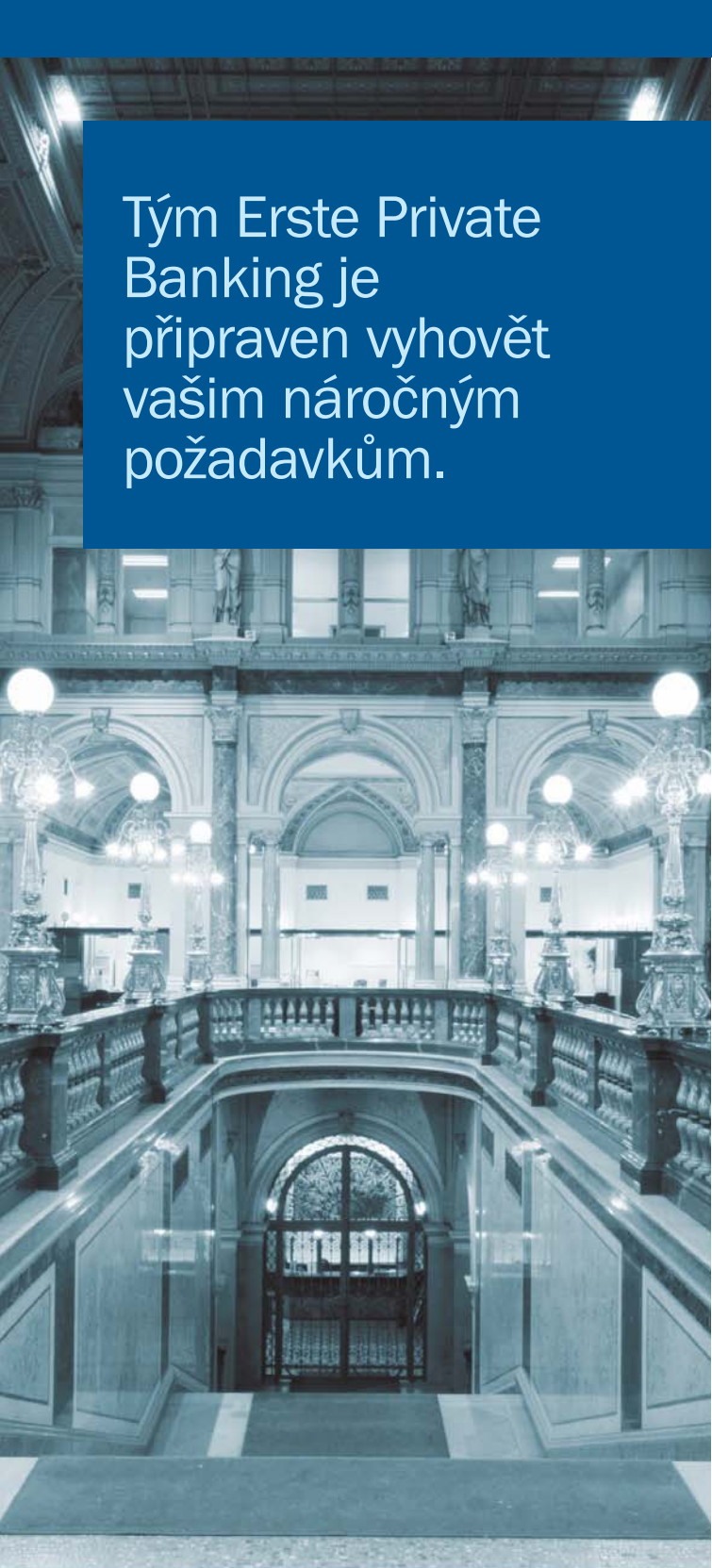


**Reportér:** Čtvrtletník pro klienty  
Erste Private Banking

**ERSTE**   
BANK  
Private Banking

**ČESKÁ**   
SPORITELNA



Tým Erste Private  
Banking je  
připraven vyhovět  
vašim náročným  
požadavkům.

---

EDITORIAL

3

---

KOMENTÁŘ K VÝVOJI TRHŮ  
Měnová válka

4-5

---

PRO POKROČILÉHO INVESTORA  
Technická analýza

6-7

---

PRO ZAČÍNÁJÍCÍHO INVESTORA  
Variabilní privátní portfolio aneb Poučení z krizového vývoje  
jednoho privátního investora

8-9

---

PŘIPRAVILI JSME PRO VÁS  
Jsme na jedné lodi  
Koncert Animato

10

---



Česká spořitelna  
klade důraz  
na špičkový  
klientský servis.

