto veškeré strojírenské výrobě, dále také obchodům (vyjma diskontů a potravin).

Preferovat USA, EU a BRIC

Z regionálního hlediska bych se vyhýbal vysoce zadluženým státům, jako je např. Japonsko, 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). Ještě před rokem jsem od BRIC investic odrazoval, jelikož mi přišlo nesmyslné investovat do mixu dvou komoditních a dvou výrobních trhů, přičemž jak Čína, tak Indie byly tou dobou velmi přehřáté. Momentálně jsou ale všechny čtyři trhy na relativně dobré cenové úrovni. Pro drobné investory tak BRIC investice nabízí dobrou příležitost podílet se na megatrendu. Tyto je ještě možné doplnit o další velké rozvíjející se trhy s obrovským potenciálem růstu jako jsou např. Mexiko, Indonésie, Turecko či Vietnam.

A co Češi? Nezapomněl jsem na české akcie? Tak trochu úmyslně zapomněl. I na české burze se dle mého názoru dnes dají najít dobré investiční příležitosti. Dokonce si trůfám tvrdit, že kdo zůstane s investicemi doma (myšleno v českých akciích), neudělá chybu. Ale to je vždy jen spekulace. Z globálního hlediska jsme exotická země. Nebylo by moudré z pohledu risk managementu dávat českým akciím příliš velký prostor v portfoliu. Po uragánu z posledních měsíců snad už i český Franta Investor pochopil, že o dění na Pražské burze se nerozhoduje v Praze, ale v New Yorku, Londýně a Tokiu.

Graf 9: index MSCI Mexico



Akcie, nebo podílové fondy, a nebo indexové investice?

Pokud jde o formu akciových investic, ve FINEZ Investment Management momentálně upřednostňujeme individuální stock-picking, aneb individuální výběr jednotlivých akcií. Je k tomu ale zapotřebí kapitál řádově v milionech korun (minimálně doporučuji půl milionu), aby bylo možné portfolio dostatečně rozložit a správa byla efektivní. S nižším kapitálem doporučuji se držet aktivně spravovaných podílových fondů. Rozhodně bych dnes nedoporučoval pasivní indexové investice. Jak již byla řeč, očekávám zdlouhavé a pomalé oživení ekonomiky. Mnoho akcií nebude skokově růst na nová maxima, ale bude se jen pomalu plazit nahoru. Budou to zejména banky, ale i další "těžké váhy". Z toho důvodu se mi dnes indexové investice nejeví jako vhodné.

3. Komodity

Od posledního dubnového investičního výhledu jsem mnohokrát varoval před komoditami, že očekávaná rostoucí poptávka po komoditách není založena na reálných podkladech a nabídka je dostatečná. A skutečně, poslední měsíce můžeme celosvětově pozorovat pokles poptávky takřka po všech komoditách. Ani "bájná" Čína svět nespasí, i zde poptávka klesá.

V květnu jsme se ve FINEZ Investment Management zbavili i zemědělských komodit. To se později ukázalo jako skvěle načasovaný tah. Od července totiž na komoditních trzích začaly medvědí hody, které trvají dodnes. Kam až se poklesy prohloubí, to je ve hvězdách. Ale stávající ceny opět začínají odrážet reálnou situaci na trzích, takže by pád mohl být pomalu u konce. Daleko důležitější otázka je, kdy se trend u komodit obrátí. Na rozdíl od většiny analytiků nečekám, že by se komodity v čele s ropou záhy vrátily na cestu vzhůru. Vsadil bych spíše na delší období stagnace.

Cyklické komodity

O ropě jsem mluvil delší dobu, že je předražená. Ze svého maxima ve výši 146 dolarů za barel poklesla o více než polovinu a nyní ke konci října se obchoduje za 60-70 dolarů. Předchozí růst nad sto dolarů za barel opravdu nebyl založen na fundamentech, o tom jsem psal již v článku [Pravda o tom, co stojí za růstem ropy](#). Podobné síly, které umocňovaly růst, nyní působí přesně opačně i ve směru dolů. Před tím jsem ostatně ve zmíněném článku varoval. Jako férovou cenu vidím střednědobě v rozmezí 70-100 dolarů. Přičemž ještě v září jsem hovořil o užším koridoru 90-100 dolarů, což se nyní jeví krátkodobě jako utopie.

