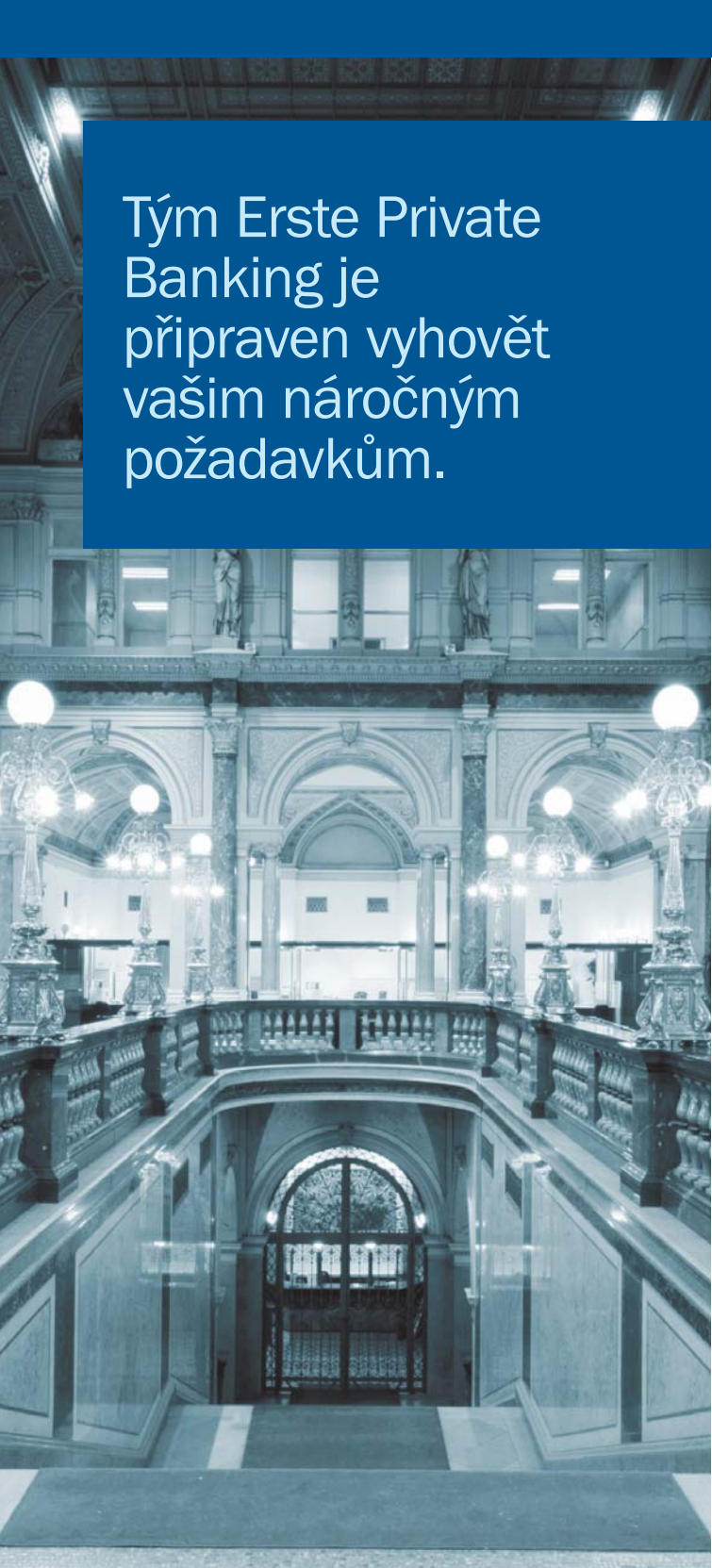


Reportér: Čtvrtletník pro klienty
Erste Private Banking

ERSTE 
BANK
Private Banking

ČESKÁ 
SPORITELNA





Tým Erste Private
Banking je
připraven vyhovět
vašim náročným
požadavkům.

EDITORIAL

3

KOMENTÁŘ K VÝVOJI TRHŮ

4-5

Investoři vidí světlo na konci tunelu

PRO POKROČILÉHO INVESTORA

6-7

Tvorba dluhopisového portfolia: barevný svět dluhopisů

PRO ZAČÍNÁJÍCÍHO INVESTORA

8-9

Dluhopisy ve víru dvou sester: inflace a deflace


PŘIPRAVILI JSME PRO VÁS

10

Výhled ERSTE-SPARINVEST pro akciové a dluhopisové fondy v roce 2012

Motto: „Soukromý sektor místo státu“

UNICEF



Dluhopisy by měly být
alfou a omegou
každého clientského
portfolia.

Vážené klientky, vážení klienti,

dovolte mi, abych vás přivítala na stránkách prvního vydání čtvrtletníku Erste Private Banking České spořitelny v roce 2012.

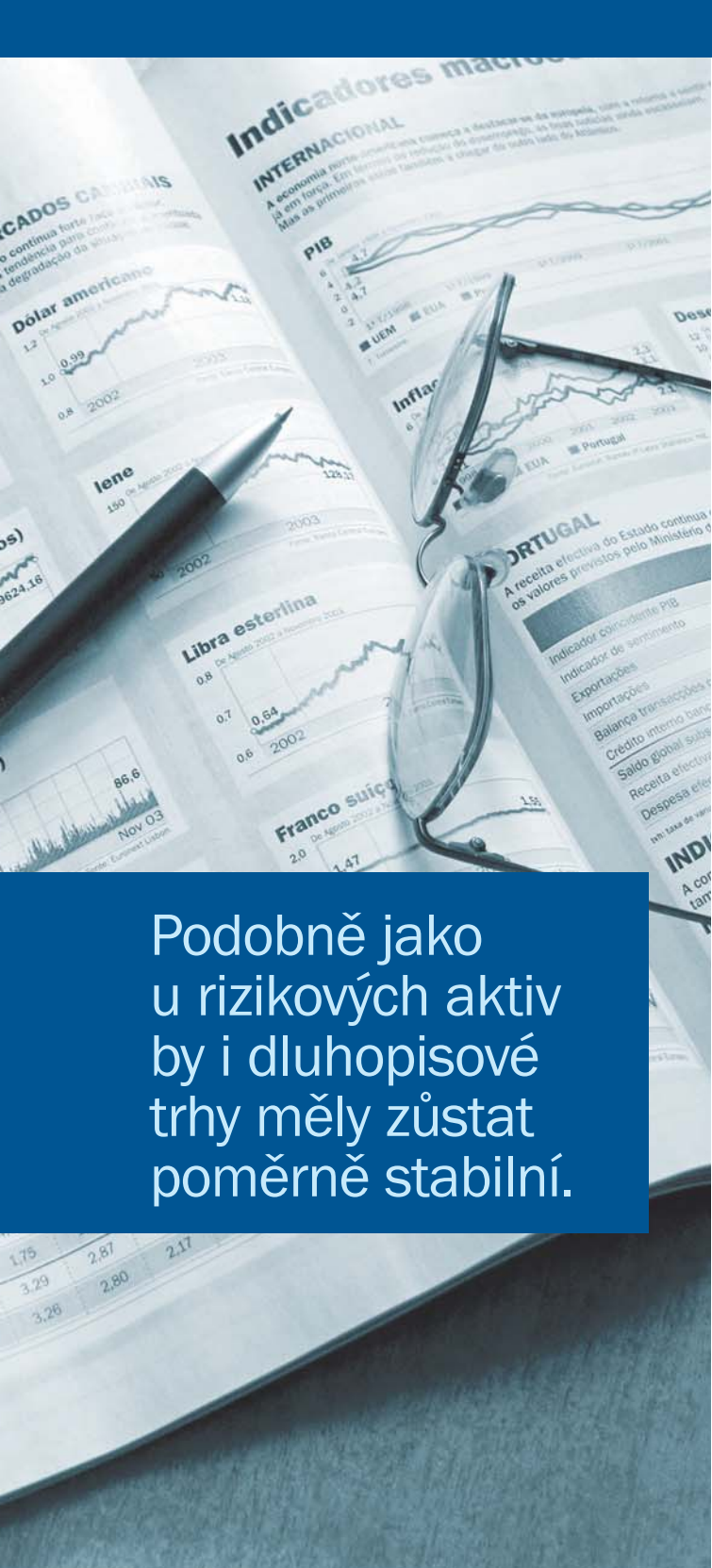
Trendem posledních měsíců a vlastně let je posun clientských preferencí směrem ke konzervativnějším investičním řešením. Většina klientů čím dál tím více upřednostňuje řešení, která jejich prostředky především ochrání a zachovají minimálně jejich hodnotu. Jsou tedy ochotni se vzdávat možnosti zajímavějšího zhodnocení, protože nechtějí podstupovat rizika s tímto spojená. Samozřejmě je mnoho investorů, pro které je potenciál výnosu důležitější a investují do rizikovějších akcií, komodit či alternativních investičních nástrojů. Přesto i tito se svými prostředky nakládají obezřetněji a zodpovědněji, svá investiční portfolia stále lépe diverzifikují a kladou důraz především na kvalitně poskládanou dluhopisovou část.