Vážené klientky, vážení klienti,

rok 2010 byl rokem konsolidace, která nastala po období finanční krize, a vy nyní můžete být svědky příjemných známek oživení našeho ekonomického prostředí. Mnoho společností a bank však přesto stále šetří a snižuje náklady.

Česká spořitelna snižuje své náklady v administrativě a dosahuje úspor díky vyšší efektivitě. Zároveň však investuje také do lepších služeb pro své klienty.

V roce 2010 došlo vedení banky k závěru zaměřit se více na movitější klienty. Z toho důvodu se banka počátkem roku rozhodla převzít pobočky HSBC Premier a na podzim začala poskytovat službu Česká spořitelna Premier. Ačkoliv je služba ČS Premier určena segmentu méně bonitních klientů, než jsou klienti Erste Private Banking, bude sloužit i klientům Erste Private Banking, a to na principu duální obsluhy.

Duální obsluha znamená, že našim VIP klientům budou na pobočkách provozujících běžné bankovní činnosti nabízeny lepší služby, a Erste Private Banking České spořitelny bude těmto klientům navíc poskytovat exkluzivní poradenství a speciální péči při správě jejich majetku.

Na špičkový klientský servis klade vedení České spořitelny velký důraz a bude do této oblasti dále investovat.

Při této příležitosti bych rád poděkoval generálnímu řediteli České spořitelny Gernotu Mittendorferovi, který bude od 1. ledna 2011 novým členem představenstva Erste Group Bank AG, za jeho pomoc Erste Private Banking v České republice. Jsem si jist, že pro vás, naše klienty, budeme i nadále zlepšovat služby za podpory nového generálního ředitele Pavla Kysilky.

Jménem Erste Private Banking bych vám rád poděkoval za vaši důvěru. Těšíme se na naši spolupráci v roce 2011.

Fabian Stenzel  
Erste Private Banking CZ  
vedoucí oddělení

# Měnová válka

Po „kvantitativním uvolňování“ a „recesi s dvojitým dnem“ se začíná ve finančním světě čím dál více sklouňovat nový termín, a to „měnová válka“. Jak si tedy stojí globální ekonomika? Čeká nás další kolo ekonomických poklesů? Čeká nás inflace? Nebo naopak deflace? A nevyústí měnová válka v otevřenou obchodní bitvu? Začněme ale pěkně pořádkem.

**Makroekonomická čísla, která přicházejí z USA a postupně i z dalších ekonomik, skutečně ukazují, že světová ekonomika zvolňuje své tempo růstu.** Znamená to však, že globální ekonomika sklouzává do dalšího poklesu? Podle našeho názoru tomu tak není. Pokud si vzpomenete, v minulosti jsme ukazovali, že růst od druhé poloviny loňského roku do zhruba poloviny toho letošního bude podporovat tzv. obnova zásob. A to se skutečně děje. Je nicméně naprosto přirozené, že se tento faktor vyčerpá. Podniky doplní své zásoby na úroveň, která odpovídá odhadům vývoje prodeje jejich zboží a služeb, tudíž zásoby začnou kopírovat vývoj očekávané spotřeby. Jinými slovy: velké příspěvky k růstu ekonomiky ze strany zásob se znormalizují, což samozřejmě bude znamenat snížení tempa růstu ekonomiky. Zajímavé je, že tento proces není pro ekonomický cyklus ničím novým. Za posledních několik recesí došlo ve druhém roce oživení ke snížení tempa růstu ekonomiky právě díky vyčerpání jednorázových faktorů. Podobně jako zásoby se vyčerpává i jiný stimul, který pomáhal ekonomikám, a tím je fiskální stimul. Neznamená to nutně, že vlády musí snižovat své deficity. Avšak aby vládní stimuly přispívaly k růstu ekonomiky, musí narůstat. Pokud tedy vláda ponechá svůj deficit na nezměněné úrovni, je její příspěvek k růstu ekonomiky nulový. Pokud navíc začne šetřit, fiskální impulz se překmitne do fiskální restrikce.

**Od zásob se dostáváme ke státním rozpočtům.** Ty jsou skutečně problémem, který může ohrozit budoucí růst ekonomik. Obecně mám pocit, že finanční trhy se příliš koncentrují na