Tabulka 3: Vývoj vybraných komodit za období 1.7.2008 – 31.10.2008

Cukr	0,42%
Olovo	-15,36%
Zlato	-21,68%
Káva	-27,25%
Pomeranč. koncentrát	-34,82%
Hliník	-35,92%
Kakao	-36,18%
Pšenice	-36,43%
Cín	-40,54%
Bavlna	-40,94%
Zinek	-41,81%
Sója	-42,35%
Stříbro	-43,35%
Kukuřice	-44,60%
Nikl	-47,84%
Ropa WTI	-53,99%
Měď	-54,48%
Paladium	-57,41%
Platina	-60,51%

Graf 10: platina (spot)



Průmyslové kovy mají za sebou podobnou smršť jako energetické suroviny. Nejhůře dopadla měď s mínus 54%. Nejlepšího mezivýsledku dosáhlo olovo, necelých mínus 15%. Stejně jako u ropy je i u průmyslových kovů pokles naprosto logickým důsledkem ochlazení světové ekonomiky. Nejlépe lze změny pozorovat na Číně, kde poptávka po všech kovech výrazně poklesla. Před tímto průběhem jsem varoval již v dubnovém investičním výhledu. A jaký vývoj nás čeká dál? Vzhledem k tomu, že se ropa i průmyslové kovy chovají cyklicky, čeká nás

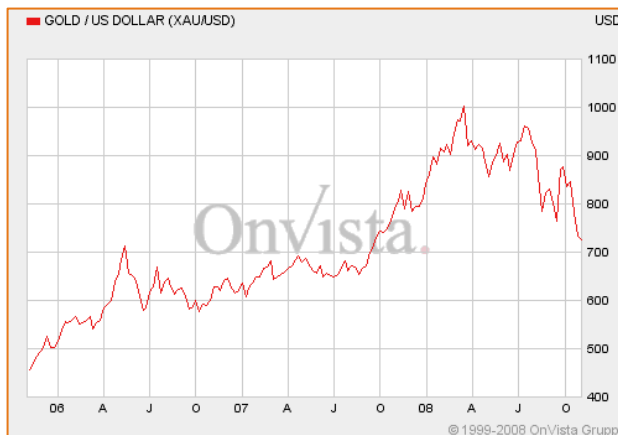
pravděpodobně delší období stagnace. Z dlouhodobého hlediska se komodity vrátí k růstové rallye, ale opravdu z dlouhodobého hlediska, může to trvat i několik let.

Zlato – bezpečný přístav?

Jedinou komoditu, kterou navzdory poklesům v nedávné době stále považují na krátkodobém až střednědobém horizontu za perspektivní, je zlato (a s ním možná ještě stříbro). U ostatních drahých kovů bych ale byl opatrný, neboť ty jsou ve větší míře využívány v průmyslu, jinými slovy mají tendenci následovat více průmyslové kovy než zlato.

Zlato se odjakživa používá 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. Přesto od svého jarního maxima zlato jakoby klesá níž a níž. Jde o změnu trendu jako u ostatních komodit, nebo jde pouze o přechodnou situaci?

Graf 11: zlato (spot)



Nedávné poklesy má do značné míry na svědomí silně posilující dolar. Poptávka je poměrně stabilní. Navíc převyšuje možnosti fyzického dodání zlata. Kontraktů na dodání zlata (u stříbra je situace obdobná) je více, než kolik je fyzicky zlata k dispozici. Za zvýšením prodejů pak stojí komoditní indexové fondy. Jak komoditní bublina splaskává, dlouhodobí investoři z komodit utíkají. Častou formou komoditní investice se v posledních letech staly komoditní indexové fondy. Při prodeji podílů musí fond odprodávat všechny komodity, včetně zlata. Na fundamentech, které hovoří ve prospěch zlata, to ale nic nemění. Stále očekávám, že v průběhu několika měsíců bude zlato atakovat tisícidolarovou metu a to i navzdory tomu, že oproti jaru dolar výrazně posílil.