Jako hlavní téma aktuálního Reportéra jsme tedy zvolili dluhopisy, které by měly být alfou a omegou každého clientského portfolia. Vlastně bychom toto celé číslo mohli pojmenovat podle motto jednoho z článků: Barevný svět dluhopisů. Nahlédněte tedy do tohoto světa a také všeho, co ovlivňuje ceny a výnosy dluhopisů. Nechte se inspirovat jejich barevností, různorodostí i potenciálem. Umožňují nám totiž vytvářet jejich různými kombinacemi pestrobarevnou škálu investičních portfolií určených nejen konzervativním klientům. Pro mnohé z vás pak bude jistě zajímavé seznámit se s názorem sesterské společnosti ERSTE-SPARINVEST na vývoj trhů v roce 2012.

Po dlouhé a na sních netradičně bohaté zimě mi dovolte popřát vám do jarního období mnoho sil a energie pro váš osobní i profesní život.

S úctou

Milena Pelová
Erste Private Banking CZ
vedoucí týmu clientských služeb



Podobně jako u rizikových aktiv by i dluhopisové trhy měly zůstat poměrně stabilní.

Investoři vidí světlo na konci tunelu

Evropská centrální banka trhy stabilizuje, Řecko je destabilizuje

Začátek letošního roku je plně ve znamení pokračujících turbulencí způsobených evropskou dluhovou krizí. Je možné sledovat dvě základní tendence. První souvisí se zpřísněním pravidel pro bankovní sektor ze strany regulátorů a následnou snahou Evropské centrální banky (ECB) zajistit stabilitu finančního systému. Druhá je dominantně určována vyhocenými problémy Řecka a stínem, který vrhá na některé další státy na jihu Evropy. Tyto trendy působí do značné míry proti sobě a ještě více zesilují už tak silné napětí uvnitř eurozóny. Její severní části v čele s Německem se daří relativně dobře, naproti tomu jih se propadá do stále větších potíží způsobných kombinací fiskální restrikce a nízké konkurenceschopnosti, která je daná strukturálně. Probíhající úsilí politiků Evropské unie (EU) o řešení příčin dluhové krize směřuje především k de facto striktnější formě už známého mechanismu maastrihtských kritérií, takzvanému fiskálnímu kompaktu. Toto úsilí by mohlo přispět k dlouhodobé stabilitě Evropské měnové unie (EMU), protože by bránilo (pokud by byla dodržována pravidla) nadměrnému zadlužování jejich členských států vedoucímu k opakování současných problémů. Mimo centra pozornosti však tato jednání nechávají podstatnou část příčin krize: strukturální nevykonnost řady evropských ekonomik a tendenci k nežádoucí divergenci uvnitř eurozóny místo žádoucí konvergence. Dosavadní strukturální programy EU jsou očividně neúčinné až kontraproduktivní. Bez mechanismů směřujících k vyrovnávání konkurenceschopnosti jednotlivých regionů EMU bude samotný fiskální kompakt nedostatečný a napětí uvnitř eurozóny bude růst.

Překotné zpřísnění regulace bankovního sektoru přineslo problémy

Ve snaze napravit co nejrychleji část příčin, které vedly k dluhové krizi, přijali evropští politici v loňském roce řadu opatření ke zvýšení bezpečnosti bankovního sektoru. Proti tomu není v principu možné nic namítat. Problém však tkví v tom, že velmi přísné časování těchto opatření dostalo už tak značně oslabený bankovní sektor pod značný tlak. Banky především musí urychleně zvýšit svoji kapitálovou přiměřenost (čím vyšší je kapitálová přiměřenost, tím bezpečnější, ale méně vydělávající je banka), tj. poměr mezi jejich kapitálem a jimi poskytnutými úvěry. Úmyslem regulátorů bylo, aby banky zlepšily svoji kapitálovou přiměřenost navýšením kapitálu. Ten je však pro

banky kvůli propadu cen jejich akcií v posledních letech momentálně značně drahý. Proto se banky snaží hledat také jiné cesty, aby zlepšily svou kapitálovou přiměřenost. Jednou z nich je snížení množství poskytovaných úvěrů. Tento způsob je však velmi negativní jak z hlediska tzv. reálné ekonomiky (tedy té části hospodářství, která produkuje reálné výrobky a služby), tak z hlediska stability finančního systému. Za normálních okolností si banky bez problémů navzájem půjčují na rozsáhlém a velmi likvidním mezibankovním trhu – ty, které mají přebytek hotovosti z vkladů, ji půjčují ostatním. V situaci, kdy banka chce snížit svoji celkovou úvěrovou angažovanost, její ochota umístit svoji přebytečnou hotovost na mezibankovním trhu klesá, obzvláště v situaci, kdy má důvodné obavy o stav ostatních bank. Podle údajů zveřejněných v posledních týdnech skutečně na konci minulého roku docházelo k rozsáhlému a vážnému zdrhávání mezibankovního trhu a úvěrové emise. Tuto skutečnost potvrdil na tiskové konferenci, která se uskutečnila po únorovém zasedání ECB, i její prezident Mario Draghi. ECB na vážnou situaci pružně zareagovala dodáním dodatečné hotovosti, a především jako novinku zavedla tříletou aukci (tzv. LTRO neboli Long Term Refinancing Operation, což v překladu znamená dlouhodobá refinanční operace). Zájem bank o hotovost v tříleté aukci dosáhl téměř půl bilionu eur. Následovalo postupné uvolňování napětí ve finančním sektoru. Dodatečná hotovost navíc pomohla zvýšit poptávku po dluhopisech slabých států EMU (hlavně Itálie a Španělska) a přispěla k podstatnému zmenšení jejich problémů s tržním financováním dluhů. LTRO tak zásadním způsobem přispěla ke zlepšení nálady na finančních trzích, což se projevilo hlavně růstem ceny rizikových aktiv (akcie a komodity).

