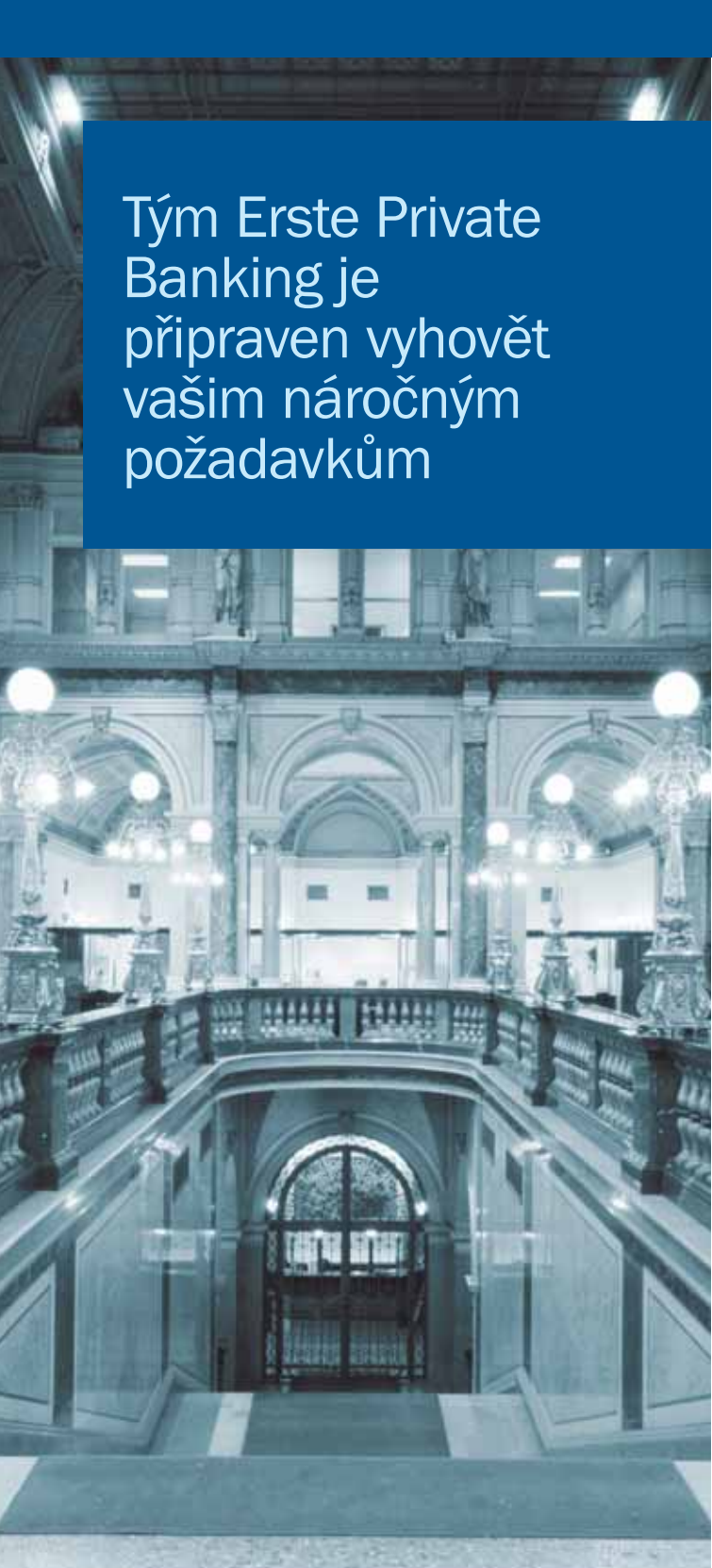


**Reportér:** Čtvrtletník pro klienty  
Erste Private Banking

**ERSTE**   
BANK  
Private Banking

**ČESKÁ**   
SPORITELNA



Tým Erste Private  
Banking je  
připraven vyhovět  
vašim náročným  
požadavkům

---

EDITORIAL

3

---

KOMENTÁŘ K VÝVOJI TRHŮ

4-5

Dvojitý propad ekonomik neboli recese ve tvaru „W“

---

PRO POKROČILÉHO INVESTORA

6-7

Fundamentální analýza

---

PRO ZAČÍNÁJÍCÍHO INVESTORA

8-9

Nesnášíte riziko? Přidejte akcie!

---


PŘIPRAVILI JSME PRO VÁS

10

Diamanty jsou věčné

Večer na zábřežském zámku

---



Optimismus je na  
finančních trzích  
stále citelnější

Vážené klientky, vážení klienti,

opět se s Vámi setkáváme prostřednictvím našeho Reportéra. Léto je pomalu za námi a věříme, že jste ho prožili dle svých představ.

Jak víme od Vás, našich klientů, v letních měsících jste se věnovali odpočinku ať už formou chataření, cyklistiky nebo turistiky, někteří jste cestovali za exotikou, jachtaři brázdili Jadran nebo i vzdálenější moře a oceány, motorkáři projížděli jižní Evropu a golfisté užívali plné sezony. Toto vše bylo provázáno neobvykle horkým počasím, zejména na konci června a v červenci.

Přitom ještě měsíc květen byl kvůli prachu z erupcí islandské sopky Eyjafjallajökull velmi deštivý. Média i odborná veřejnost spekulovaly o tom, že počasí v letních měsících bude také ovlivněno těmito erupcemi. Sedm z deseti vulkanologů předpovídalo, že i další tři měsíce bude pršet. Průměrná teplota se dle jejich předpovědi měla snížit až o tři stupně Celsia. Sopka tak neměla mít jen ekonomický dopad na leteckou dopravu, obory s ní bezprostředně svázané a turistiky, ale i vliv na klima a počasí v Evropě.