Graf 12: kukuřice



Potraviny se vrací do normálu

Pokud jde o zemědělské komodity, tady jsou vyhlídky lepší. Ekonomika může kulhat sebevíc, ale lidé budou vždy kupovat základní potraviny. Ceny zemědělských komodit se pomalu dostávají do normálních kolejí. V první půlce roku jsme i u potravin byli svědky kulminace bubliny. V tomto případě jsou na vině ekologicky i ekonomicky nesmyslná biopaliva, čímž došlo k umělému navýšení poptávky po vybraných komoditách a zároveň snížení nabídky u ostatních, jelikož mnoho zemědělců dalo přednost plodinám pro biopaliva díky státním dotacím nebo jinak uměle vytvořeným vyšším maržím. Do hry se pochopitelně podobně jako u ropy zapojili také spekulanti a komoditní indexové fondy. Nakonec se i u zemědělských komodit ukázaly ceny jako nesmyslně nadhodnocené.



Dnešní ocenění se jeví příznivěji, a tak i dlouhodobí investoři mohou opět začít zvažovat nákupy. Avšak musí vzít v úvahu tři věci:

1) Ceny mohou jít ještě výrazně níž.

2) Všechny komodity se dnes obchodují silně v contangu (ceny kontraktů s pozdějším dodáním jsou výrazně vyšší). To sice předznamenává, že by zemědělské komodity mohly růst. Ale pro dlouhodobého investora to také znamená poměrně vysoké ztráty z rolování kontraktů.

3) Zemědělské komodity nejsou cyklické jako ropa a průmyslové kovy, zato jsou sezónní – závislé na počasí a úrodě. Letos byla úroda mimořádně dobrá.

Osobně bych se do nákupů nehrnul dříve jak začátkem nového roku. Vzhledem k vysokým ztrátám z rolování kontraktů bych dal přednost zemědělským akciím, respektive obecně komoditním akciím před komoditními kontrakty. Mnohé komoditní akcie se dnes jeví z dlouhodobého hlediska podhodnocené a při opětovném růstu komodit by mohly růst rychleji než samotné komodity a navíc vyplácet dividendy.

4. Nemovitosti

V dubnovém výhledu jsem psal, že se investice do betonového zlata dnes nevyplatí. Varoval jsem, že buď budou nemovitosti hodně dlouhou dobu stagnovat, nebo je čeká dokonce pokles. Ač PR články realitních agentur stále dokola mluví o tom, jak kdesi vzrostly ceny bytů a že jinde se čeká růst o tolik procent a na dalším místě dokonce ještě víc, podívám-li se na inzerci, je evidentní, že od počátku roku jdou ceny dolů. A to jsou inzerované ceny z nabídkové strany, to ještě nic neříká o poptávkové straně. Jinými slovy ceny, za které se realizují obchody, jsou pravděpodobně nižší než ceny uváděné v inzercích. To, že tržní ceny klesají, se v ČR týká de facto všech typů nemovitostí a všech regionů, přičemž nejvíce klesají starší panelové byty.

Ani nemovitosti nemohou růst do nebe

Většina národa stále považuje nákup nemovitosti za nejlepší možnou investici. Brzy je možná trh z této iluze vyléčí. Z ekonomických zákonitostí nemohou nemovitosti dlouhodobě růst rychleji než hrubý domácí produkt a měly by spíše "kopírovat" inflaci. Od roku 1996 až do roku 2007 se zvedla hodnota spotřebitelského koše cen o 59% a nominální HDP ve stejném období vzrostl o 110%. O kolik se ale zvedly ceny nemovitostí? O 200%?

Žádný důvěryhodný index, který by měřil ceny nemovitostí alespoň 10 let nazpět u nás bohužel nenajdeme.

Nemovitosti v ČR zažily krátkodobě cenovou explozi. Důvodů najdeme mnoho. Početné sedmdesáté ročníky zakládající rodiny, změna v dani z přidané hodnoty, nízké úrokové sazby, spekulativní skupování nemovitostí investory... Ovšem to všechno je pryč. Ještě před rokem byl na trhu silný převis poptávky, nyní jsme naopak svědky převisu nabídky. Ubývá zájemců o koupi a dostavuje se rekordní množství nových bytů. Nedávno společnost Orco Property Group oznámila snížení cen nových bytů až o 10%. To je teprve začátek. Další budou pravděpodobně brzy následovat.