Řecko se propadá do stále větších problémů

Přes podstatné zlepšení situace na trzích však přetrvává opatrnost kvůli obavám z opětovného zhoršení dluhové krize eurozóny. Prim hraje Řecko, které se už dlouhé měsíce pohybuje na hraně bankrotu. Opakovaná snaha EU Řecko pomoci se setkává s neúspěchem, který je do značné míry dán kombinací neschopnosti a neochoty Řeků přistoupit na drastická úsporná opatření a propadu ekonomiky způsobeného především její nekonkurenceschopností v rámci EMU. Situace je natolik napjatá, že k jejím dramatičtějších vyhocení v podobě bankrotu může dojít téměř kdykoliv. Podle opakovaných prohlášení představitelů EU bude Řecko zastavena finanční pomoc, pokud nebude plnit podmínky

dohodnuté pro její poskytnutí. V Řecku zároveň hrozí politická nestabilita vyvolaná masovými protesty proti úsporným opatřením. Pokroky v jednáních o poskytnutí finanční pomoci vedou k chvilkovým uklidněním, za kterými však pravidelně následují krátké výbuchy nervozity přicházející obvykle po výroku nějakého politika, jenž v myslích obchodníků a investorů zpochybní zvládnutí řeckých problémů. Stále více a více pozorovatelů (včetně nás) nevěří tomu, že bude možné bruslit po tenčícím se ledu donekonečna. Podle našeho názoru měla Evropská unie dostatek času na přípravu řešení řeckého defaultu nebo dokonce vystoupení Řecka z eurozóny. Potvrdil to ostatně i německý ministr financí Scheuble, který prohlásil, že EU sice udělá všechno pro to, aby Řecko v EMU zůstalo, ale pokud to nebude možné, je připravena situaci zvládnout.

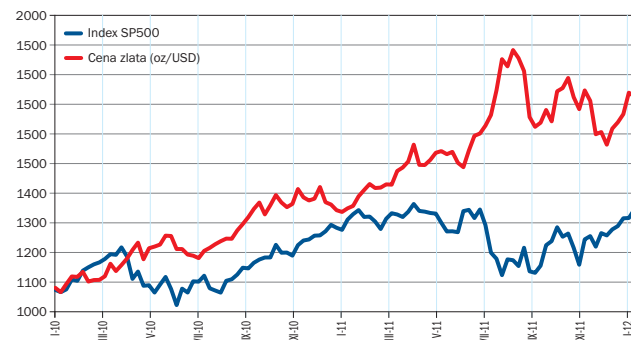
Spojené státy se vyhnuly hrozcí recesi

Z mimoevropských témat nejvíc ovlivňují vývoj na finančních trzích ekonomická výkonnost USA a Číny, dále pak trvající nestabilita na Blízkém a Středním východě. Vyhledky jak americké, tak čínské ekonomiky se v posledních několika měsících zřetelně zlepšily. Zatímco Spojené státy zápasily ve druhém pololetí minulého roku s rizikem výrazného zpomalení ekonomiky (spekulovalo se dokonce o možné recesi), hlavním čínským problémem byla zrychlující se inflace a překotný růst cen nemovitostí, který vyvolával obavy ze vzniku bubliny. Spojeným státům pomohla především stabilní spotřebitelská poptávka, která hospodářství udržela v mírném růstu. Ke konci minulého roku se začala zřetelně zlepšovat i situace na trhu práce, který byl od globální recese následující po finanční krizi hlavní slabinou americké ekonomiky. To dává šance na udržení mírného růstu i v letošním roce, což samozřejmě investory těší. Čína na riziko přehřátí ekonomiky a následného vzniku inflační spirály reagovala postupným utážením měnové politiky. Růst inflace se díky tomu postupně zpomalil. Důležité je, že zároveň sice došlo ke zpomalení růstu ekonomiky, ale ne na příliš nízké úrovni, které by hrozily její destabilizací. Čína nyní přistupuje k postupnému uvolňování měnové politiky, které by mělo umožnit udržení dostatečného tempa růstu. Jak v případě USA, tak v případě Číny není samozřejmě další vývoj bez rizika. Spojené státy mají podobně jako Evropa značné problémy s úrovní a tempem růstu státního zadlužení. Čína potřebuje svůj růst více orientovat na uspokojení domácí spotřeby, protože poptávka ve světě jako hybná síla ekonomiky jí nebude dlouhodobě dostačovat.

Nepokoje na Středním východě zvyšují cenu ropy

Bezprostřední dopady turbulencí na světovou ekonomiku, které loni začaly v Tunisku a postupně se rozšířily do řady dalších států tamního regionu, byly zatím jen omezené. V podstatě jediným důležitým faktorem ovlivňujícím světovou ekonomiku byla a stále je zvýšená riziková prémie u cen ropy, a tedy její vyšší ceny. Ani výpadek dodávek z Libye způsobený tamní občanskou válkou však nedostal cenu ropy přes 130 USD/barel. Hrozí ale další eskalace problémů, které by mohly lehce vyhnat cenu ropy vysoko přes 150 USD/barel – a to už by světová ekonomika rozhodně pocítila. Jde o významné riziko, které by v případě své realizace mohlo zásadně negativně ovlivnit výkonnost finančních trhů.

Příklad vývoje ceny rizikových aktiv



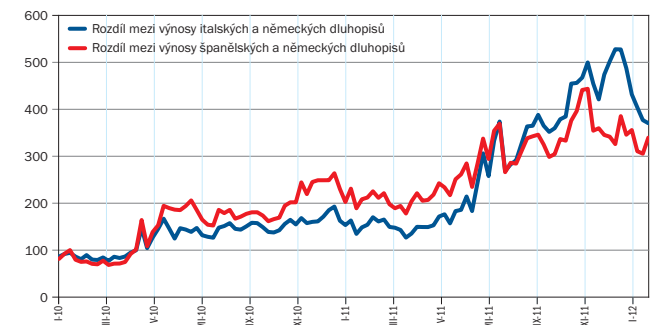
Zdroj: Bloomberg

Letošní obchodování začalo v mírně optimistickém duchu

Letošní obchodování na finančních trzích začalo v mírně optimistickém, i když stále poněkud vystrašeném a hodně opatrném duchu. Momentálně se daří především riskantnějším aktivům, jež byla v loňském roce oceňována za předpokladu horšího vývoje světové ekonomiky, než k jakému reálně dochází. Předpokládáme, že větší ochota investorů nakupovat riskantní aktiva vydrží. Velmi uvolněné měnové politiky hlavních světových centrálních bank spolu s relativně nízkou inflací a stále trvající obavou z opětovného zhoršení situace pomáhají udržet velmi nízké výnosy kvalitních státních dluhopisů. Podobně jako u rizikových aktiv by i dluhopisové trhy měly zůstat poměrně stabilní. Určitou výjimkou jsou dluhopisy Itálie a Španělska, u kterých očekáváme ještě další

pokles výnosů (tedy růst jejich cen). Neklidné by měly zůstat měnové trhy. Každá z hlavních měn (dolar, euro, japonský jen) má své problémy, což vede k občasným náhlým změnám směru vývoje kurzu. Po celé řadě úderů, kterým byla v několika minulých letech podrobena psychika investorů, se nedá čekat, že by se z nich přes noc opět stali skalní optimisté. Jak jsem se v předchozím textu snažil ukázat, je důvodů k rozumné opatrnosti stále dost. Přesto patřím k optimistům a věřím, že se i přes možné krátkodobé šoky dostáváme na cestu k postupnému zotavení světové ekonomiky, které s sebou přinese i lepší a stabilnější výkonnost finančních trhů.

Vývoj rozdílu mezi výnosy italských, resp. španělských, a německých dluhopisů (v b. p.)



Zdroj: Bloomberg

Luboš Mokráš,
analytik – ekonom
Česká spořitelna



Tvorba dluhopisového portfolia: barevný svět dluhopisů

Dluhopisy by měly tvořit základ portfolií naprostě většiny investorů. Je moudré nespolehat pouze na tuto jednu třídu aktiv a investiční portfolio doplnit přiměřeně o další protiinflační složky – akcie, komodity, reality apod. Ukážeme si ale, že i svět dluhopisů dokáže být barevnější, než by se na první pohled mohlo zdát. Při stavbě dluhopisového portfolia vystanou na mysli dvě nejběžnější „rizika“, která investor posuzuje. Riziko pohybu úrokových sazeb a riziko kreditní kvality emitenta.