krátkodobý horizont a nevidí potenciální problémy (ale pozor, ani příležitosti), kterým budou ekonomiky čelit. Pokud se podíváme na minulou finanční krizi, kdy došlo k systémovému selhání finančního sektoru, dokážeme identifikovat obvyklý „harmonogram“ krize. Za prvé rostoucí zadlužení podniků a domácností. V této krizi to byly především domácnosti, které zvýšily zadlužení před splasknutím nemovitostní bubliny. Za druhé bankovní krize, která byla způsobena rostoucím počtem nesplácených úvěrů. Zde v minulosti poprvé nastoupily vlády, které začaly zachraňovat banky před pádem, což samozřejmě zvýšilo zadlužení vlád. Třetím stadiem je ekonomická krize. Ta vzniká zadřením úvěrového kanálu, který je mazivem ekonomiky. Pokud nefunguje, přejde ekonomika do poklesu. I toto stadium zvyšuje zadlužení vlád, protože vlády najednou přicházejí o daňové příjmy a rostou naopak sociální výdaje. To obvykle vládám nestačí a začnou přicházet se speciálními balíčky, které by měly spasit ekonomiku. Není se proto čemu divit, že čtvrtou fází je fiskální krize. Pod fiskální krizí si můžeme představit nejen skutečný krach země (default), který je extrémem, ale např. i restrukturalizaci dluhu (změna splátkového kalendáře, změna jmenovité hodnoty dluhu) a samozřejmě vynucené reformy. V minulosti existovala úzká vazba mezi úrovní dluhu na HDP a počtem zemí, které čelily defaultu či restrukturalizaci dluhu. Pokud se můžeme o tuto vazbu opřít i při odhadu budoucího vývoje, tato historická zkušenost suše říká, že Řecko (a aktuálně i Irsko) jsou pouze začátek. Samozřejmě že vám optimista řekne, že v minulosti zde byly i vlády, jež

měly dluh na HDP vyšší než 200 %, a ke krachu této země nedošlo. A to je správná poznámka. Ano, země nemusí zkrachovat, nemusí restrukturalizovat svůj dluh, a stejně vlastník jejích dluhopisů může zaplakat nad svým výdělkem. Tou mocnou zbraní je inflace. Inflace je totiž velmi snadný nástroj, jak snížit reálnou hodnotu dluhu. Opět se podívejme do historie: počet zemí, které čelí defaultu, je korelovan s počtem zemí s vysokou inflací. Pod vysokou inflací rozumějte inflaci 20 % a více. Ale inflace nemusí dosáhnout takto vysokých hodnot, aby došlo k reálnému znehodnocení závazků států. Představte si, že nyní nakoupíte např.

**Výnosy státních dluhopisů (10Y) na neudržitelných úrovních při takto expanzivní měnové politice**



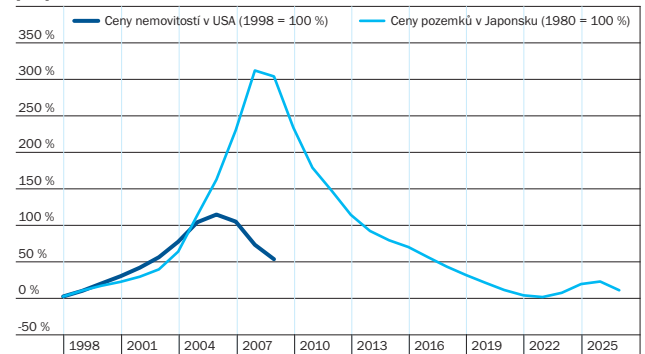
Snaha oslabit vlastní měnu je jedním z nástrojů, jak zvýšit ekonomický růst.

desetileté státní dluhopisy USA za zhruba 2,5 %. Ano, nakupujete státní dluhopis s nominálním výnosem 2,5 %. Jestliže tedy inflace vzroste na 3 %, reálně proděláváte půl procenta. Už tříprocentní inflace znamená pro držitele státního dluhu záporný reálný výnos! A to v situaci, kdy centrální banky cílí inflaci zhruba kolem 2 %, nicméně aktuálně se vedou seriózní diskuse, zda není potřeba inflační cíl zvýšit.