Stejně jako se ne vždy vyplní predikce analytiků finančních ústavů, ani odhady expertů na počasí a vulkány se tentokrát nesplnily. Červenec byl měsíc teplotních rekordů – na 85 ze 126 meteorologických stanicích 14. července padly teplotní rekordy, v pátek 16. července bylo naměřeno dalších 23 teplotních rekordů. Úplně nejtepleji bylo ten den v Hradci Králové, kde meteorologové naměřili 36,4 stupňů Celsia. Uvidíme, co nám pro změnu přinese letošní zima.

Období prázdnin bývá obvykle klidnější i na finančních trzích. Drobné události v podobě stress testů, výsledkové sezony a výplat dividend sice rozvlnilo hladiny investičních vod, ale více než dvouleté období vlnobití investory ukolébalo do jakési netečnosti. I přesto je optimismus stále citelnější a budoucí očekávání již nenese tolik skepse. Ti odvážnější se jistě radují ze všeobecného doporučení převážení akcií v portfoliích, ti opatrnější mají možnost přehodnotit svou strategii.

Nechť je tedy i závěr okurkové sezony, jak se s oblibou říká období prázdnin, prostorem pro příjemně strávené chvíle v kruhu Vašich blízkých.

Alena Zelinková  
Erste Private Banking CZ  
vedoucí oddělení



# Dvojitý propad ekonomik neboli recese ve tvaru „W“

Další propad ekonomik, dvojitý propad ekonomik (tzv. double dip) nebo recese ve tvaru „W“. At' už jej nazveme jakkoliv, toto téma je na finančních trzích opět aktuální. Tábor příznivců recese ve tvaru „W“, tedy tábor předpokládající opětovný návrat recese, slaví úspěch ve své přesvědčovací kampani, že nás musí postihnout další propad ekonomik. A tento názor se u účastníků na finančních trzích stává čím dál více převládajícím, čemuž odpovídá i pokles cen rizikovějších aktiv v posledních měsících.

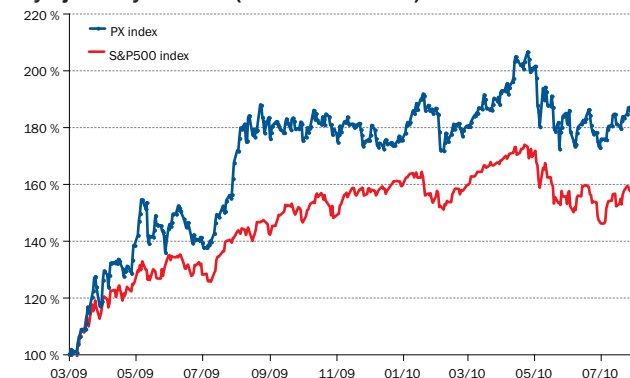
## Nadšení – Zapírání – Kapitulace – Deprese – Zapírání – Kapitulace – Nadšení

Průběh této recese prozatím kopíruje jednotlivé psychické stavy účastníků na finančních trzích, jak jsme je mohli vidět již mnohokrát v minulosti. Ne, nemám teď na mysli fázi očekávání a fázi zklamání definovanou Járou Cimrmanem, jenž byl mimo jiné i velkým investičním teoretikem. Je však pravdou, že toto jsou dva časté stavy mysli a někteří investoři za svou kariéru jiné ani nepoznají. Nyní mluvím o těch stavech mysli, které se také cyklicky mění. Investoři, analytici, komentátoři atd. mají často tendenci podléhat nedávnému vývoji a tento trend prodlužovat do nekonečna („ekonomický růst bude trvat na věčné časy“). A během této fáze mají tendenci nevidět nebo podceňovat indikátory, které ukazují opačné tendence v ekonomice. S tím, jak tyto indikátory silí, přichází fáze popírání. Popírání důkazů o jiném stavu světa, než jaký si investoři vytvořili ve svých hlavách. A proto na začátku recese můžeme často slyšet, že „tohle je jen malá korekce, malé zastavení na tom našem trendu“. Nicméně s tím, jak se recese stává realitou, trh přejde z fáze popírání do fáze kapitulace („svět krachuje, armagedon přichází“). Pozitivní trendy jsou přemalovány negativními. A toto kolečko si můžeme udělat znovu, trh bude nicméně nejdříve říkat, že už nikdy nebude dobře a že dobře už bylo. Pak bude popírat lepší informace a data přicházející z ekonomiky a nakonec kapituluje a změní opět svůj názor o 180 stupňů.

Pozor, v žádném případě netvrdím, že jsem chytřejší než všichni ostatní, protože jsem imunní vůči tomuto cyklu. Nejsem, ale snažím se s tím bojovat. Ale zpět k této recesi.