Nedávná finanční krize a z ní vyplývající dluhová krize nás často přiměly hlouběji popřemýšlet o správném přístupu při tvorbě i té nejkonzervativnější části portfolia – státních dluhopisů. V minulosti se implicitně předpokládalo, že státní dluhopisy vyspělých zemí jsou tzv. bez kreditního rizika a není třeba nad nimi z tohoto pohledu dlouho rozmýšlet. Vychází se z faktu, že vláda drží v ruce mocný nástroj zvaný daně, a může tak zákonnými úpravami vždy zajistit dostatečný výběr prostředků na splátku svých dluhů. Kromě toho zde existuje institut centrální banky, která může předcházet problémům se splácením teoreticky nekonečnou tvorbou peněžních prostředků (žijeme již 40 let ve světě nekrytých peněz) či intervenovat na dluhopisových trzích a ovlivňovat přímo náklady financování dluhového břemena. Pak mluvíme o kvantitativním uvolňování, což jsou detailně diskutované aktivity většiny současných významných centrálních bank ve vyspělém světě. Delikátní hranicí míry ovlivňování nezávislosti centrální banky na vládě a možnými dopady na reálnou ekonomiku se na tomto místě zabírat nebudeme. Jak aktuální dění na trzích ukazuje, investor musí pečlivě posoudit kreditní riziko investic do státních dluhopisů – především u států s nezdravou bilancí a ještě více u států, které nedisponují „vlastní měnou“. **Pravidlo č. 1: Přemýšlejme o kreditně bezrizikové složce a ujistěme se, že zvolené státní dluhopisy jsou „bez kreditního rizika“, případně je riziko nesplacení dostatečně zohledněno jejich dodatečným výnosem.** V současnosti můžeme – naštěstí pro nás – české státní dluhopisy zařadit mezi ty nejbezpečnější instrumenty na evropském kontinentu. Úrokové riziko je další nedílnou součástí každého dluhopisového portfolia. Vyplývá z opačného pohybu ceny a výnosu fixně úročeného dluhopisu. Je ovlivněno především dobou do splatnosti, konstrukcí a výší

úrokového kuponu. Čím nižší je fixní kupon a delší doba do splatnosti, tím vyšší je riziko pohybu ceny z titulu změny úrokových sazeb. Základním měřítkem tohoto rizika je modifikovaná durace, zpřesnit jej můžeme konvexitou, popř. dalšími metodami měření. V případě, že investor drží dluhopisy až do splatnosti, je úrokového rizika ušetřen – čeká na splacení za „par“. Na tomto místě zmíníme i reinvestiční riziko, které vyplývá z nutnosti reinvestovat peněžní prostředky za aktuální tržní sazby. V případě jejich poklesu pak investor nemusí docílit plánovaného výnosu do splatnosti ani při jejich držbě až do splatnosti. Při aktuálně nízkých úrokových sazbách je ale toto riziko nízké. **Pravidlo č. 2: Míra úrokového rizika (hodnota modifikované durace) určuje, jaké kolísání kapitálové hodnoty vyplývající z pohybu aktuálních úrokových sazeb můžeme očekávat.**

Nyní se vrátíme ke kreditnímu riziku, které však budeme zkoumat s ohledem na záměrné navýšení rizika portfolia při současném navýšení očekávaného výnosu dluhopisové investice (nejedná se o jeho zanedbání). Firemní emitenty obvykle rozdělujeme na ty, kteří mají známku investičního stupně, a na firemní emitenty ze spekulativního pásma – tzv. high yield dluhopisy. Tomu odpovídá i velikost dodatečného výnosu, které oba typy dluhopisů nabízejí. Rozdělení těchto dluhových cenných papírů je definováno ratingovými agenturami. Jelikož high yield dluhopisy patří mezi nejatraktivnější segmenty současného světa dluhopisů, zastavíme se u nich detailněji. High yield dluhopisy původně vznikly jako dluhopisy tzv. padlých andělů, tedy dluhopisů firem emitovaných v investičním stupni, které během života propadly do spekulativního pásma. Na počátku 80. let minulého století však americké investiční banky začaly tvořit trh přímo pro emitenty a investory této specifické kategorie. Postupně se stal tento trh etablovanou součástí světa dluhopisových investic, v 90. letech se rozvinul i v Evropě a dnes tento segment představuje dluhopisy v hodnotě asi 1,4 bilionu USD (ML Global High Yield Index). Objem nových emisí, které ovlivňují celkovou velikost tohoto segmentu, samozřejmě kolísá podle aktuálních tržních podmínek. Velikost trhu je rovněž ovlivněna počtem a velikostí nových „padlých andělů“, popř. „rostoucích hvězd“ (přechod z high yield do investičního

stupně). Tento segment dluhopisů nabízí několik zajímavých benefitů. High yield dluhopisy dosahují v delším období logicky vyšší výkonnosti než dluhopisy státní nebo dluhopisy investičního stupně. Zajímavější ovšem je, že tyto dluhopisy svojí výkonností nezaostávají příliš za akciemi, současně však vykazují nižší riziko (volatilitu). Další výhodou je fakt, že v případě likvidace společnosti stojí v kapitálové struktuře držitelé těchto dluhopisů před akcionáři investory. V neposlední řadě je důležitý jejich diverzifikační efekt, neboť mají nízkou míru korelace se státními dluhopisy, popř. firemními dluhopisy investičního stupně. To z nich dělá velmi atraktivní složku nejen dluhopisových portfolií. Průměrný požadovaný výnos high yield dluhopisů obvykle roste (cena klesá) v době ekonomického útlumu s tím, jak se zvyšuje riziko jejich defaultu (bankrotu) a naopak. Zároveň se na trzích implicitně obchoduje i míra návratnosti v případě likvidace firmy (recovery ratio), což tvoří jakési dno možného cenového poklesu příslušného dluhopisu.

Průměrná dlouhodobá výkonnost, nejhorší a nejlepší rok

	Geometrický průměr roční výkonnosti	Minimální roční výkonnost	Maximální roční výkonnost
Vládní dluhopisy *	7,20 %	-3,37 %	18,34 %
Dluhopisy High Yield**	8,96 %	-26,16 %	58,21 %

Data z let 1986-2010

*) Barclays Capital Government Index

**) Barclays Capital Composite High-Yield Index

Korelační koeficienty mezi segmenty dluhopisů

	Vládní dluhopisy***
Firemní dluhopisy investiční stupeň*	0,805
Firemní dluhopisy High Yield**	0,038

Data z let 1986-2010

*) Barclays Capital Government Index

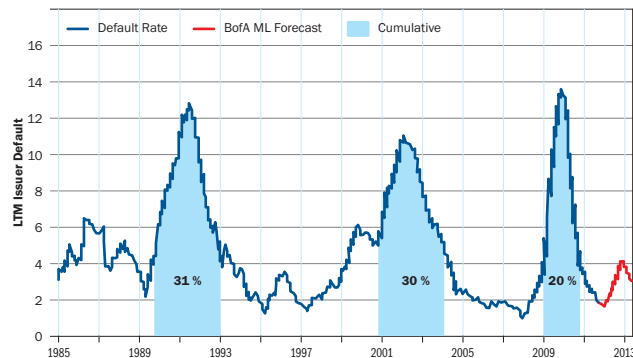
**) Barclays Capital Composite High-Yield Index

***) Barclays Capital Government Index

Tím se dostáváme k důležitým veličinám, které musí mj. sledovat správci portfolia korporátních dluhopisů. Kromě samotné ratingové známky se jedná především o výhled na kreditní kvalitu emitenta. Ten je sledován i ratingovými agenturami, jedná se tzv. rating outlook popisující vyhlídky pro příštích šest měsíců až dva roky. Pokud agentura zařadí

emitenta na tzv. rating watch, typicky rozhodne do tří měsíců o ponechání či změně stávající známky. Vůči všem těmto faktorům se investiční manažeři kontinuálně vymezují a porovnávají nabízený tržní výnos příslušných emisí s jimi očekávanými scénáři. Během cyklických ekonomických poklesů může v segmentu high yield dluhopisů projít restrukturalizací či likvidací více než čtvrtina emisí. Kvalitní správa portfolia je tedy velmi důležitá.