**Můžete samozřejmě namítnout, že v historii akcelerace inflace sice následovalo rostoucí zadlužení vlád, ale že tentokrát to přece může být jinak. Pro příklad nemusíte chodit nijak daleko: Japonsko si přece také prošlo splasknutím nemovitostní bubliny,** jež japonský bankovní zatížila sektor ztrátovými úvěry. Výsledkem byl průměrný reálný růst kolem jednoho procenta a deflace. Ano, podobnosti mezi tehdejší Japonskem a dnešní situací v USA najdeme. Ale také najdeme odlišnosti, jež nás vedou k závěru, že japonský scénář pro dnešní svět není tou nejpravděpodobnější variantou budoucího vývoje. Za prvé nemovitostní bublina (cen pozemků) v Japonsku byla řádově vyšší. Ceny pozemků v Japonsku před splasknutím bubliny vzrostly o zhruba 300 %. Růst cen rezidenčních nemovitostí v USA o 80 % je v porovnání s Japonskem žabař. S tím samozřejmě souvisí i objem ztrátových úvěrů, který byl splasknutím bubliny vyprodukován. Zatímco v Japonsku to bylo zhruba 15 % HDP, v USA je to „pouze“ polovina. Další odlišností, a to podstatnou, byla reakce autorit. V Japonsku centrální banka a vláda čekala několik let, než začala s politikou kvantitativního uvolňování a růstem deficitů veřejných financí. V té době již mzdy několik let klesaly a podniky a domácnosti začaly očekávat deflaci. Jedna z věcí, kterou se centrální bankéři učí, je, jak důležitá jsou očekávání a jak obtížné může být je změnit. Sám šéf FEDu Bernanke si vybuřoval svou akademickou kariéru mimo jiné právě na studiu japonské deflace a chápe, jak nebezpečné je, když se očekávání změni na deflační. Proto se FED a vláda USA chovají naprosto jinak, než jak se chovala vláda Japonska: reakce je velmi rychlá, centrální banka sahá k nestandardním nástrojům. FED je totiž stoprocentně přesvědčen, že deflaci nesmí za žádnou cenu v ekonomice nechat zakořenit. A má nástroje, které mu umožní se této hrozby vyvarovat. Samozřejmě i za rizika vyšší inflace. Stejně tak rychle a pružně přistupuje vláda a centrální banka USA ke ztrátám bank. Japonsko nechalo špatná aktiva vyhnít na bilancích bank, což výrazně omezilo možnost bank

úvěrovat ekonomiku. Naopak USA rychle pokryly ztráty ze špatných úvěrů a banky jsou aktuálně schopny ekonomice půjčovat. Další rozdíl je v demografii a ve finančních aktivech. Japonsko má starší populaci s naakumulovaným bohatstvím, kde velký podíl tvoří hotovost a vklady v bankách. Podíl těchto likvidních aktiv na úvěrech domácností je dokonce 130 %. To, že likvidní aktiva převyšují dluhy, znamená, že deflace zvyšuje kupní sílu úspor. Ano, deflace v Japonsku není úplně nevídaným jevem. V USA je tento podíl zhruba 60 %, takže úvěry převyšují tato likvidní aktiva. A inflace snižuje reálné zadlužení, takže americká domácnost by spíše uvítala inflaci.

**Velikost nemovitostní bubliny v USA a Japonsku: Japonsko výrazně více přepálené**



Zdroj: Ecowin, Česká spořitelna

**Proto je přirozené, že FED v situaci, kdy vidí jakákoliv rizika pro pokračování oživení, zvyšuje svou angažovanost.** Trh proto čeká další etapu kvantitativního uvolnění, které bude znamenat další nákup státních dluhopisů na bilanci FEDu a dodání další likvidity na trh. Nicméně to bude znamenat, že tato likvidita bude použita na úvěrování podniků a domácností. Dojde ke zvýšení soukromé poptávky? Nebo bude použita tato dodatečná likvidita na nákup jiných aktiv než spotřebitelských? Myslím si, že v krátkém horizontu je mnohem pravděpodobnější druhá varianta. Finanční instituce, které získají dodatečnou likviditu, budou tyto peníze investovat spíše do nákupu finančních investic. Ať už to budou komodity, akcie, dluhopisy, a to nejen v USA, ale spíše také v rozvíjejícím se světě. To samozřejmě bude tlačit

dolar na slabší úroveň. A tím se dostáváme k aktuálnímu tématu měnové války: snaha oslabit vlastní měnu není jen nechtěným důsledkem kvantitativního uvolňování, ale i jedním z nástrojů, jak zvýšit ekonomický růst. Slabší dolar totiž zvýší konkurenceschopnost exportérů z USA. Komu se to naopak nebude líbit? Eurozóně. Ze zemí EMU jsou totiž schopny růst zejména země, které jsou exportně orientované, tedy Německo a země na něj navázané. Naopak země z jihu Evropy, které dlouhodobě sázely na růst zadlužení a podporu domácí poptávky, jsou naopak v problémech a vynucené vládní úspory budou jejich růstový potenciál snižovat. Proto aktuální posilování eura dělá vrásky jak politikům, tak centrálním bankéřům. Ale nemluvíme jen o EMU. Ozývají se další země, jimž slabý dolar dělá problémy: např. Mexiko, Kanada, ale i Čína. Jaké je riziko? Že se země budou nekoordinovaně snažit vykompenzovat oslabení dolaru vlastním uvolněním měnové politiky. Tato nekoordinovanost může vyústit ve zvýšení volatility na měnových kurzech. Pokud dojde k dalšímu vyostření situace, může tato měnová válka snadno přejít v obchodní válku, kdy vlády budou zavádět různé restriktce pro dovozy. Obchodní válka by byla pro globální ekonomiku jednou z největších hrozeb. Obchodní válka byla totiž důležitým faktorem, který zapříčinil, že se velká deprese stala velkou depresí.