Po kapitulaci a prudkém propadu ekonomiky na podzim 2008 a začátku roku 2009 se psychický stav trhů přesunul do kapitulace. Možná si vzpomenete na to, jaká depresivní nálada panovala, a na to, jak se analytici a komentátoři předháněli v černých vizích budoucnosti. V minulosti jsem poukazoval na to, že tato recese by nebyla tak hluboká, kdyby očekávání podniků a domácností nebyla naočkována vizí velké deprese. Jinými slovy, sebenaplnění očekávání má na svědomí několik procent ztrát na HDP. A v té době jen pár „odvážných“ poukazovalo na to, že ekonomika se po propadu začne opět oživovat a že oživení může být relativně silné. To, že se tak nakonec stalo, bylo pro finanční trhy překvapivé. A to i přesto, že informace z podnikové sféry toto ukazovaly již několik měsíců dopředu. Nicméně překvapení trhů bylo velké, stejně jako následné zisky jednotlivých cen aktiv. Americké akcie (akciový index S&P 500) si od svého dna v březnu 2009 do dubna 2010 připsaly 80% nárůstu. Pozadu nezůstaly ani další země, v průměru vzrostly světové akciové indexy o 85%. České akcie trochu vyčnívaly, protože jejich ceny vzrostly dokonce o 110%. Podobně dobře se dařilo i podnikovým dluhopisům, jejichž cena vzrostla. Cena ropy se z 30 dolarů zvýšila o 186% na 86 dolarů. Ceny státních dluhopisů poklesly s růstem jejich výnosů. Například výnos desetiletého dluhopisu vlády Spojených států vzrostl ze 2 na 4%.

Vývoj akciových indexů (1. 3. 2009 = 100%)



Zdroj: Ecowin, Česká spořitelna

S pozitivními překvapeními se opět změnila nálada na finančních trzích. Nedošlo sice k úplné normalizaci chování a úplnému návratu do rizikovějších investic, ale ztráty z let 2008 a 2009 se citelně snížily. Například v případě akciového indexu S&P 500 se ztráta z 53% snížila na 16%. Finanční trhy však dále začaly předpokládat, že pozitivním překvapením nebude konec. Jinými slovy, opět se začaly chovat trendově, tedy předpokládaly, že míra překvapení bude mít stále rostoucí trend. Začaly se zahřívát, ale fiskální problémy slabších států Evropské unie je zase zchladily. Je však nutné

Firmy zvyšují své odhady vlastních výsledků ve druhé polovině tohoto roku

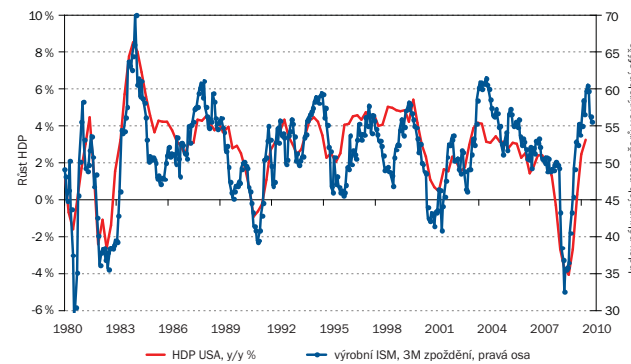
dotat, že tomu zdatně přispěla i samotná Evropská unie svým přešlapováním na místě a neschopností tyto problémy rozhodně řešit hned od začátku. Takže nejistota ohledně stavu a zdraví státního dluhu se začala rozšiřovat z ekonomicky nedůležitého Řecka na celý jih Evropy a do podstatně větších zemí, jako je Španělsko či Itálie. Negativní náladu podpořila ekonomická data, která najednou přestala pozitivně překvapovat, a do popředí se opět dostala témata, která poukazovala na problémy jednotlivých ekonomik úspěšně zvládnout tuto recesi. Proto akcie ztratily část svých zisků a do začátku července poklesly o zhruba o 15 %.

### Nákupní manažeři stále nakupují

V jakém je stavu tedy ekonomika? Podle prvních odhadů vzrostla ekonomika USA ve druhém čtvrtletí o více než 3 % meziročně, což není špatný výsledek. Ale pozor, taky nejde o nijak nadměrný růst. V prvním roce oživení totiž ekonomika během minulých recesí rostla rychleji díky tomu, že byly rychleji doplňovány zásoby a uspokojována odložená spotřeba. Takže nadprůměrný růst na začátku oživení je normální. A normální je i následné snížení tempa růstu. Až zásoby budou doplněné a odložená poptávka uspokojena, tak se tento mimořádný příspěvek k růstu HDP vyčerpá. Proto by nás nemělo překvapovat, že předstihové indikátory začínají klesat z rekordně vysokých úrovní. Ale trhy to překvapuje. Například index nákupních manažerů ve výrobě, který je dobrým indikátorem toho, jak se bude výroba v nejbližších týdnech a měsících vyvíjet, se tak snížil z dubnové hodnoty 60,4 na červencovou 55,5 bodu. Teoreticky hodnoty tohoto indexu pod úroveň padesáti bodů říkají, že většina nákupních manažerů očekává snížení výroby. Prakticky se však ukazuje, že nákupní manažeři jsou více pesimističtí, a tak skutečná hranice mezi kontrakcí a růstem je zhruba na hodnotě 45 bodů. Trh samozřejmě informaci poklesu tohoto indexu vyhodnotil jako jasný signál realizace scénáře „W“. Ale pohled na graf níže jasně ukazuje, že se tento index příliš dlouho nad hodnotou 60 bodů neohřeje. A že hodnota 55 bodů je konzistentní s růstem ekonomiky zhruba mezi 3 a 4 % v následujícím čtvrtletí. Ano, finanční trh občas pouze mechanicky hodnotí, zda se indikátor zvyšuje nebo snižuje, ale už zapomíná na analýzu toho, co jaká úroveň znamená pro ekonomiku.