Historie míry defaultu high yield dluhopisů (průběh a kumulativně)



Zdroj: Bank of America/Merrill Lynch: High Yield, Loans in 2012, strana 9

Z výše uvedeného vyplývá, jak náročnou disciplínu představuje řízení portfolia firemních dluhopisů investičního i spekulativního stupně. Riziko možnosti defaultu konkrétního emitenta (event risk) je nutné eliminovat investicí do řady emitentů současně, což jedinečně zajišťuje investice prostřednictvím fondů korporátních dluhopisů. Citlivost pohybu ceny na změnu kreditní přírůžky, což by měl být důležitý parametr pro každého investora, vyjadřuje tzv. spreadová durace. Ta je funkcí především doby do splatnosti dluhopisu. A jsme u pravidla č. 3: Celkovou míru kreditního rizika sledujeme nejčastěji prostřednictvím kreditních známek, citlivost ceny na změnu kreditní prémie pak vyjadřuje spreadová durace (odvozená od doby do splatnosti). Zařazení firemních dluhopisů prospívá portfoliu zvýšením očekávaného výnosu při využití efektu diverzifikace rizika. Investice z oblasti firemních dluhopisů je nejvýhodnější provádět prostřednictvím fondů korporátních dluhopisů, které zajišťují efektivní investici do většího počtu jednotlivých emitentů.

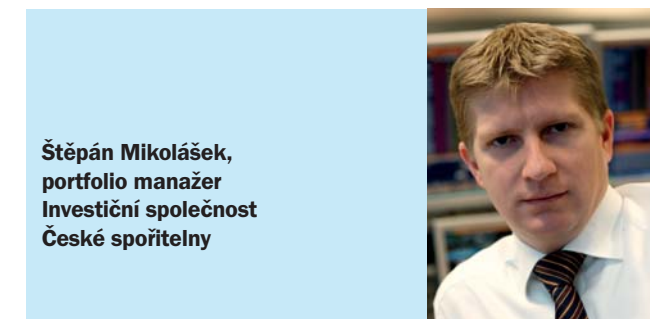
Popsané typy dluhopisů patří mezi nejčastější základní kameny dluhopisového portfolia. V tomto textu pomineme další bondové investiční možnosti, jako např. hypoteční zástavní listy, municipální dluhopisy, aktivy zaručené dluhopisy (ABS) či konvertibilní dluhopisy. Jedná se o relativně specifické oblasti, které obvykle patří do náplně práce profesionálních portfolio manažerů.

Dostáváme se k samotné konstrukci dluhopisového portfolia. Nejčastějším přístupem pro tvorbu dluhopisového portfolia je tzv. Core/Satellite (Jádro/Satelit). Ten spočívá ve vytvoření kvalitního základu dluhopisového portfolia, který by měl přesně naplňovat požadavky a očekávání investora. V našich podmínkách se typicky jedná o kvalitní portfolio českých státních dluhopisů. Při dostatečně velkém majetku můžeme takové portfolio vystavět přímou investicí do jednotlivých emisí, což je vhodné, především pokud investiční horizont investora odpovídá splatnosti těchto emisí. Znamená to, že můžeme počítat s držbou do splatnosti a nejsme vystaveni nutnosti realizace za tržní ceny – tedy úrokovému riziku. Alternativu pak představuje investice do kvalitního podílového fondu investujícího do českých státních dluhopisů. Podle přijatelné míry rizika pak můžeme začít přidávat další typy dluhových nástrojů, kterými navyšujeme očekávaný výnos. Průměrné konzervativní portfolio může být asi z jedné třetiny tvořeno firemními dluhopisy investičního stupně. Jelikož je nutné, aby tato část portfolia byla tvořena dluhopisy alespoň dvaceti emitentů, tady už se použití podílového fondu těžko vyhne. Další důležitou výhodou je odstranění měnového rizika na úrovni celého fondu, neboť v české koruně neexistuje dostatečný počet těchto kvalitních likvidních emisí. Na závěr je vhodné portfolio okořenit rizikovější složkou v podobě dluhopisů high yield, popř. dluhopisů rozvíjejících se zemí. Hovoříme o podílu až kolem 10 procent portfolia a optimálně o investici do desítek jednotlivých emisí – i tady je měnově zajištěný podílový fond z tohoto segmentu nutností.

Jednodušší a velmi efektivní řešení spočívá v investici do univerzálního dluhopisového fondu se širším zaměřením, který spravuje profesionální investiční manažer. Ten denně sleduje situaci na finančních trzích, vyhodnocuje nové

informace. Na základě aktuálního vývoje potom skládá portfolia z jednotlivých složek dluhopisů a kontinuálně složení fondu upravuje. Zároveň je plně zajištěno měnové riziko, a investor tak netrpí výkyvy měnových kurzů. Vývoj výkonnosti fondů včetně hluboké finanční krize nalezneme v následující tabulce. Propady univerzálního dluhopisového fondu Sporobond během krize 2008 nejsou nijak drastické, ve zbývajícím období fond těží z příměsi firemních dluhopisů.

Výkonnost v kalendářním roce (v %)	Sporobond – univerzální dluhopisový fond	ESPA Český fond státních dluhopisů	ČS Korporátní dluhopisový fond na rozmezí HY a investiční stupeň	High Yield dluhopisový
2004	6,27	5,80	--	--
2005	3,76	3,69	--	5,20
2006	1,75	1,10	--	1,92
2007	-1,24	-1,34	-4,96	-0,88
2008	-1,65	5,60	-34,13	-21,06
2009	7,07	6,92	65,99	38,47
2010	4,15	2,54	9,45	8,07
2011	2,78	2,56	-15,28	-4,37



Štěpán Mikolášek,
portfolio manažer
Investiční společnost
České spořitelny

Dluhopisy ve víru dvou sester: inflace a deflace

Jsou výnosy státních dluhopisů dvou hlavních ekonomik – USA a Německa – příliš nízké a čeká nás jejich růst? Nebo budou dále klesat? Jsou výnosy státních dluhopisů ostatních zemí v eurozóně na úrovních, které odrážejí? Nebo je reakce trhu přehnaná? Tyto otázky trápí každého investora, který chce investovat do dluhopisů. Pojďme se proto podívat, co výnosy dluhopisů ovlivňuje a bude ovlivňovat.

Výnosy dluhopisů nejsou ničím jiným než cenou, kterou musí platit stát investorům za půjčení peněz. Respektive cenou, kterou vyžaduje investor od státu za nákup státního dluhu. Když mluvíme o státním dluhu, často se má za to, že by výnos měl odrážet ekonomický vývoj daného státu. Jinými slovy, pokud ekonomika bude zrychlovat, měl by se zvyšovat výnos státního dluhopisu, a tudíž jeho cena by měla klesat. A samozřejmě je tomu i naopak. Proto jsou také někdy investoři do státních dluhopisů, tzv. bondaři, považováni z titulu své práce za vnitřní pesimisty. V případě nepříznivého vývoje ekonomiky by totiž měly výnosy klesat a jejich cena růst. A investoři do akcií zase za vnitřní optimisty, jelikož růst ekonomiky je spojen se zvyšováním zisků firem. Toto rozdělení je samozřejmě velmi schematické a nepřesné, neboť jsou situace (a takovou máme i nyní), kdy by spousta bondařů spíše přivítala pozitivní zprávy.