Pád o 30-40% v ČR není nereálný

Nezapomínejte, že při nemovitostní krizi ceny nemovitostí mnohdy klesají i pod náklady na stavbu. Zda u nás hrozí nemovitostní krize v rozsahu srovnatelném třeba s USA si netroufám odhadovat. Ale vzhledem k předchozímu růstu, k výši úrokových sazeb, výraznému poklesu poptávky po vlastním bydlení, převisu nabídky a brzy pravděpodobně také rostoucí nezaměstnanosti... nelze to vyloučit. Pokles cen napříč celým trhem až o 30-40% rozhodně není nereálný. A netýká se to jen panelových bytů. Týká se to všech nemovitostí včetně těch nejlukrativnějších.

Tedy pokud nekupujete pozemky s dlouhodobým výhledem, že daným místem povede dálnice, nebo jiné podobně spekulativní investice, pak se fyzického nákupu nemovitosti jako investice raději zdržte. Ceny nemovitostí nejen že mohou jít výrazně dolů, ale není zde ani důvod, proč by měly posléze dlouhodobě růst nad inflaci. Boom je za námi a bublina začíná splaskávat. Rentabilita pronajímání je nízká, málokdy se dostanete s čistými výnosy nad 5%. O rizicích spojených se správou a pronajímáním nemovitosti se nebudu raději rozepisovat, to je nad rámec tohoto dokumentu. Nad koupí investiční nemovitosti začnete znovu uvažovat, až pokud ceny nemovitostí výrazněji klesnou, jejich pronajímání bude rentabilnější a budete schopni po odpočtu splátky hypotéky dosáhnout kladného cash-flow. Pak to znovu bude dobrá investice, dnes ale fyzickou nemovitost jako investici nedoporučuji.

REITs, co jsou zač?

Bohužel sledovat ceny nemovitostí je velmi složité. S nemovitostmi se neobchoduje na žádné regulované burze. Jediné, z čeho se dá přesněji vykazovat přibližné průměrné tržní ceny nemovitostí, jsou data od realitních kanceláří, nebo od bank poskytujících hypotéky. Takový sběr dat je však náročný, takže neexistuje ve světě mnoho indexů cen nemovitostí. Místo toho se často používají indexy tvořené z tzv. REITs (Real Estate Investment Trusts), což jsou společnosti, které lze při troše fantazie přirovnat k nemovitostním fondům obchodovaným na burze.

REITs mají speciální daňový režim a jejich předmětem podnikání je investování do nemovitostí, jejich správa a pronájem. Oproti nemovitostním fondům vykazují výrazně vyšší volatilitu, což je pochopitelné, obchoduje se s nimi na burze jako s jakoukoliv jinou akcií. Slouží však jako poměrně dobrý indikátor vývoje nemovitostních trhů. Vždyť v případě REITs zpravidla neděláte nic jiného, než že kupujete podíl v mnoha nemovitostech ve vlastnictví trustu. Ovšem vývoj cen akcií REITs není přímo odvislý od ceny nemovitostí v majetku trustu, je odvislý od očekávání investorů, kteří své očekávání zohlední do ceny akcie REITs, při jaké chtějí nakupovat, respektive prodávat. To ale neznamená, že jsou ceny akcií REITs nevyovídající. Jen mají sklon mírně přehánět (tentokrát vlivem pádu akciových trhů v září a říjnu přehánění hodně) a mírně předhánět trh s nemovitostmi.