Pesimista okamžitě namítne, že problémem americké

Růst HDP a index nákupních manažerů ve výrobní sféře



Zdroj: Ecowin, Česká spořitelna

ekonomiky je americký spotřebitel. Bez oživení na trhu práce nemůže přece dojít k požadovanému růstu spotřeby domácností. Ano, je skutečně pravdou, že počty nových žádostí o podporu v nezaměstnanosti zastavily svůj pokles na úrovních, které jsou stále recesní. Je také pravdou, že počet nově vytvořených pracovních míst je nadále na úrovních, které nejsou konzistentní s poklesem nezaměstnanosti. A souhlasím, že bez oživení trhu práce dojde k citelnějšímu ochlazení ekonomického růstu. Ale nesouhlasím s tím, že oživení na trhu práce nepřijde. Jen je potřeba mít na paměti, že trh práce reaguje na ekonomický vývoj se zpožděním. A toto zpoždění může nabrat až dvě čtvrtletí. Možná se ptáte: „A budou chtít firmy přijímat nové pracovníky? Nebudou se i ony obávat ekonomického zpomalení?“ Pojďme se podívat, co na to říkají firmy.

### Brlající analytici a optimistické firmy

V době vzniku tohoto textu probíhá výsledková sezona, firmy reportují své hospodářské výsledky za druhé čtvrtletí. A vedle toho samozřejmě upřesňují své výhledy na druhou polovinu tohoto roku. Myslíte si, že vás při čtení hospodářských výsledků zasáhne chmurná nálada? Naopak. Podívejme se na firmy, které patří do akciového indexu S&P 500. To jsou sice firmy obchodované v USA, ale jejich příjmy z více než 40 % tvoří příjmy ze zahraničí, proto dobře popisují stav globální ekonomiky.

Dosavadní hospodářské výsledky ukazují, že firmám rostou jejich tržby o 10 % meziročně. Předem předcházím vaší námitce, že jde o velké firmy, protože S&P 500 sdružuje 500 největších firem. Ano, je to tak a neznamená to, že malým a středním podnikům se daří stejně dobře. Ano, nemůže, protože pokud ekonomika roste nominálně o 4 % (reálně o 3 % plus 1 % inflace), je jasné, že malým firmám se daří hůře a velké firmy navyšují svůj tržní podíl. Ale to je něco, co je přirozené hospodářskému cyklu. Ale zpět k hospodářským výsledkům. Zatímco tedy tržby rostou o 10 % meziročně, zisky vzrostly dokonce o 46 %. Vloni finanční sektor vytvářel oprávký, proto vysoký meziroční růst je částečně vysvětlen bazickým efektem. Ale i bez finančního sektoru roste zisk firem o 45 % meziročně. Tento výsledek ukazuje neuvěřitelnou schopnost firem zefektivnit výrobu, a dokonce zvyšovat marže. To, že jsou analytici pesimisticky naladěni, dokazuje fakt, že výsledky 77 % společností překonávají jejich odhady. Analytici tak budou muset sáhnout do svých modelů a upravit své odhady směrem nahoru.

Co je však důležitější – firmy zvyšují své odhady vlastních výsledků ve druhé polovině tohoto roku. Jinak řečeno: firmy se recese „W“ nebojí. Co na to akciový trh? Od července došlo k růstu indexu S&P 500 o 10 %. Je to dostatečné? Naše analýza ukazuje, že aktuální valuace (tzv. P/E ratio) je na úrovních, které jsou konzistentní s očekáváním deflace a nízkého růstu ekonomiky. Jinými slovy, v akciích je negativní scénář zohledněn, a proto v případě naplnění negativního scénáře nedojde k výraznému propadu cen akcií. Ale pokud dojde na slova firem, můžeme naopak očekávat růst cen akcií.

David Navrátil,  
hlavní ekonom  
Česká spořitelna



# Fundamentální analýza je základem investičních strategií pro většinu institucionálních investorů

## Fundamentální analýza

Od chvíle, kdy začaly vznikat trhy s cennými papíry, trápí jejich aktuální i potenciální držitele zásadní otázka: „Jaká je jejich hodnota? Jaká je jejich správná tržní cena?“ Už od dob faraonů vlastníkům velmi záleželo na tom, aby měli co nejpřesnější přehled o tom, co přesně vlastní. Tento zájem mimo jiné vydatně pomáhal rozvoji matematiky. V době rodících se kapitálových trhů byl proto pohotovově po ruce nástroj vylepšovaný po tisíciletí: účetnictví. To už bylo natolik vyspělé, že nepracovalo jen se statickou hodnotou majetku, ale také s rentou (tedy výnosem, který mohl majetek, primárně pozemky, poskytnout) a úrokem (tedy časovou hodnotou peněz). **Všechny tyto nástroje se staly základem pro vnik celé škály metod snažících se objektivně určit hodnotu cenných papírů, metod dnes známých jako fundamentální analýza.**

Problém ovšem byl v tom, že vznik trhu s cennými papíry byl do značné míry motivován snahou rozdělit riziko u sice potenciálně velmi výnosných, ale také velmi nákladných a riskantních operací, především zámožských obchodních výprav. Hodnota majetku vloženého do operace se dala určit jednoduše, posoudit potenciální výnosy a rizika byl však zcela jiný problém. Ze zdánlivě jednoduchého úkolu s jednoznačným výsledkem se kvůli nejistotám spojeným s oceňováním stala ruleta. A nejistota nesla své důsledky: jak těžké je správně určit hodnotu, si ověřil i takový intelektuální génius, jakým byl Isaac Newton, který po hořké zkušenosti s akciovou bublinou prohlásil: „Dovedu vypočítat dráhy planet s přesností na palec, ale nemám tušení, jakým směrem požene šílený dav ceny akcií zítra.“

**K fundamentální analýze, tedy snaze objektivně určit hodnotu majetku na základě jeho účetní hodnoty a očekávaného výnosu aktiv a z hodnoty majetku stanovit správnou cenu, se na základě zkušeností s nevyzpytatelností chování finančních trhů přidaly postupně technická, psychologická a kvantitativní analýza.** Tyto analýzy se nezabývají „objektivní“ hodnotou majetku, již je podložen cenný papír, ale namísto toho se snaží informace „vydestilovat“ z chování investorů a trhů.

