

**Speciál – dopad US subprime krize na akciové trhy**

Petr Bártek, Radim Kramule, Luboš Mokráš, Jakub Židoň, +420 224 995 177

Aktuální neklid na finančních trzích je primárně vázán na problémy na americkém trhu s nemovitostmi, konkrétně na problémy se splácením tzv. subprime (rizikovějších) hypoték. Tyto hypotéky jsou často součástí strukturovaných produktů (CDO – dluhopis jehož podkladovým aktivem je dluh v nějaké formě, mimo hypoték to může být např. dluh na kreditních kartách), jejichž hodnota rychle klesá. CDO vlastní řada finančních institucí, což způsobuje, že se problémy v tomto izolovaném sektoru dotýkají širokého spektra investorů. Pokles hodnot méně likvidních částí portfolia (mezi něž patří CDO) nutí investory získávat hotovost prodejem likvidních aktiv, například akcií.

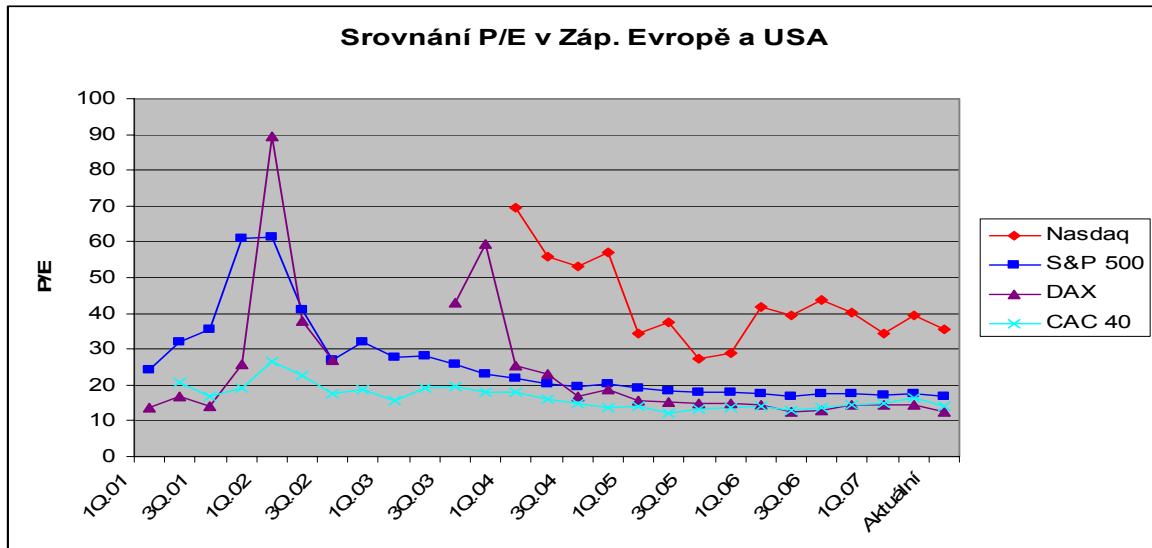
Výše popsaná situace vede k tomu, že i přes poměrně velmi dobré perspektivy světové ekonomiky a poměrně konzervativní ocenění akciových trhů nyní dochází opakovaně k prudkým propadům, které zneklidňují investory. Zatím se podle všeho investoři nedali zastrašit, čemuž nasvědčuje opakovaný růst po propadech.

**Jaký však bude vývoj dále?** To bude do značné míry záviset na tom, zda současný neklid na finančních trzích ovlivní reálnou ekonomiku nebo ne. Reálnou ekonomiku může ovlivnit především kombinace dvou jevů: poklesu cen nemovitostí a poklesu cen akcií. Zatímco pokles cen nemovitostí povede k nižší dostupnosti úvěrů typu americká hypotéka, pokles cen akcií může snížit pocit bohatství Američanů.