Tabulka 4: Roční vývoj REITs dle indexů GPR k 30.9.2008

GPR 250 Global	-42,9%
GPR 250 Americas	-39,3%
GPR 250 Europe	-36,9%
GPR 250 Asia	-50,3%
GPR 250 Africa	-23,8%
GPR 250 Oceania	-53,4%
Belgie	-20,3%
Jihoafrická republika	-23,8%
Nizozemí	-27,6%
Hong-Kong	-29,5%
Kanada	-31,8%
Francie	-37,3%
Velká Británie	-38,7%
USA	-39,9%
Singapore	-51,8%
Japonsko	-51,8%
Austrálie	-53,4%
Turecko	-68,1%

Vývoj ve světě

V tabulce číslo 4 je zobrazen vývoj GPR indexů REITs na roční periodě k 31.10.2008. Jak můžete vidět, největší pokles zaznamenaly REITs z asijsko-pacifické oblasti, přibližně mínus 50%. USA a Evropa se drží světového průměru okolo mínus 40%. Ještě jednou ale podotýkám, že čísla jsou oproti reálnému trhu s nemovitostmi nadnesená. Podíváme-li se na konkrétní země, pak nejhůře je na tom Turecko, které jsem ještě začátkem roku doporučoval jako jednu z dlouhodobě perspektivních investic. Tady jsem se hodně mýlil, alespoň momentální výsledky tak vypadají. Velmi špatně si vede také Japonsko a Austrálie, před kterou jsem v dubnu varoval. Do smutné hitparády by určitě přibylo mnoho dalších zemí, ve kterých REITs neexistují, nebo je GPR sleduje kratší dobu než rok. Jmenujme z velkých zemí například Čínu a Indii, z Evropy pak Španělsko, Itálii a Německo.

V Evropě, USA, Austrálii a Japonsku se dá očekávat pokračující pokles cen nemovitostí, který ve většině případů nemusí být prudký, ale spíše postupný a zdoluhavý. Než se ceny nemovitostí dostanou k dlouhodobému trendu, to asi mnoho let potrvá. Podobně musí čas postupně strávit nadměrnou výstavbu bytů z uplynulých let. Speciálně i nadále varuji před Velkou Británií, Irskem a Španělskem, kde se nemovitosti jeví extrémně nadhodnocené. Jiná by však mohla být situace u zemí, 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 již zmiňované 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

Graf 13: index TOPIX REITs (Japonsko)



Graf 14: akcie Orco Property Group



rozdíl v ocenění zdá být extrémní a domnívám se, že jde do značné míry o "fóbiu" investorů ze všeho, co je s realitním trhem spojeno.

Už v dubnu jsem psal to samé. Už tehdy jsem je doporučoval nemovitostní akcie jako podhodnocené. Od té doby sjely o další desítky procent jako dítě na skluzavce. Nyní se propad (snad) konečně zastavil. Myslím, že nyní už je skutečně ideální doba nasednout. Všem investorům se zároveň omlouvám za ukvapené doporučení z jara, i když jsem stále přesvědčený, že se za pár let nemovitostní akcie dostanou výrazně nad své hodnoty z dubna.

5. Měny

Pořádná vichřice se prohání poslední dobou také na forexu, tak se nazývá trh, kde se obchoduje s měnovými páry. V tabulce číslo 5 jsou kromě základních měnových párů uvedeny měny, ke kterým česká koruna za posledních 12 měsíců nejvíce posílila a oslabila. Nejsou zahrnuty Venezuela a Zimbabwe, kde došlo k devalvaci měny. Vůbec největší růst zaznamenala koruna vůči turkmenskému manatu a vůči islandské koruně. Naopak nejhorší bilanci má s japonským jenem.

Konec posilování koruny?

Oproti euru se koruna stále drží zhruba 10% v plusu. Nicméně na grafu je vidět, že pohyb se nyní zastavil. Snad již došlo na má slova z dubna, že rychlost posilování koruny je nezdravá a bude-li v ní pokračovat, špatně to skončí. Dlouhodobé posilování koruny bylo dáno zejména dvěma faktory, rychlejším růstem české ekonomiky vůči