Výchozím předpokladem je definice fundamentální hodnoty – „Hodnota aktiva je rovna diskontovanému součtu budoucích peněžních toků, které toto aktivum vygeneruje.“ Z tohoto principu se odvozují fundamentální metody ohodnocování jak dluhových cenných papírů (směnky, dluhopisy, certifikáty apod.), tak podílnických cenných papírů (akcie) a derivátů (futures, opce, swapy atd.). Každá třída cenných papírů má své specifické metody ohodnocení, všechny ovšem víceméně přímo vycházejí z výše zmíněného principu.

Relativně nejjednodušší je situace u dluhových cenných papírů s fixním úročením, kde máme předem dané všechny parametry

k přesnému stanovení peněžních toků. Přesto ani zde není fundamentální analýza schopna poskytnout objektivně jediné správnou cenu. Empirickým důkazem je intenzivní obchodování na dluhopisových trzích provázané značným kolísáním cen. Kde jsou zdroje nejistoty? Je jich několik. Prvním a nejjednodušším je riziko nesplacení dluhopisu. Suma rizika nesplacení všech dluhopisů se rozloží mezi jednotlivé dluhopisy v závislosti na tom, jaký je podíl každé emise na tomto riziku. A to tak, aby měli investoři zajištěný odpovídající zisk i v případě, že některý z dluhopisů nebude splacen. Pravděpodobnost nesplacení závisí na současném a budoucím stavu ekonomiky. Zde se nám ovšem do hodnoty dluhopisu dostává neodstranitelná nejistota daná neurčitostí budoucího vývoje ekonomiky a tím také prostor pro subjektivní názory generující výkyvy cen. Podobně působí také další faktory ovlivňující cenu dluhopisů: inflace, reinvestiční riziko a vývoj výnosů alternativních investic. Ze zdánlivě jasně a jednoduché situace se tak stává zamotané bludiště.

U akcií je situace ještě řádově komplikovanější než u dluhopisů. Hlavní problém akcií je, že peněžní toky generované akciovými společnostmi jsou vysoce nejisté. Zatímco u dluhopisů existuje víceméně jeden standardní a široce používaný model pro výpočet jejich hodnoty, u akcií existuje celá řada metod snažících se různým způsobem realizovat výše zmíněný základní princip fundamentálního ohodnocení.

**Přímočará a nejpůvodnější je metoda diskontování dividendového toku** a jeho varianty (například diskontování volných hotovostních toků). Základní princip je jednoduchý: podobně jako je u dluhopisu výnosem investora kuponová platba, je u akcie výnosem investora dividendy. Můžeme tedy použít v principu podobný model, jakým oceňujeme dluhopisy. První zásadní odlišností od dluhopisu s fixním výnosem je větší nebo menší proměnlivost dividend (na rozdíl od dluhopisových kuponových plateb nejsou určeny předem). Fundamentální analytici se snaží dividendové toky odhadovat buď na základě



zjednodušených modelů (například jejich očekávaný konstantní růst do budoucna), nebo detailním modelováním budoucího hospodaření společnosti. Teoreticky by mělo podstatně lepší výsledky poskytnout detailní modelování, prakticky tomu však tak není. Důvod je prostý: akcie je v principu perpetuita (tedy cenný papír přinášející výnos „věčně“) a velká část její hodnoty je daná výnosy za období, které nedokáže detailně namodelovat žádný analytik. Proto v konečném důsledku může být rozdíl mezi detailním modelem vytvořeným s obrovským úsilím a hrubým odhadem z praktického hlediska zanedbatelný.

Na obrázku je možno vidět příklad velmi jednoduchého modelu pro fundamentální ocenění akcie v Excelu (model poskytuje klientům agentura Reuters). Model také umožňuje základní posouzení citlivosti ceny na jednotlivé použité parametry. V první části (vstupy) jsou parametry, ze kterých je počítána cena. Druhá část obsahuje výsledky konzervativního modelu nepočítajícího s dalším růstem společnosti (tedy investor počítá s tím, že jím analyzovaný podnik zůstane stále ve stejném stavu).

**Druhou fundamentální metodu, kterou zde stručně zmíním, je tzv. EVA (economic value added – ekonomická přidaná hodnota).** EVA se počítá jako rozdíl mezi čistým provozním ziskem po zdanění a náklady investovaného kapitálu (přičemž do nákladů investovaného kapitálu je nutné zahrnout také náklady obětované příležitosti). EVA byla vytvořena a je využívána především jako nástroj pro hodnocení výkonnosti

managementu a pro účely investičního bankovníctví. Je však možné ji použít i jako nástroj určení fundamentální hodnoty podniku pro investiční účely.

**Konečně třetím příkladem je metoda analýzy pokračující hodnoty (residual value analysis).** Jde v podstatě o variantu diskontování peněžních toků, ve které se analytik soustřeďuje na určení hodnoty podniku v dlouhém období. Důraz tedy není kladen na co nejpečlivější odhad hospodaření podniku v době, kdy je to možné víceméně odhadnout, ale odhaduje se vývoj peněžních toků po skončení tohoto období. Důvodem pro tento postup je, že jak už bylo zmíněno, představuje tato hodnota často podstatnou část (až 70%) hodnoty podniku.