Svatá trojice: růst, inflace a riziko

Možná si kladete otázku, proč by měl slabší ekonomický vývoj působit pozitivně na cenu dluhopisu. Logika, která to vysvětluje, je následující. Když ekonomiky začnou zpomalovat, centrální banky zahájí snižování sazeb. Banky z řad dluhopisových investorů se tak ocitají v situaci, kdy je pro ně méně výhodné uložit peníze u centrální banky, a hledají jiné investiční příležitosti. Ty ale nenacházejí v investičních plánech podniků a domácností, protože (jak bylo v úvodu řečeno) ekonomika

zpomaluje a těchto projektů je zákonitě méně. Proto začnou více poptávat státní dluhopisy. Podobně se rozhodují i další investoři – investiční fondy, penzijní fondy, pojišťovny atd. Historická zkušenost ukazuje, že po finanční krizi přichází období nižšího ekonomického růstu. Minulost nám říká, že USA porostou v následujících deseti letech v průměru o 2 % ročně a eurozóna o zhruba 1 %.

Další důležitou proměnnou ceny a výnosu dluhopisu je inflace. Tady je mechanismus více intuitivní. Inflace užírá z kupní síly peněz, a každý investor proto chce, aby byl proti inflaci chráněn. Z tohoto důvodu se s růstem inflace zvyšuje i požadovaný výnos. A opačně, s poklesem inflace či dokonce v případě deflace (tedy poklesu cen) požadovaný výnos klesá a cena roste. Otázka, zda nás čeká inflace nebo deflace, je tudíž velmi klíčová. Proto se na ni podíváme mnohem blíže. Ale nejprve zmiňme další faktor, který ovlivňuje výnos dluhopisu.

Jedná se o rizikovou prémii, kterou investor požaduje za to, že nakoupí dluhopis dané země. Čím rizikovější země, tím vyšší tato odměna. Samozřejmě jde o rizikovost vnímanou a ne skutečnou. Dobrým příkladem je dluhová krize v eurozóně. Před ní nevnímali investoři Řecko jako výrazně rizikovou zemi, neviděli přebujelý bankovní sektor Irska nebo slabost Portugalska. Nebrali jako velké riziko skutečnost, že dluh Itálie je vyšší, než kolik daná ekonomika vyrobí za rok, tedy přesahuje 100 % HDP. Investoři vnímali tyto ekonomiky spíše jako vzdálenější spolkové země Německa. Protože jak jinak si lze vysvětlit, že rizikové premie pro státní dluhopisy těchto zemí byly v minulosti tak nízké a blízko rizikové premii Německa? Důležitým faktem je tedy rizikovost ekonomiky a úroveň zadlužení, a to nejen vlády. Například Irsko mělo před krizí jeden z nejmenších dluhů vlády v EU, ale ostatní sektory (podniky

a domácnosti) byly předlužené. Jejich bankovní sektor představoval nafouknutou bublinu, po jejímž splasknutí převzal dluhy bank stát.

Souboj dvou táborů: inflačního a deflačního

Rostoucí zadlužení vlád logicky vyvolává otázku, jak budou vlády své dluhy řešit. Vláda může svůj dluh snížit vyšším ekonomickým růstem (to by chtěly všechny země, ale kdo bude zvyšovat spotřebu?), reformami (což se zase moc nelíbí lidem, protože to znamená nižší dávky, dražší služby, vyšší daně), odpisem dluhu (proti tomu se budou bouřit vlastníci dluhu) nebo vyšší inflací. Ti, kdo se obávají akcelerace inflace, upozorňují, že nafukování bilancí centrálních bank ukazuje, že centrální bankéři jsou připraveni pomoci politikům v této cestě. Že ještě akceleraci inflace nevidíme? To je normální, říkají. Vytíštěné peníze zkrátka jednou probublají do vyšších cen, tak tomu prostě v minulosti bylo.

Máme tady i druhý tábor ekonomů, který říká, že ceny budou naopak klesat. Proč? Svět před finanční krizí si díky rostoucímu zadlužení žil nad poměry. Ale časy hojnosti skončily, je potřeba zaplatit účet, předlužené domácnosti a podniky se budou muset oddlužit. A to vyššími úsporami. Pokud budou více spořit, budou logicky méně utrácet. Svět má však vybudované výrobní kapacity pro mnohem vyšší poptávku, a výroba bude tudíž tuto poptávku převyšovat. Základní kurz ekonomie učí, že taková situace vede k poklesu cen, který nás podle této party čeká. Zkušenosti z velké deprese a Japonska na začátku devadesátých let jim dávají za pravdu. Zajímavé je, že oba tábory nacházejí oporu pro svůj názor v minulosti. Jinými slovy: V případě inflace je historie méně jasná.

Podívejme se na argumenty deflačního tábora detailněji. Přibližně od 80. let jsme svědky, jak globalizace vede k přesunu



Jsou výnosy státních dluhopisů zemí v eurozóně na úrovních, které odrážejí?

výroby z vyspělých do rozvíjejících se ekonomik s nižšími náklady na práci. To samozřejmě tlačí na mzdy nízkopříjmových skupin ve vyspělých ekonomikách (především dělníků), které v posledních třiceti letech stagnovaly. Naopak rychle rostly mzdy vysokopříjmových skupin, což dramaticky zvýšilo sociální nerovnost ve společnosti. Pokud by se nic nestalo, způsobil by tento vývoj snížení růstu spotřeby ve vyspělých ekonomikách či dokonce její pokles. Ale k tomu nedošlo, spíše naopak. Důvodem je, že vlády a centrální banky dělaly, co mohly, aby spotřebu udržely rostoucí. Centrální banky prostřednictvím nízkých sazeb, vlády pak posílením sociálního státu a růstem státního sektoru, tedy podílů mezd státních zaměstnanců na celku. Na přelomu 70. a 80. let byl podíl celkových mezd na HDP zhruba 50 %, dnes se pohybuje kolem čísla 45 %. Pokud se podíváme jen na soukromý sektor, zjistíme, že tento podíl poklesl dokonce na 35 %. Také došlo k tzv. demokratizaci dluhu – ke snazšímu přístupu ke dluhu a dokonce i ke zvýšení motivace k zadlužení. Výsledek je totožný bez ohledu na to, zda se pohybuje v USA nebo EMU: vysoké zadlužení ekonomik (tedy součet dluhu vlády, domácností a podniků). V roce 1980 dosahovalo kombinované zadlužení domácností, podniků a vlády ve vyspělých ekonomikách zhruba 160 % HDP. V roce 2010 to už bylo 320 %. Zadlužení tedy rostlo dvojnásobným tempem, než byl růst ekonomik.

Ruku v ruce s tímto vývojem začalo docházet k poklesu míry úspor domácností a k růstu deficitů tzv. běžného účtu. Když ekonomika spotřebovává více, než vyrábí, musí rozdíl mezi spotřebou a výrobou dovážet. To způsobí deficit běžného účtu. Na začátku 80. let byla bilance běžného účtu USA vyrovnaná, nicméně od roku 2000 musely USA pro uspokojení své domácí poptávky v průměru vytvořit deficit 4,5 % HDP. Průměr pro Španělsko je 6 %, Portugalsko 10 %, Island 12 % a Řecko dokonce 13 %. Pokud stát více dováží ze zahraničí, musí někdo ze zahraničí tuto nadměrnou spotřebu financovat. Tímto sponzorem jsou státy, které mají přebytek běžného účtu a vysokou míru úspor. Jedním z nich je např. Čína, která má průměrný přebytek běžného účtu 5 %. V EMU pak Německo a jádro kolem Německa. Tento vývoj zvýšil závislost ekonomik s nadměrnou spotřebou na ochotě zahraničních investorů (ať už soukromých investorů nebo vlád) tuto spotřebu financovat.