Graf 15: vývoj kurzu EUR/CZK



Tabulka 5: Top/Flop roční vývoj koruny vůči vybraným měnám k 31.10.2008

Turkmenistán	TMM	62,87%
Island	ISK	49,30%
Namibie	NAD	33,75%
Jihoafrická rep.	ZAR	33,65%
Svazijsko	SZL	33,37%
Lesotho	LSL	33,18%
Jižní Korea	KRW	28,33%
Austrálie	AUD	26,91%
Velká Británie	GBP	20,38%
EU	EUR	10,16%
USA	USD	-1,72%
Švýcarsko	CHF	-2,53%
Bolivie	BOB	-10,08%
Čína	CNY	-11,12%
Papua-Nová Guinea	PGK	-12,03%
Moldávie	MDL	-12,23%
Sýrie	SYP	-13,00%
Laos	LAK	-14,12%
Gruzie	GEL	-15,80%
Japonsko	JPY	-19,68%

eurozóně a kladnou obchodní bilancí s eurozónou. Relativní nadvýkonnost by si česká ekonomika mohla udržet i v nynější situaci, kdy se eurozóna dostává do recese. I česká ekonomika výrazně zpomaluje a je otázkou, zda také nesklouzne do recese, i když s tím zatím nikdo nepočítá, zcela vyloučit to nelze. Zásadnější vliv na kurz koruny vůči euru ale bude mít vývoj obchodní bilance. Dá se očekávat, že exporty budou nyní klesat, což by mohlo v konečném důsledku oslabit korunu. Každopádně se jeví jen málo pravděpodobné, že by koruna vůči euru

nadále posilovala. Pokud se tedy nestane něco mimořádného s eurem, jako kdyby například některá země vystoupila z měnové unie a vrátila se ke své původní měně. Ani takový scénář není nereálný.

Americký dolar na vzestupu

Od července došlo k velkému zvratu na devizových trzích. Do té doby několik let v kuse oslabující dolar náhle prudce otočil směr. Na ročním srovnání je nyní s korunou zhruba na nule. Ovšem od července dolar posílil vůči euru přes 20%. Co za posilováním stojí? To je klíčová otázka pro další vývoj. Protože buď jde jen o krátkodobé vychýlení z dlouhodobého trendu, nebo jde o změnu dlouhodobého trendu. Přesnou odpověď neznám, takže si ani netroufám odhadovat další vývoj dolaru. Řeknu jen tolik, nepřekvapilo by mě, kdyby za rok byl kurz EUR/USD 1:1, ale nepřekvapilo by mě ani to, kdyby se kurz opět otočil a za euro jste ve směnárně dostali dva dolary. Oba extrémy jsou možné a oba dva asi stejně pravděpodobné. Nejpravděpodobnější je, že kurz bude někde mezi. Kde přesně, to je ve hvězdách.

Graf 16: vývoj kurzu EUR/ISK (Island)



Ale zpět k tomu, co za tak prudkým pohybem stojí. Zde uvádím několik faktorů, které tlačí dolar nahoru:

1) Nedostatek dolaru v zahraničí. Mnoho transakcí světového obchodu probíhá v dolarech, mnoho závazků (úvěrů) je v dolarech a na odkup mnoha "špatných aktiv" (viz první oddíl o finanční krizi) jsou potřeba dolary. Dolar se nyní za hranicemi USA stává "vzácnějším", až příliš mnoho se ho vrací do Států. Mimo jiné také mnoho investorů a hedge fondů prodává své podíly v komoditách a v akciích emerging markets, čímž stahují dolar do USA, zatímco poptávka centrálních bank po dolaru roste. To žene dolar nahoru. A tady je právě otázkou jak silný vliv tento faktor má a jak dlouho tato situace potrvá. Ale vliv je tu evidentní. Stačí se podívat na vývoj různých měn vůči dolaru. Nejlepší výsledky mají země s největšími dolarovými rezervami, ty totiž nemají "nedostatek" dolaru.

Graf 17: vývoj kurzu EUR/USD



2) Pokles cen komodit a klesající import. Tento faktor většina analytiků podceňuje. Často se uvádí, že díky rostoucímu dolaru padají komodity. To je částečně pravda. Ale platí to i opačně, a to zejména u ropy. Padající cena ropy tlačí dolar nahoru. Jsou to spojené nádoby, síly, které se vzájemně umocňují. S poklesem ceny ropy na světových trzích totiž zásadním způsobem klesá deficit obchodní bilance USA. Vždyť

Spojené státy dováží denně 13 milionů barelů ropy a ropa tvoří cca 8% celkových importů USA. Kromě toho klesají importy i u spotřebního zboží vlivem recese způsobené poklesem spotřeby domácností. Tudíž se do zahraničí exportuje méně dolaru, což opět tlačí jeho cenu nahoru.