Nemovitosti a akcie tvoří základ bohatství amerických domácností. Pocit bohatství je velmi důležitým faktorem ovlivňujícím spotřebitelskou důvěru a spotřebitelskou poptávku. Pokud by spotřebitelé v důsledku pocitu snížení bohatství přestali utrácet, snížily by se růsty zisku firem a ty by následně snižovaly náklady - především snižováním počtu zaměstnanců. Následná vyšší nezaměstnanost by dále snížila spotřebitelskou důvěru a poptávku. Výsledkem by bylo podstatné zpomalení růstu u nebo i recese. Vzhledem k váze americké ekonomiky by problémy čekaly i zbytek světa.

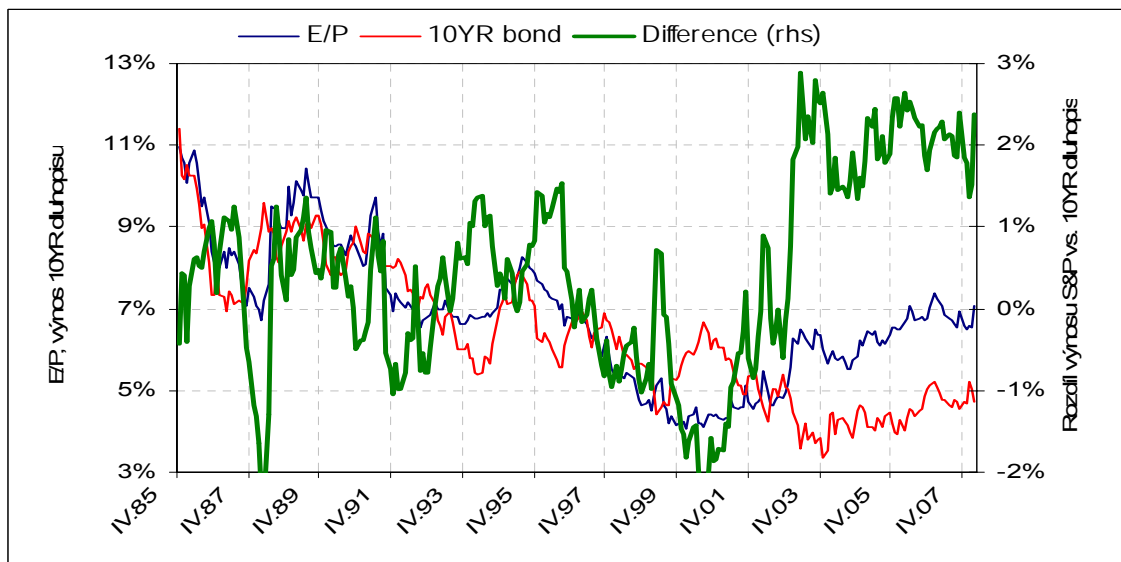
Američtí spotřebitelé zatím i podle nejnovějších údajů zůstávají při chuti a utrácení. Pomáhá jim k tomu velmi silný trh práce (míra nezaměstnanosti je v USA na 4,7%) a růst příjmů. Problémy na finančních trzích zatím netrvají dost dlouho na to, aby spotřebitelskou důvěru zlomily. **Podle našeho názoru ke zlomu spotřebitelské důvěry ani nedojde, protože se situace zklidní dostatečně brzy.** Za předpokladu, že se současné turbulence na finančních trzích nepřelijí do reálné ekonomiky není důvod očekávat delší korekci. Na jedné straně zde stojí z pohledu reálné ekonomiky poměrně izolovaný problém subprime hypoték (asi 10% celkového objemu hypoték v USA) a na druhé straně nízké ocenění akciového trhu.