Všechny výše popsané metody se snaží určit hodnotu podniku absolutně, tj. čistě na základě informací o stavu a o budoucím vývoji tohoto podniku. **Další široká skupina fundamentálních metod využívá srovnání mezi ohodnocovanými podniky. Výsledkem tohoto způsobu hodnocení je tzv. relativní hodnota podniku.** Tento způsob fundamentálního ocenění je výhodný obzvláště v případech, kdy je k dispozici o oceňovaném podniku nedostatek informací, například u začínajících podniků s krátkou historií.

Úspěchy fundamentální analýzy byly zpočátku velké, především proto, že investoři, kteří ji byli schopni systematicky využívat, byli z počátku v menšině, a tím ve značné výhodě. To zajistilo

fundamentální analýze dobrou pověst a příliv nových investorů spoléhajících se na tuto metodu, což vedlo k rozmělnění počáteční výhody. Dnes je fundamentální analýza sice široce využívána a je základem investičních strategií pro většinu institucionálních investorů. Málokterý z nich má však dostatek schopností na to, aby dokázal dlouhodobě dosahovat lepších výkonů než trh. Nejčastěji používaným přístupem je snaha najít podniky, jejichž cena je nižší než fundamentální hodnota, nakoupit jejich akcie a počkat, až trh podceněnou akcii docení. Fundamentálně založení investoři ovšem často „jdou štěstí naproti“, nespolehají jen na tržní síly, ale aktivně se podílejí na řízení podniku a snaží se zcela využít jeho potenciál. Naplno se tento přístup od osmdesátých let projevuje u odkupů akcií za půjčené peníze (LBO neboli Leveraged Buy-Out), kdy se pomocí metod fundamentální analýzy nalezne podhodnocený podnik s dobrým potenciálem, jeho akcie jsou potom skoupeny. Tento podnik je následně stažen z trhu, načež je transformován tak, aby byla plně využita jeho kapacita.

**Fundamentální analýza je a zůstane základní metodou pro oceňování podniků a činnosti investičních rozhodnutí.** Ostatní analytické metody na ní v podstatě jen parazitují – vždy implicitně předpokládají, že na trhu je někdo, kdo zná skutečnou hodnotu aktiva. Zároveň však je fundamentální analýza velmi náročná na realističnost předpokladů, ze kterých vychází hodnocení podniku. Jejím slabinou je také tendence trhu na dlouhou dobu odchýlit cenu aktiva od jeho fundamentální hodnoty. Proto je fundamentální analýza vhodná především pro trpělivé a pečlivé investory.

Model diskontovaných dividend (DDM)				
Vstupy		Případ 1	Případ 2	Případ 3
Současná cena akcie	Real Time	879	879	879
Annualizované dividendy: (CZK)	Hist 12M Div	53,000	53,000	53,000
Risk Premium (%)		1,000 %	2,000 %	3,000 %
Beta (VS px)		0,7995	0,7995	0,7995
Bezriziková sazba	CZ10YT = RR	3,738 %	3,738 %	3,738 %
Náklady kapitálu		4,537 %	5,336 %	6,136 %
Model nulového růstu				
Teoretická cena akcie		1168,18	993,17	863,77
Vnitřní míra výnosu (IRR)		6,03 %	6,03 %	6,03 %

**Luboš Mokráš,**  
analytik  
Česká spořitelna



# Nesnášíte riziko? Přidejte akcie!

**Prudké výkyvy na trhu v průběhu let 2008–2009 vyděsily mnoho investorů, kteří hromadně přesouvali své rizikovější investice do bezpečného přístavu státních dluhopisů. Co však dále? Státní dluhopisy některých evropských zemí už ukázaly, že umějí své majitele také slušně potrápit, a nikomu se nechce dívat se několik let na to, jak akcie utíkají nahoru, ale bez nás.**

Mám pro vás, investory do státních dluhopisů, velmi zajímavou akciovou investici, při které nebudete muset riskovat. I když to zní neuvěřitelně, skutečně můžete investovat do Sporotrendu, jednoho z dlouhodobě nejúspěšnějších a největších středoevropských akciových fondů, a neriskovat více než dnes.

Toto „kouzlo“ je založeno na jednoduchém faktu: státní dluhopisy a akcie reagují velice často na nové informace opačným způsobem. Dva příklady:

- 1) Při zveřejnění vývoje hrubého domácího produktu ve Spojených státech za uplynulé čtvrtletí se ukáže, že americká ekonomika roste mnohem rychleji, než analytici čekali. Jaký může být důsledek? Například, že akcie poskočí o 2,5 % za den nahoru díky lepšímu výhledu na ziskovost firem a státní dluhopisy oslabí o 0,7 %, protože vyšší hospodářský růst hrozí inflací.
- 2) Šéf americké centrální banky Ben Bernanke prohlásí, že riziko návratu recese je stále reálné. Možný důsledek? Akcie skokově 3,8 % ztrácejí a dluhopisy o 1,1 % rostou.

Co z těchto dvou příkladů vyplývá? Že každý den fouká vítr jiným směrem, někdy do plachet dluhopisů a jindy akcií. Z toho ovšem můžeme vyvodit jednoduchý, a přesto překvapivý závěr: pokud mám většinu peněz investovanou do státních dluhopisů, může mi malé množství akcií pomoci riziko snížit, ne zvýšit! Ačkoli se tomu nechce věřit, je to přesně tak!