3) Fed už nemá v podstatě kam dál snižovat úrokové sazby, kdežto v EU lze očekávat další výrazné snižování úrokových sazeb. Toto očekávání dolaru také pomáhá.

Raději nespekulovat, ale rozkládat riziko

Odhadování pohybů měnových kurzů je složité, do hry vždy vstupuje mnoho faktorů. Navíc jde o relativní veličinu – poměr dvou měn, ne absolutní, jako u fyzických aktiv. Vypůjčím si zde slova známého ekonoma Johna Kennetha Galbraitha: „*Účelem ekonomických předpovědí je dělat z astrologie respektovanou vědu.*“ Takže na měny jako samostatné investice raději zapomeňte.

Zato však bych zde chtěl zdůraznit, jak důležité je v rámci portfolia diverzifikovat mezi různé měny. Zpravidla se u investic doporučuje vyhýbat se měnovému riziku, nebo ho nějakým způsobem eliminovat zajištěním do koruny (obecně do domácí měny). Jak už jsem dřív rozebíral v [seriálu o konstrukci dlouhodobého pasivního portfolia pro dynamického investora](#), já zásadně (nejedná-li se o konzervativního investora) doporučuji měnové riziko naopak podstupovat a rozkládat portfolio kromě jiného i měnově. Proč? Jednak v koruně je k dispozici velmi málo investic, chcete-li třeba investovat do japonských nemovitostí, tak v koruně žádnou příležitost nenajdete. A pak, už jsem na to narazil u akcií na konci druhého oddílu. Česká republika je pro většinu světa banánovou republikou s exotickou měnou. Z globálního pohledu je tedy pro řízení rizik důležité neupínat se jen na českou korunu. O jejím vývoji stejně rozhodují velcí hráči v Londýně, v New Yorku a v Tokiu.

6. Co to pro lidi znamená? Shrnutí jak investovat

Z pohledu Čecha rozhodně nejde o konec světa. Vždyť u nás lidé zatím pociťují, že se něco děje, tak akorát na úrocích u hypotéky, nebo na cenách akcií. Ale bude hůř. Postupem času se pravděpodobně dostaví i další efekty – pokles cen nemovitostí, odliv zahraničního kapitálu, růst nezaměstnanosti, propouštění zejména v bankovníctví a ve výrobních firmách orientovaných na export (např. i celý automobilový průmysl), pomalejší růst mezd. Těžko se to odhaduje, protože vše závisí vždy na mnoha faktorech. Zásadní nyní je, aby české banky byly schopné poskytovat krátkodobé komerční úvěry, aby se nedostaly do stejných problémů jako banky v USA a západní Evropě.

Některé země se budou pravděpodobně potýkat s horšími následky. Zejména země s vysokým zadlužením domácností a vysokým zadlužením státu (např. Japonsko, Itálie, Libanon, Egypt, Řecko, Portugalsko, Belgie...) Dále silně industrializované ekonomiky orientované na výrobu a vývoz spotřebního zboží, typický příklad Čína.



Jak by se měl zachovat investor?

Bude to znít "podlézavě", ale nezkušený investor by měl v první řadě vyhledat zkušeného poradce. Doba, kdy si investor mohl při rozhodování s trochou nadsázky klidně hodit kostkou, protože všechno rostlo jako houby po dešti, je nenávratně pryč. Dva roky zpátky jsme byli svědky souběžného růstu cen všech aktiv: akcií, nemovitostí, komodit i dluhopisů. Nyní jsme se dostali do opačného extrému, všechna aktiva svorně klesají. Dokonce i dluhopisy dostaly poslední měsíc pořádnou ránu přes prsty v důsledku krize důvěry. Jen velmi těžko se dnes hledají ziskové investice. Útěchou může být, že jde pouze o přechodné období, i když může trvat několik let (některé scénáře mluví až o deseti letech stagnace).