Pro znázornění, jak se v posledních letech vyvíjí ocenění akciových trhů uvádíme graf vývoje ukazatele P/E (tedy ukazatele cena/zisk) pro vybrané indexy. Obrácená hodnota ukazatele P/E představuje „výnos“, tedy kolik procent čistého zisku připadá na cenu akcie (např. P/E 12 představuje výnos E/P 8,3%). **Jak je vidmo, tak od roku 2001 tento ukazatel na světových burzách klesá nebo přesněji zisky firem rostou rychleji než jejich cena na burze.**



Zdroj: Bloomberg

Hlavním hmatatelným dopadem současné krize na finanční trhy by tak podle našeho názoru měla být úprava **rizikové prémie**. Jinými slovy, investoři budou opatrnější při investicích do rizikovějších nástrojů a budou od nich vyžadovat vyšší míru návratnosti. To se týká jak srovnání dluhopisy – akcie, tak rozvinuté trhy – rozvojové trhy nebo rozvojové trhy mezi sebou. A jak to s tou premií je? Pro akcie žádné špatné zprávy. **Na rozdíl od prémie mezi rizikovými a prvotřídními dluhopisy byla prémie akciového trhu vůči dluhopisům již před krizí vysoká:**



Zdroj: Thomson

Ze srovnání E/P indexu S&P 500 a amerických 10. letých dluhopisů je patrné, že riziková prémie je nejvyšší za celou dobu sledování (od roku 1985) a pohybuje se na úrovni 2% p.a.!

This research report was prepared by Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG ("Erste Bank") or its affiliate named herein. The information herein has been obtained from, and any opinions herein are based upon, sources believed reliable, but we do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. All opinions, forecasts and estimates herein reflect our judgement on the date of this report and are subject to change without notice. The report is not intended to be an offer, or the solicitation of any offer, to buy or sell the securities referred to herein. From time to time, Erste Bank or its affiliates or the principals or employees of Erste Bank or its affiliates may have a position in the securities referred to herein or hold options, warrants or rights with respect thereto or other securities of such issuers and may make a market or otherwise act as principal in transactions in any of these securities. Erste Bank or its affiliates or the principals or employees of Erste Bank or its affiliates may from time to time provide investment banking or consulting services to or serve as a director of a company being reported on herein. Further information on the securities referred to herein may be obtained from Erste Bank upon request. Past performance is not necessarily indicative for future results and transactions in securities, options or futures can be considered risky. Not all transactions are suitable for every investor. Investors should consult their advisor, to make sure that the planned investment fits into their needs and preferences and that the involved risks are fully understood. This document may not be reproduced, distributed or published without the prior consent of Erste Bank. Erste Bank confirms that it has approved any investment advertisements contained in this material. Erste Bank is regulated by the Financial Services Authority for the conduct of investment business in the UK.

Pokud se podíváme na prémii emerging markets/USA, pak to pro české akcie znamená mírně nepříznivou zprávu. Jejich relativní výnosnost je společně s Polskem pod úroveň ostatních srovnatelných „emerging markets“ a zároveň je i o 0,6% nižší než výnos amerického S&P 500! Naproti tomu například turecký index ISE 30 nebo ruský RTX nabízí za vyšší riziko bohatou prémii 2,1% a 2,3%!

	P/E 07e	E/P 07e	Země
PX	16,4	6,1%	ČR
BUX	13,8	7,2%	Maďarsko
WIG	18,0	5,6%	Polsko
KOSPI	15,6	6,4%	J.Korea
ISE 30	11,3	8,8%	Turecko
RTX	11,1	9,0%	Rusko
<b>Průměr</b>	<b>14,4</b>	<b>7,2%</b>	--
<b>S&amp;P 500</b>	<b>15,0</b>	<b>6,7%</b>	<b>USA</b>

Zdroj: Bloomberg, EB

Ne ale všechny společnosti na českém trhu jsou „drahé“. Jednak ukazatel P/E není samospasitelný – podle klasické teorie by sice očekávané P/E na konec roku mělo být pro všechny indexy plus mínus stejné - za horizontem jednoho roku se očekávání vyššího růstu vyrovnává vyšším rizikem. V praxi ale lze vždy najít vyšší růstové příležitosti při nižší míře rizika a vice versa.