Vyznívá tento text příliš negativně? Ekonomiky, a to především ty, které teď nazýváme vyspělými, jsou skutečně v ohrožení, protože čelí strukturálním problémům. Dlouhodobým tahounem růstu budou rozvíjející se ekonomiky. Kvantitativní uvolňování a rostoucí zadlužení vlád podle mého názoru nakonec vyvolají inflaci. Nejdříve inflaci cen finančních aktiv, posléze i inflaci spotřebitelskou. Z tohoto pohledu jsou státní dluhopisy ve srovnání s akciemi předražené.

**David Navrátil,**  
hlavní ekonom  
Česká spořitelna



# Technická analýza

**Technickou analýzou rozumíme předpovídání cenových pohybů, které je založené na analýze minulých cenových pohybů. Nástrojem používaným pro technickou analýzu jsou různé typy grafů vývoje ceny. Výsledkem technické analýzy většinou není absolutní předpověď budoucího vývoje ceny, ale odhad jejího „pravděpodobného“ vývoje.**

První se technickou analýzou zabývali Japonci, kteří ji požívali pro odhad vývoje ceny komodit, především rýže. Technická analýza se v Japonsku vyvíjela svébytně v izolaci až do druhé světové války, po ní řadu nástrojů používaných Japonci převzali Američané a následně i zbytek světa. Nejpopulárnějším nástrojem vyvinutým Japonci jsou takzvané svíčkové grafy. Ve Spojených státech se nezávisle na Japonsku začala technická analýza rozvíjet v devatenáctém století s růstem popularity obchodování na akciových burzách. Rozvoj technické analýzy byl dlouho brzděn její relativní náročností; ruční vynášení bodů a kreslení grafů bylo poměrně dost pracné. Situace se změnila s nástupem počítačů a vytvořením programů pro její provozování. Devadesátá léta byla ve znamení renesance technické analýzy a masového zájmu, který souvisel částečně také s přílivem nových investorů přilákaných růstovým trendem. Pro mnoho z nich byla technická analýza podstatně přístupnějším nástrojem pro podporu jejich investičních rozhodnutí než na znalosti podstatně náročnější fundamentální analýza. Po prasknutí internetové bubliny se technická analýza ocitla poněkud za vrcholem.

Technická analýza je založena na třech jednoduchých předpokladech. První princip: **tržní ceny odrážejí všechny vlivy**. V tomto principu je klíčové slovo všechny, protože fundamentální analýza předpokládá, že cena je tvořena pouze na základě racionálního zpracování dostupných informací investory a z něj plynoucího ocenění aktiva. Technická analýza počítá se zásadním vlivem lidské psychologie při investičním rozhodování. Druhý princip: **ceny se pohybují v trendech**. Trendem rozumíme časovou posloupnost, ve které jednoznačně převažuje buď růst, nebo pokles. Základním cílem technické analýzy je identifikace trendů a snaha odhadnout, kdy by se trend mohl otočit (tj. přejít od poklesu k růstu nebo naopak). Třetí princip: **historie se opakuje**. Technická analýza vychází z předpokladu, že lidská přirozenost je víceméně neměnná, a že lidé proto v podobných situacích reagují podobně. Techničtí analytici se proto snaží nalézt opakující se vzory ve vývoji cen aktiv a znalost těchto opakujících se vzorů potom uplatňovat při odhadu budoucího vývoje.