U **krátkodobého horizontu** (1 rok) by pro většinu lidí bylo možná nejmoudřejší vůbec neinvestovat, rozhodně pokud nejste ochotní akceptovat notnou dávku rizika. Vydělat sice lze, ale téměř vždy jde ryze o spekulaci, zda se do roka trend obrátí a zda budou ceny aktiv za rok vyšší než dnes. Drobným investorům bych si troufl doporučit akorát zlato a pár strukturovaných produktů. Ani mezi strukturovanými produkty však není lehké najít investice s dostatečnou ochranou a přitom zajímavým ziskem, aby stálo za to podstupovat riziko. Pak se nabízí dluhopisové fondy. Pokud by ČNB v následujících měsících snižovala úrokové sazby, měla by cena dlouhodobých dluhopisů o pár procent stoupnout. Navíc připočteme-li úrokový výnos dluhopisů, je ve hře zajímavý celkový výnos. Ovšem ani taková investice není bez rizika. Opticky se jeví výnosy do splatnosti velmi atraktivní zejména u korporátních dluhopisů a u tzv. high yield dluhopisů. Ale tady pozor, oboje jsou v dnešní situaci velmi rizikovou investicí, zůstal bych raději u konzervativních vládních dluhopisů.

Právě se stalo, ČNB snížila sazby o 0,75 procentního bodu.

S velkým kapitálem se nabízí ještě některé hedge fondy a nebo je možné použít tzv. alfa strategie (investiční strategie, kdy je rozhodující nadvýkonnost jednoho aktiva nad druhým). Některé hedge fondy i alfa strategie jsou sice dostupné prostřednictvím certifikátů i drobným investorům, ale podkladová aktiva zrovna dvakrát šťastně zvolena nejsou. Aby tedy bylo možné takto investovat efektivně a zároveň minimalizovat riziko širší diverzifikací, bavíme se o kapitálu řádově v desítkách milionů.

Na **střednědobém horizontu** se už jeví velmi zajímavě i některé akcie. Před rokem by mě ani ve snu nenapadlo, že by ještě někdy mohly být tak levné jako dnes. Až dojde k obratu trendu, pak akcie s nejlepšími fundamenty rychle porostou zpět. Je však nutné velmi obezřetně vybírat konkrétní tituly. Mnohé akcie se totiž i po obratu trendu budou jen pomalu plazit nahoru a budou to mnohdy "těžké váhy". Indexové investice proto v tomto případě moc vhodné nejsou. Pro efektivní a dostatečně diverzifikované investování výběrem konkrétních akcií je potřeba mít kapitál zhruba od půl milionu korun výše, s menším kapitálem je lepší zůstat u aktivně řízených podílových fondů. Tady pozor, většina fondů se jako aktivně řízené tváří, ale ve skutečnosti jen plus minus kopírují indexy. Musíte vybírat důsledně.

Máte-li **dlouhodobý horizont**, je výběr široký i pro drobné investory, zejména na poli akcií. Je možné volit konkrétní tituly, ale také investovat prostřednictvím podílových fondů či indexových produktů. Důležitá je dobrá regionální i sektorová diverzifikace



(rozložení portfolia za účelem minimalizace rizika). Nákupy každopádně doporučuji realizovat postupně, u některých odvětví je možné začít hned, u některých (banky, strojírenství) bych ale minimálně půl roku ještě počkal.

V nejjednodušší situaci jsou investoři s dlouhodobým horizontem a minimálním počátečním kapitálem. **Pravidelné investice**, a to třeba jen po tisícikoruně měsíčně, jsou obecně nejjednodušší a zároveň nejméně rizikovou investiční strategií. Tady nemá smysl váhat, zda už je správný čas začít, protože poklesy v prvních letech pravidelného investování hrají ve prospěch investora. Důležité je pouze dobře zvolit do čeho investovat. Mnoho zajímavých postřehů na toto téma najdete v článku nazvaném [Individuální pravidelné investice jsou lepší než life-cycle programy](#).

A co dělat, máte-li plně zainvestováno a vystáli jste si za poslední rok velké ztráty? Nemá teď smysl z trhu panicky utíkat. Ale každopádně doporučuji dobře promyslet, zda držet, nebo zda v portfoliu udělat nějaké změny, např. zvolit investice, které mají větší potenciál v následujících letech růst.

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.