Jak je možné, že Němci financovali nadměrnou spotřebu v Řecku nebo komunistická Čína nadměrnou spotřebu imperialistů? Studenti ekonomie se učí, že pokud jeden stát má deficit a druhý přebytek, tak tím, co tyto nerovnováhy vyrovná, bude kurz. Posílení čínské měny způsobí, že vývozy Číny nebudou tolik cenově atraktivní a dojde k jejich poklesu.

Oslabení amerického dolaru zdraží čínské dovozy a poptávka po nich klesne. Deficity a přebytky běžného účtu se sníží. Tolik teorie. Teoreticky může fungovat cokoliv, v praxi však ne.

Pokles čínských vývozu sníží výrobu v Číně. Čína, protože nechce tuto situaci dopustit, brání v posilování svého kurzu. Obává se, že nižší tempo růstu by vedlo ke zvýšení nezaměstnanosti a potenciálně k sociálním nepokojům. Zdražení čínských dovozů by snížilo kupní sílu amerických domácností. USA proto vyznávají politiku silného dolaru. A Řecko nemůže oslabit svou měnu vůči Německu jednoduše proto, že ji mají společnou. Patový stav? Nikoliv. Pouze podmínky, které vedly k tomu, že nerovnováhy bobtnaly a bobtnaly. A jednou tato situace (chcete-li bublina) musí splasknout.

Inflace je pro vlády lákavým nástrojem, jak snížit reálnou úroveň vlastního dluhu. Na druhou stranu zkušenost Japonska ukazuje, že tato snaha se nemusí setkat s očekávaným výsledkem. Průměrný deficit vlády za posledních deset let je 7 %, centrální banka nastavila nulové sazby a provádí kvantitativní uvolňování. Výsledek? Průměrná inflace za posledních deset let se rovná nule!

Domácnosti musí snížit své dluhy tím, že zvýší úspory a budou méně spotřebovávat. Můžeme v takové situaci očekávat, že by ekonomika čelila nadměrným poptávkovým tlakům zvyšujícím ceny? Nebo si lze naopak představit, že podniky budou tlačeny k poklesu cen a snižování nákladů?

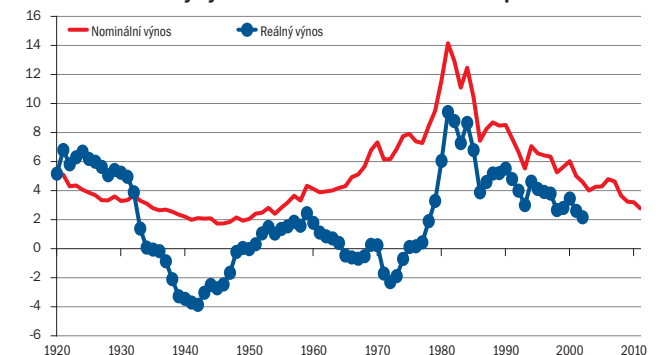
Velmi známý ekonom Irving Fisher popsal v roce 1933 ve své práci důsledky nadměrného zadlužení, tzv. dluhovou deflací. Jaké jsou symptomy? Slabá agregátní poptávka, pomalý růst peněžní zásoby, pokles obrátkovosti peněz v ekonomice, slabý trh práce a nízká důvěra domácností i podniků. V pozdějších stadiích se uvádí i pokles porodnosti. Slabá agregátní poptávka je logickým důsledkem toho, že v minulosti nadměrná poptávka byla udržována rostoucím dluhem. Za okolností, kdy finanční instituce snižují úroveň svého zapáčení (podíl úvěrů ke svému kapitálu) a vlády čelí nedůvěře ve schopnost splácet dluh, tento zdroj růstu se zastavuje, a dokonce spouští opačným směrem.

Kolikrát se peníze otočí v ekonomice, měří obrátkovost peněz. Pokud si tedy vezmeme množství peněz v ekonomice a vynásobíme ho obrátkovostí, získáme přibližný ukazatel počtu transakcí v ekonomice. A obrátkovost klesá. Za posledních pět let zhruba o jednu čtvrtinu. Počkat, počkat, řeknete si, a co to všechno kolem centrálních bank? Nízké úrokové sazby centrálních bank, pumpování peněz v ekonomice, kvantitativní

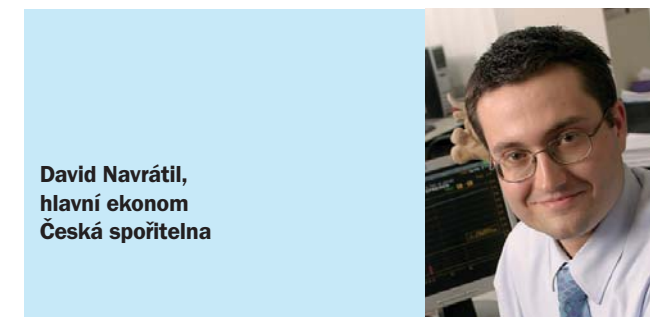
uvolňování... Ano, to zvyšuje peněžní zásobu, ale tyto peníze nejsou používány. Leží na účtech centrálních bank.

Důvody, které vedly k současné krizi, ukazují, že řešením by měl být dlouhodobě průměrný pomalejší růst ekonomik. A pokud se nic nezmění, tak deflace nebo velmi nízká inflace kolem nuly. Tento stav mohou zvrátit centrální banky. Nicméně aktuální akce pouze částečně kompenzují změny ve finančním sektoru. Pro investora do dluhopisů jsou tyto úvahy naprosto klíčové. Současná nejistota pramení z toho, že nevíme, zda centrální banky budou dělat vše, aby deflacii zabránily. Zkušenost Japonska ukazuje, že i přes velkou snahu se to nemusí podařit. I tak však státní dluhopisy pořád nabízejí zajímavou investiční příležitost. Zvláště pro českého investora, který chce vlastnit české státní dluhopisy. Česko má ve srovnání s ostatními zeměmi EU nízký státní dluh, zdravý bankovní sektor a také domácnosti nejsou předlužené. Struktura české ekonomiky umožňuje profitovat z růstu v rozvíjejících se ekonomikách. Mohu tak skončit citací divadla Jára Cimrmana: „Lepší počasí jsme si nemohli přát.“

Nominální a reálný výnos desetiletého státního dluhopisu USA



Zdroj: Ecowin a Česká spořitelna



David Navrátil,
hlavní ekonom
Česká spořitelna

Výhled ERSTE-SPARINVEST pro akciové a dluhopisové fondy v roce 2012

Motto: „Soukromý sektor místo státu“

Pro rok 2012 vidí ERSTE-SPARINVEST povzbudivé signály pro změnu trendu v ochotě investorů přijímat rizika. „Kvůli nízkým úrokům na peněžních trzích a u státních dluhopisů s prvotřídní bonitou se investoři začínají poohlížet po atraktivních investičních možnostech,“ uvádí předseda představenstva společnosti ERSTE-SPARINVEST Heinz Bednar. „Tradiční hodnocení bonity ‚státy jsou lepší než podniky‘ tak neplatí: Podniky mohou někdy poskytovat mnohem lepší perspektivu výnosů než mnohý stát, jehož bonita je posuzována.“