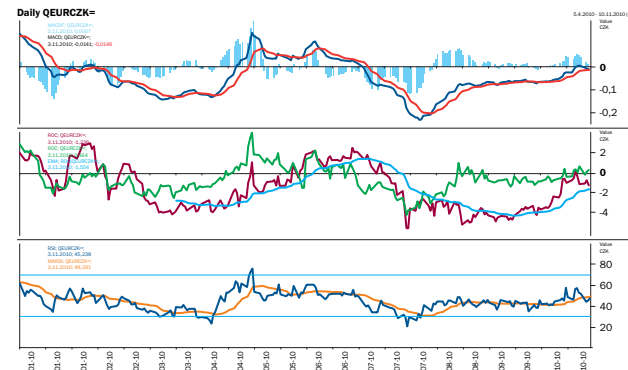
**Za přednosti technické analýzy jsou pokládány konzistentnost zdroje informací, z nichž analýza vychází** (historie vývoje ceny občas doplněná údajem o obchodovaných objemech), **její relativní jednoduchost, rychlost, se kterou je možné použít její výsledky, a schopnost pokrýt vliv psychologických faktorů v obchodování**. Podívejme se nyní na jednotlivé výhody trochu podrobněji. Konzistentní zdroj informací je jistě dobrý, na druhou stranu je tento zdroj přece jenom značně chudý a nedokáže s předstihem reagovat na informace přicházející na trh. Není řídkým jevem, že technický obrázek a z něj vycházející odhad jsou postaveny na hlavu příchodem zásadní ignorace nebo mimotržním vlivem (například intervencí centrální banky). To samozřejmě značně omezuje použitelnost technické analýzy. Čistý technický analytik by se neměl dívat na nic jiného než na graf vývoje ceny aktiva, investor by však měl brát v úvahu mnohem širší spektrum informací. Rozhodovat se čistě na základě technické analýzy je proto značně riskantní. Relativní jednoduchost je také dvousečnou předností. Na jednu stranu metody technické analýzy nevyžadují žádné speciální znalosti, na druhou stranu jejich alespoň trochu efektivní používání vyžaduje značné zkušenosti. Mechanická aplikace jednoduchých pravidel často nevede k dobrým výsledkům, nástroje je potřeba používat opatrně a dbát na to, aby se závěry jednotlivých indikátorů potvrzovaly. Technická analýza v sobě obsahuje značně silný prvek intuice, která se v podstatě nedá naučit ani replikovat. Rychlost je výhodou jednoznačnou; fundamentální analýza vyžaduje poměrně náročný rozbor dostupných informací, který se jen těžko dá provádět prakticky okamžitě. Technická analýza naproti tomu díky své jednoduchosti dokáže na změny situace reagovat ve zlomku sekundy. Právě této vlastnosti široce využívají obchodníci na finančních trzích a také specializované fondy, které se intenzivně snaží metody technické analýzy zdokonalovat. Konečně poslední výhodou je schopnost zahrnout psychologické faktory ovlivňující obchodování. Opět jde o jednoznačnou výhodu, protože fundamentální analýza s lidskou psychologií nepočítá, pro ni je hodnota aktiva absolutní a nezávislá na momentálním psychickém rozpoložení investora. To ovšem v realitě není pravda, lidé podléhají

Výsledkem  
technické analýzy  
je odhad  
„pravděpodobného“  
vývoje ceny.

panikám a mániím a to se často s větší nebo menší intenzitou projevuje ve vývoji cen na finančních trzích. Technická analýza spoléhá na určitou stereotypnost lidských reakcí a na tendenci lidí opakovat určité vzorce chování.

**Technická analýza má samozřejmě vedle předností také své slabiny.** Mezi ty hlavní patří její subjektivnost a s tím související „nevědeckost“ (jde víc o umění než o vědu), riziko samosplnitelného proroctví a neschopnost určit příčinu pohybu ceny. Nástroje technické analýzy skutečně nemají striktní jednoznačnou interpretaci a každý technický analytik si postupně vytváří vlastní jedinečný způsob, jak interpretovat cenové pohyby. Vychází sice z obecných předpokladů, které jsou společné pro všechny, ale naplňuje je svou osobní zkušeností a svým specifickým způsobem uvažování. Projevuje se to ve volbě indikátorů a také ve volbě způsobů, jak přesně tyto indikátory interpretovat. Subjektivnost je možné částečně omezit tak zvaným backtestingem (zpětné testování čili ověření systému technické analýzy na minulých datech – dělají to především fondy, které se snaží využívat technickou analýzu k obchodování), ale jak známo, minulá výkonnost nezaručuje výkonnost budoucí. Technická analýza nemá žádnou striktní teorii a metodologii, a i když se objevují snahy o její vyučování a certifikaci technických analytiků, nijak se tím nezvyšuje její „vědeckost“. Jde o systém vytvořený praktiky na základě zkušeností a jakékoliv snahy o jeho testování nebo přísnější kodifikaci jsou až značně pozdního data. Samosplnitelným proroctvím se nazývá situace, kdy lidé konají nějakým způsobem na základě předpovědi, čímž tuto předpověď splní. Typickým případem může být předpověď technického analytika, která spustí obchody, díky nimž se naplní. U široce používaných metod technické analýzy je efekt samosplnitelného proroctví dobře možný, ale z praktického hlediska je bezvýznamný, protože pro investory není důležité, proč se předpověď naplní, ale že se naplní. Neznalost příčin cenových pohybů je vážnou vadou, a jak už jsem psal, omezuje zásadně samostatnou použitelnost technické analýzy.