Začneme-li k dluhopisové investici přidávat malé množství akcií, řekněme do 10 %, riziko klesá, nebo alespoň neroste. A to právě proto, že akcie pomohou, když dluhopisy klesají a naopak. Při přibližně 10 % zastoupení akcií je celkové riziko přibližně stejné, jako když je celá částka investována pouze do státních dluhopisů. Je to opravdu takto jednoduché: malý podíl akcií v dluhopisovém portfoliu vám nezvýší rizikovitost vaší investice, ale navýší její dlouhodobý výnos. Ještě je nutné upozornit, že při vyšším podílu akcií v portfoliu, řekněme 30, 50 a více procent, už riziko prudce narůstá, a s ním samozřejmě roste i výnos.

Dost suché teorie, pojďme se podívat, jak to funguje v praxi: Jako příklad vezmeme dva fondy – ESPA Český fond státních dluhopisů (dále jen ESPA SD) a Sporotrend – a budeme sledovat období šesti let 2004–2009. Jak si tyto dva fondy vedly?

Výnos za rok	ESPA SD	Sporotrend
2004	5,7 %	39,7 %
2005	3,7 %	42,5 %
2006	11,0 %	7,2 %
2007	-1,3 %	12,4 %
2008	5,6 %	-67,5 %
2009	6,9 %	156,4 %
<b>Celkový výnos za 6 let</b>	23,6 %	100,1 %
<b>Průměrný roční výnos</b>	3,6 %	12,3 %

Páni! Sporotrend za těch šest let, krize nekrize, zdvojnásobil mou investici! Více než 12 % roční výnos, 100 % celkový výnos. Ale co těch -68 % v roce 2008? Tak to ne! Abych během roku přišel o dvě třetiny svých úspor, na to fakt nemám. Nechám si zajít chuť. To ty státní dluhopisy vypadají rozumně, průměrný roční výnos 3,6 %, celkový výnos za šest let téměř 24 %, ale hlavně... nejhorší rok jen -1,3 %. Nemusí pršet, jen když kape! Kdepak, -68 %... akcie nejsou nic pro mne!

Tak, a teď si zkusme vše ještě jednou, s malou příměsí akcií. 10 % akcií je tak akorát, zbytek, 90 % portfolia, ponecháme ve státních dluhopisech:

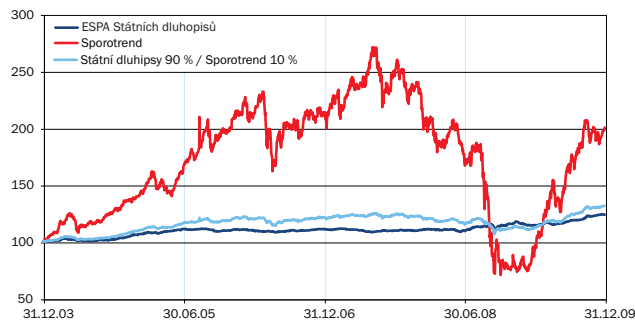
Malý podíl akcií v dluhopisovém portfoliu navýší dlouhodobý výnos investice



Výnos za rok	ESPA SD	Mix 90/10	Sporotrend
2004	5,7%	9,1%	39,7%
2005	3,7%	7,6%	42,5%
2006	11,0%	10,6%	7,2%
2007	-1,3%	0,0%	12,4%
2008	5,6%	-1,7%	-67,5%
2009	6,9%	21,9%	156,4%
<b>Celkový výnos za 6 let</b>	23,6%	31,2%	100,1%
<b>Průměrný roční výnos</b>	3,6%	4,6%	12,3%

Tak jak nám dopadl Mix 90/10? Nejlepší rok, 2009, téměř 22%. Dobře, ale už jsem říkal, že to mi nestojí za obavy z velké ztráty. A jak dopadl nejhorší rok, 2008? Pouze -1,7%, což je jen o 0,4% horší než nejhorší dluhopisový rok 2007! A celkový rozdíl ve výnosu? 1% ročně, celkem přes 7%. To je na milionové investici 76 tisíc korun – a nemusel jsem více riskovat.

Dovolte ještě několik podpůrných argumentů, proč stojí za zvážení přimíchání 10% kvalitního akciového fondu do vaší investice do státních dluhopisů. A proč je to pro následujících šest let ještě důležitější krok, než tomu bylo v uplynulých letech:



Zdroj: Investiční společnost České spořitelny

1) Výnosy státních dluhopisů jsou na historicky velmi nízké úrovni. Výnos pětiletého českého státního dluhopisu nepřesahuje 2,9% ročně, německý státní dluhopis dokonce nese jen hubených 1,8% ročně. Tyto výnosy jsou dobrým vodítkem pro investici na několik dalších let.

Konzervativním investorům to možná stačí, ale za mne osobně... upřímně, chtěl bych vydělávat víc.

2) Akciové výnosy (měřeno cash-flow, které akcie generují v poměru k jejich cenám) jsou naproti tomu velmi vysoko – okolo 7% v případě amerických akcií. Akcie samozřejmě budou růst i klesat, riziku se nevyhnete. Jsem ovšem pevně přesvědčen o tom, že akcie v následující dekádě překonají státní dluhopisy (a možná i výrazně). Netvrdím, že na akciích nepřijdou hubená léta, osobně však věřím, že už nezažijí propad Sporotrendu o 68% za rok, jako tomu bylo v roce 2008 (jsem ročník 1971, jen tak mimochodem ☺). A jak dopadl rok 2008 pro Mix 90/10? Jen -1,7%, což vás na dluhopisech v příští dekádě může snadno potkat taky – míra rizika je podobná.

Přimíchání 10% akcií do dluhopisového portfolia je neefektivnější strategie, kterou znám. S 10% akcií budete investovat chytře, mít pořád riziko optimalizované, pod kontrolou a přitom můžete dlouhodobě vydělávat výrazně více.