Problém zadluženosti ve vyspělých ekonomikách bude trhy trápit i v roce 2012. Na jedné straně z toho vyplývá vysoká poptávka po bezpečných státních dluhopisech (např. německých spolkových dluhopisech, státních dluhopisech USA), ačkoli se jejich výnosy nacházejí na historickém minimu a dluhopisy nepřinášejí již téměř žádné výnosy: „Neustále se zvyšuje tlak na investory, jak dosáhnout

stanovených investičních cílů,“ zdůrazňuje Harald Egger, ředitel investiční divize ve společnosti ERSTE-SPARINVEST. Vychází z toho, že se bude zvyšovat ochota investorů přijímat rizika. A to tím rychleji a intenzivněji, čím „mírnější“ bude předpovídaná recese v Evropě. Dopady vysoké státní zadluženosti se příliš neprojeví u podniků, ačkoliv i zde je patrné nadcházející oslabení konjunktury v Evropě. Egger říká: „Podniky jsou v dobré kondici a hospodaří velmi ziskově.“

Společnost ERSTE-SPARINVEST proto ve svých portfolích sází zesílenou měrou na **fondy zaměřené zejména na podnikové dluhopisy**, přičemž zohledňuje zajímavé kandidáty jak v segmentu Investment Grade, tak v sektoru High Yield. Dobré vyhlídky mají podle Eggera rovněž **státní dluhopisy rozvíjejících se trhů**. Ty se bez ohledu na problémy v Evropě a v USA nadále nacházejí na cestě k dlouhodobému růstu a těží z dalšího zlepšování své

bonity. Navíc na základě likvidity poskytované centrálními bankami eurozóny a USA může dojít ke zhodnocení měn těchto zemí vůči euru a dolaru.

Od konce minulého roku se projevuje rozmach také na akciových trzích. I když bude růst v USA v letošním roce s přibližně 2 % mírnější, je výhled pro Spojené státy příznivější než pro Evropu. V portfoliu akciových fondů společnosti ERSTE-SPARINVEST mají proto větší podíl akcie ze Severní Ameriky, evropské tituly zůstávají na stejné úrovni a japonské akcie mají nižší podíl. Z rozvíjejících se trhů slibují příznivé vyhlídky zejména akcie z Ruska a Brazílie. Z jednotlivých odvětví upřednostňuje společnost ERSTE-SPARINVEST tituly v komoditách, energiích a zdravotnictví. Svůj „comeback“ by mohly slavit také sektor IT a tituly ze sektoru spotřebního zboží. V neposlední řadě masivní navýšení bilancí centrálních bank povede k dalšímu zvýšení ceny zlata, uvádí Egger.

UNICEF

Erste Private Banking České spořitelny jako každoročně podpořila nákupem vánočních blahopřání pro své klienty organizaci UNICEF. Jedinečná blahopřání ve stylových designech tak nejen potěšila naše klienty a obchodní partnery, ale také přispěla na rozvoj programů UNICEF na pomoc strádajícím dětem v nejhudších oblastech světa.

A víte, kde historie pohlednic UNICEF začíná? U nás, v bývalé Československé republice v roce 1947, kdy tehdy sedmiletá školačka Jitka Samková namalovala děti vesele tančící kolem ověnčené májky. Radostný obrázek poslal její učitel UNICEF jako poděkování za potraviny, šatstvo a pomoc, jež UNICEF v poválečných letech poskytl jejich válkou postižené vesnici. Obrázek se líbil, a tak se vytiskla první pohlednice k oficiálnímu užití pro UNICEF. První rok se prodalo 131 tisíc pohlednic a vydělalo 4200 dolarů, dnes činí každoroční příspěvek z prodeje pohlednic do rozpočtu UNICEF více než 700 milionů dolarů a slogan Pošlete přání a zachráníte život je známý po celém světě.



Kontakty

Česká spořitelna, Erste Private Banking – Praha

Rytiřská 29, 110 00 Praha 1
Tel.: +420 956 713 881
Fax: +420 224 641 069
E-mail: ersteprivatebanking@csas.cz

Česká spořitelna, Erste Private Banking – Praha

Evropská 2690/17, 160 00 Praha 6
Tel.: +420 224 995 385
Mobil: +420 731 647 039
E-mail: vidvorakova@csas.cz

Česká spořitelna, Erste Private Banking – Praha

Budějovická 1912/64b, 140 00 Praha 4
Tel.: +420 956 713 876
Mobil: +420 731 633 374
E-mail: spenkalova@csas.cz

Česká spořitelna, Erste Private Banking – Brno

Jánská 445/4 – 8, 601 55 Brno
Tel.: +420 956 751 260
Mobil: +420 603 880 273
E-mail: hkolinska@csas.cz

Česká spořitelna, Erste Private Banking – Ostrava

nám. Dr. E. Beneše 555/6, 702 00 Ostrava 2
Tel.: +420 956 761 240
Mobil: +420 603 880 215
E-mail: hzahumenska@csas.cz

Česká spořitelna, Erste Private Banking – Plzeň

nám. Republiky 235/36, 305 09 Plzeň
Tel.: +420 956 747 220
Mobil: +420 731 647 036
E-mail: pbednarova@csas.cz

Česká spořitelna, Erste Private Banking – Pardubice

tř. Míru 72, 531 07 Pardubice
Tel.: +420 956 741 210
Mobil: +420 731 647 038
E-mail: jhajkova@csas.cz

Česká spořitelna, Erste Private Banking – České Budějovice

U Černé věže 69/1, 370 26 České Budějovice
Tel.: +420 956 747 220
Mobil: +420 731 647 036
E-mail: pbednarova@csas.cz

Česká spořitelna, Erste Private Banking – Liberec

Felberova 12/9, 461 98 Liberec
Tel.: +420 956 741 210
Mobil: +420 731 647 038
E-mail: jhajkova@csas.cz

Česká spořitelna, Erste Private Banking – Hradec Králové

Československé armády 402/25, 502 00 Hradec Králové
Tel.: +420 956 741 210
Mobil: +420 731 647 038
E-mail: jhajkova@csas.cz

Česká spořitelna, Erste Private Banking – Olomouc

tř. Svobody 401/19, 779 00 Olomouc
Tel.: +420 956 761 240
Mobil: +420 603 880 215
E-mail: hzahumenska@csas.cz

Česká spořitelna, Erste Private Banking – Zlín

Zarámí 4463, 761 65 Zlín
Tel.: +420 956 751 260
Mobil: +420 603 880 273
E-mail: hkolinska@csas.cz

Česká spořitelna, Erste Private Banking – Jihlava

Křížová 1338/1, 586 01 Jihlava
Tel.: +420 956 751 260
Mobil: +420 603 880 273
E-mail: hkolinska@csas.cz

Tento materiál má za cíl upozornit na služby a produkty v něm uvedené a není závazným návrhem, který by zakládal práva a závazky účastníků. Česká spořitelna dále upozorňuje, že veškeré informace obsažené v tomto materiálu mají pouze informativní charakter. Případné využití tohoto materiálu při investování by mělo být konzultováno s odborným poradcem.

Úplné názvy otevřených podílových fondů jsou uvedeny ve statutech fondů. V souladu s pravidly platnými pro kolektivní investování obhospodařovatel upozorňuje, že současná výkonnost nezaručuje výkonnost budoucí. Investice do podílových listů v sobě obsahuje riziko kolísání aktuální hodnoty investované částky a výnosů z ní a není zaručena návratnost původně investované částky.

Tento informační materiál vytvořila Česká spořitelna, úsek FT Retail Distribution, a byl poprvé uvolněn k rozšiřování 5. března 2012. Česká spořitelna podléhá dohledu České národní banky. Podrobnější informace vám poskytnou privátní bankéři na výše uvedených kontaktech.