**V případě českého trhu jsou našimi „top picks“ tedy nejvíce preferovanými tituly po nedávné korekci akcie společnosti Unipetrol (doporučení a cílová cena aktuálně v revizi, předchozí „koupit“) a oba realitní tituly (Orco – držet, cílová cena 3690 Kč a především ECM – akumulovat, 2160 Kč).**

Unipetrol v současné době těží ze tří příznivých okolností: Jednak se podle našeho názoru nad očekávání daří pokračovat v jeho restrukturalizaci a integraci do skupiny PKN Orlen. To zvyšuje jeho ziskovost díky úsporám provozních nákladů i díky využití úspor z rozsahu v rámci koncernu. Příznivé jsou i podmínky v sektoru: Rostoucí ekonomika a ceny ropy pomáhají hrubým maržím, v oblasti maloobchodního prodeje pak dochází v ČR ke konsolidaci. Celkově je pak ocenění Unipetrolu výrazně nižší než ocenění srovnatelných společností v regionu.

Realitní tituly si celosvětově prošly korekcí z důvodu nárůstu úrokových sazeb a dluhopisových výnosů. Úrokové sazby snižují ziskovost realitních projektů tradičně z velké části financovaných dluhem, pak také nárůst sazeb potenciálně hrozí poklesem poptávky po hypotékách. Vyšší výnosy u dluhopisů jsou pak konkurencí výnosům z nájemného, které v posledních letech klesly na velmi nízké úrovni – jejich opětý nárůst by se negativně projevil na výsledcích přecenění nemovitostí. Oba tituly na českém trhu nicméně mají jádro tvorby zisku ve vytváření přidané hodnoty prostřednictvím (pře)stavby a nikoli v přeceňování již hotových projektů. Developerské marže, i když očekáváme jejich postupný pokles, jsou ve střední Evropě stále bohatýrské a mírný nárůst úroků se tak téměř neprojeví. Rezidenční nemovitosti – tedy hypotéky – pak u ECM nejsou vůbec relevantní, u Orca tvoří stále menší část. Navíc aktuální úrokové sazby jsou stále poblíž historických minim. Ocenění pod úrovní očekávané čisté hodnoty aktiv (za první pololetí) je tedy podle nás neospravedlnitelné.

Závěrem bychom chtěli podotknout, že nejpravděpodobnější variantou bude v následujících týdnech, či měsíci pokračující zvýšená volatilita na světových burzách. Lze očekávat, že trhy budou citlivě reagovat na jakékoliv negativní zprávy. Co se delšího horizontu týče, řekněme konec roku 2007, **očekáváme, že burzy naváží na předchozí růst**, podpořeny stále silnými fundamenty světové ekonomiky. I přes relativní nadhodnocení PX indexu vůči světovým indexům, očekáváme, že PX bude ke konci roku v rozmezí 1870 až 1920 bodů (v současnosti 1760b) a to skrze snížení rozdílu mezi výnosy dluhopisů a akcií (růst akcií). Relativně oproti ostatním burzám by se Praze mělo dařit o něco méně.

This research report was prepared by Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG ("Erste Bank") or its affiliate named herein. The information herein has been obtained from, and any opinions herein are based upon, sources believed reliable, but we do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. All opinions, forecasts and estimates herein reflect our judgement on the date of this report and are subject to change without notice. The report is not intended to be an offer, or the solicitation of any offer, to buy or sell the securities referred to herein. From time to time, Erste Bank or its affiliates or the principals or employees of Erste Bank or its affiliates may have a position in the securities referred to herein or hold options, warrants or rights with respect thereto or other securities of such issuers and may make a market or otherwise act as principal in transactions in any of these securities. Erste Bank or its affiliates or the principals or employees of Erste Bank or its affiliates may from time to time provide investment banking or consulting services to or serve as a director of a company being reported on herein. Further information on the securities referred to herein may be obtained from Erste Bank upon request. Past performance is not necessarily indicative for future results and transactions in securities, options or futures can be considered risky. Not all transaction are suitable for every investor. Investors should consult their advisor, to make sure that the planned investment fits into their needs and preferences and that the involved risks are fully understood. This document may not be reproduced, distributed or published without the prior consent of Erste Bank. Erste Bank confirms that it has approved any investment advertisements contained in this material. Erste Bank is regulated by the Financial Services Authority for the conduct of investment business in the UK.