Jak tedy zní rada na závěr? My všichni, kteří jsme investovali před krizí, jsme si po pádu Lehman Brothers prožili pár velice nepříjemných okamžiků. Útěk do státních dluhopisů byl logický a správný, i když se nám ho někdy nepodařilo ideálně načasovat. Zůstat zainvestován pouze ve státních dluhopisech i v následujících letech by ovšem bylo vyhazováním peněz z okna. S podobnou mírou rizika můžete vydělávat dlouhodobě více, pokud s 10% svých dluhopisových investic nakoupíte kvalitní akciový fond.

Tak do toho! Hodně úspěchů při vašem investování!

**Martin Burda,**  
předseda představenstva  
a generální ředitel  
Investiční společnosti  
České spořitelny





## Diamanty jsou věčné

**Dne 17. června 2010 se uskutečnilo společenské setkání klientů Erste Private Banking České spořitelny v prostorách luxusního pražského hotelu Mandarin Oriental, který se nachází v bývalém dominikánském klášteře ze 14. století.**

Jak již samotný název akce napovídá, celý večer byl tematicky věnován diamantům, které představují symbol bohatství, krásy a prosperity.

Setkání zahájil Martin Kučera, ředitel Erste Private Banking České spořitelny, který přivítal přítomné hosty. Ti se již úvodem večera mohli zúčastnit zajímavé soutěže a pět z nich našlo ve skleničce sektu drobný kamínek podobný diamantu. Pouze jeden z těchto kamínků byl však pravý briliant a šťastný výherce se stejně jako hosté v průběhu večera dozvěděli, jak rozpoznat pravost diamantů.

Během večera si hosté mohli prohlédnout luxusní diamantové šperky, zpestřením programu bylo vystoupení profesionálních tanečnicků v milostném duetu „Romeo a Julie“, nebo degustace šampaňského Moët & Chandon.

Večerem provázela půvabná moderátorka Petra Beránková, celkovou atmosféru pak dokreslovala živá hudba v podání smyčcového kvarteta.

## Večer na zábřežském zámku v Ostravě

**Další ze společenských setkání, tentokrát určené moravským klientům Erste Private Banking, se uskutečnilo dne 24. června 2010 v nádherných prostorách ostravského zámku Zábřeh.**

Přítomné hosté přivítali moderátorka večera paní Dana Verzichová a Martin Loubr, ředitel regionálních center Erste Private Banking.

Kromě reprezentativních prostor nově zrekonstruovaného zábřežského zámku, který patří k nejstarším ostravským stavbám, mohli hosté v průběhu celého večera obdivovat také labužnickou kuchyni zámku a bavit se u zajímavého programu. Za zmínku stojí exhibice mistra České republiky v otevírání ústřic pana Jaroslava Koždělky, který předvedl rychlostní otevírání ústřic na čas. Hosté si poté sami vyzkoušeli otevírání tohoto mořského plodu a samozřejmostí byla i ochutnávka této delikatesy.

V průběhu celého večera byl otevřen také zámecký vinný sklípek, v jehož historických prostorách si hosté mohli vychutnat nabídku těch nejlepších rakouských vín z oblasti Weinviertel. Na závěr akce hosty okouzly modelky předvádějící módní kreace tematicky zaměřené na investiční nástroje.







## Kontakty

### Česká spořitelna, Erste Private Banking – Praha

Rytířská 29, 111 21 Praha 1  
Tel.: + 420 224 101 530  
Fax.: + 420 224 641 069  
e-mail: [ersteprivatebanking@csas.cz](mailto:ersteprivatebanking@csas.cz)

### Česká spořitelna, Erste Private Banking – Praha

Evropská 17, 160 00 Praha 6  
Tel.: +420 224 995 385  
Mobil: +420 731 647 039  
e-mail: [vidvorakova@csas.cz](mailto:vidvorakova@csas.cz)

### Česká spořitelna, Erste Private Banking – Praha

Budějovická 1518/13b, 140 00 Praha 4  
Tel.: +420 956 713 876  
Mobil: +420 731 633 374  
e-mail: [shajkova@csas.cz](mailto:shajkova@csas.cz)

### Česká spořitelna, Erste Private Banking – Brno

Jánská 6, 602 00 Brno  
Tel.: + 420 542 125 203  
Mobil: + 420 603 880 273  
e-mail: [eradeva@csas.cz](mailto:eradeva@csas.cz)

### Česká spořitelna, Erste Private Banking – Ostrava

nám. Dr. E. Beneše 6, 702 00 Ostrava 2  
Tel.: + 420 596 209 144  
Mobil: + 420 603 880 215  
e-mail: [hzahumenska@csas.cz](mailto:hzahumenska@csas.cz)

### Česká spořitelna, Erste Private Banking – Plzeň

nám. Republiky 36, 301 00 Plzeň  
Tel.: + 420 377 171 351  
Mobil: + 420 731 647 036  
e-mail: [pbednarova@csas.cz](mailto:pbednarova@csas.cz)

### Česká spořitelna, Erste Private Banking – Pardubice

tř. Míru 72, 530 00 Pardubice  
Tel.: +420 466 812 381  
Mobil: +420 731 647 038  
e-mail: [jhajkova@csas.cz](mailto:jhajkova@csas.cz)

### Česká spořitelna, Erste Private Banking – České Budějovice

U Černé věže 1, 370 26 České Budějovice  
Tel.: +420 466 812 381  
Mobil: +420 731 647 038  
e-mail: [jhajkova@csas.cz](mailto:jhajkova@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 23. srpna 2010. Česká spořitelna podléhá dohledu České národní banky. Podrobnější informace Vám poskytnou privátní bankéři na výše uvedených kontaktech.