#### Příklad technické analýzy



Zdroj: Česká spořitelna

Ilustrační graf ukazuje typickou sestavu několika indikátorů technické analýzy použitou konkrétně pro kurz české koruny k euru. Účelem podobných grafů je pomocí relativně jednoduchých transformací vývoje ceny zvýraznit pro technickou analýzu důležité charakteristiky grafů týkající se trendů. Další důležité informace poskytované takovými grafy se týkají optimálního časování pro nákupy nebo prodeje aktiv.

**Nyní se stručně podíváme na hlavní rozdíly mezi technickou a fundamentální analýzou.** Technická a fundamentální analýza tvoří dva hlavní analytické přístupy na finančních trzích. Technická analýza se omezuje pouze na sledování cenových pohybů (někdy zahrnuje také objem a nějakou míru volatility) a využívá je k odhadu budoucích cenových pohybů. Fundamentální analýza studuje takzvané fundamentální faktory (například účetní rozvahu, hotovostní toky apod.) spolu s faktory ovlivňujícími jejich budoucí vývoj. Technická analýza má nejen kratší časový horizont než fundamentální analýza, ale liší se také způsobem jejich využití při nákupech/prodejích aktiv. Technická analýza je využívána hlavně pro krátkodobé obchody (spekulace), případně pro upřesnění časování dlouhodobějších investic, zatímco fundamentální analýza je využívána spíše pro dlouhodobé investice. Investoři kupují aktiva, protože věří, že jejich hodnota poroste, zatímco spekulanti nakupují, protože věří, že budou schopni prodat za vyšší cenu.

Kritici často technickou analýzu označují jako „černou magii“ nebo „věštění z kávové sedliny“. Kritika technické analýzy se hodně opírá o akademickou teorii, především o hypotézu efektivních trhů (EMH) v její slabé formě, která by měla vylučovat systematickou úspěšnost obchodních systémů založených na technické analýze. Podle této teorie jsou v ceně aktiva obsaženy všechny veřejně dostupné informace, z čehož plyne, že technická analýza nemůže pouhým využitím informací z cenových pohybů dát obchodníkovi systematickou výhodu. Různé jednoduché obchodní systémy byly v minulosti opakovaně testovány s nejednoznačnými výsledky. Není však možné otestovat technickou analýzu jako celek, mimo jiné i kvůli již dříve zmíněnému prvku subjektivnosti a jedinečnosti v přístupu k jejímu využití. Typickým jevem je také ztráta výhody plynoucí z využití nových nástrojů technické analýzy s tím, jak se rozšiřuje použití těchto metod (široké využití nových metod odstraňuje neefektivitu, díky níž dříve tyto metody fungovaly). Technickou analýzu mají tendenci kritizovat spíše teoretici, většina praktiků působících na finančních trzích je ochotna přiznat, že technická analýza má svoje omezené použití ve specifických situacích (například krátkodobé spekulace nebo časování obchodů). Právě proto technická analýza stále existuje a je poměrně široce používána a sledována. Nedá se čekat, že by se to v dohledné budoucnosti změnilo.

**Luboš Mokráš,**  
analytik  
Česká spořitelna



# Variabilní privátní portfolio aneb Poučení z krizového vývoje jednoho privátního investora

Můj spolužák z MBA, řekněme mu třeba Robert, je velmi úspěšný podnikatel. Před třemi lety prodal podíl ve své firmě irskému fondu privátního kapitálu, což mu kromě vědomí, že dokázal vydělat dost slušnou sumu peněz, přineslo i novou starost – kam s nimi. Protože je Robert akční člověk, který jistou míru rizika a stres potřebuje a nabíjí ho, první volba padla na obchodování akcií na vlastní účet. Psal se rok 2007 a na někoho, kdo by měl být právem docela „v klidu“, byl Robert často jako na jehlách a neustále (s periodou asi pěti minut) kontroloval ceny čezů a komerček na svém mobilu. Pak přišel rok 2008 a bylo to, jak na to dnes Robert vzpomíná, „fakt hustý“. Když celkové ztráty na portfolio dosáhly v květnu asi 20 %, Robert měl to nejdůležitější – disciplínu (kterou nemá zdaleka každý) a akceptoval ztrátu a celé portfolio prodal. Za tohle rozhodnutí si pak děkoval každé ráno po pádu Lehman Brothers, kdy by jeho ztráty byly větší než 50 % – dodržením „stop lossu“ si tak zachránil třetinu celého portfolio. Koncem roku 2008 ale Roberta už zase „pálily prsty“, když si říkal, že takhle nízko přece akcie dlouho nemohou zůstat... To byl čas, kdy jsem Roberta přivedl k nám do privátního bankovníctví a Robertovo portfolio zakotvilo ve fondu AR 75. Výhodou AR – „absolute return“ – typů fondů je, že umějí brzdit případný propad, a Robert se tak nemusel bát případného velkého průšvihy, pokud by se krize vrátila. Je prostě super mít fond, který omezuje případné ztráty místo vás. Začátkem roku už ale Robert zase chodil s nápady od ruských akcií až po British Petroleum – „až tu

díru v Mexickém zálivu ucpou, bude to raketa!“ Prostě mu jeden fond nestačil. Tehdy jsem Robertovi řekl, ať počká do konce roku, že něco připravíme. Tak tady to je – Variabilní privátní portfolio:

- Je vám jeden fond málo, protože si chcete portfolio sestavit sami?
- Chcete rozumět tomu, co vám vaše portfolio nabízí z hlediska potenciálního výnosu, příp. možného poklesu?
- Stáli byste o to, aby při případném poklesu na trhu vaše portfolio aktivně omezovalo ztráty?
- Zajímají vás jako doplněk do portfolio kromě akcií i komodity a reality?

Pak je Variabilní privátní portfolio (VPP) produkt přesně pro vás. VPP nabízí opravdu individuální mix a aktivní řízení řady zajímavých složek portfolio. Typickými složkami VPP jsou:

- instrumenty peněžního trhu
- krátkodobé státní dluhopisy
- střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy
- korporátní dluhopisy investičního stupně (investment grade)
- korporátní dluhopisy spekulativního stupně (high-yield)
- státní dluhopisy z emerging markets (rozvíjejících se trhů)
- reality
- komodity
- akcie emerging markets
- globální akcie
- české akcie

Z výše uvedených komponent pak může každý klient se svým privátním bankéřem sestavit portfolio opravdu přesně na míru, tzn. zvolit si váhu v jednotlivých hlavních složkách portfolio – dluhopisové, akciové, realitní a komoditní.

**Velkým přínosem pro správnou volbu složení portfolio je optimalizační nástroj VPP Tool, který privátní bankéři při sestavování portfolio každého klienta používají.** VPP Tool dává přesné a přehledně zpracované údaje o středním očekávaném výnosu sestaveného portfolio a jeho možných odchylek od této střední hodnoty. Klient tak může podle svých potřeb upravovat kolísavost portfolio a přizpůsobovat ji svým investičním cílům.

K dlouhodobě zdravému a klidnému spánku pak přispívá konstrukce VPP s důrazem na absolutní výnos. Funguje to velmi jednoduše: pokud dochází na trhu k výraznější korekci, VPP vyprodává rizikovější aktiva a výrazně tak omezuje případné ztráty. Akcie, komodity a reality pak VPP dokupuje zpět, až když se na trzích opět obnoví růst. Je samozřejmé, že za vyšší bezpečnost tohoto investičního konceptu se musí něčím platit. Je to jednoduché – jelikož VPP nakupuje, až když se trh znovu rozroste, zpočátku na rostoucím trhu mírně zaostává za produkty, které tuto „brzdu“ poklesů nemají.

Kdybych měl vybrat dvě věci, které jsou na celém konceptu VPP nejatraktivnější, jsou to jednoznačně přesné nastavení

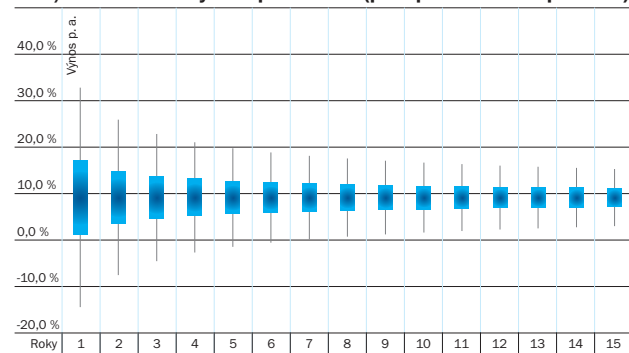
Variabilní privátní portfolio nabízí individuální mix a aktivní řízení řady zajímavých složek portfolio.



výnosovosti a rizikovosti portfolia vzhledem k mým potřebám a velmi kvalitní reporting toho, co se s mými penězi děje.

Díky optimalizačnímu nástroji VPP Tool má Robert KDYKOLI možnost ověřit si, že nastavení portfolia odpovídá PŘESNĚ tomu, co od něj očekává. Co je ale nejpodstatnější, toto nastavení strategické alokace portfolia se neděje „s nasliněným prstem ve větru“, ale na základě přesných parametrů jednotlivých složek portfolia, jako jsou dlouhodobý výnos, míra kolísání hodnoty aktiva a míra jeho korelace s ostatními složkami portfolia (korelace ukazuje, jak moc jednotlivé složky chodí „spolu“ nebo „proti sobě“). Celkový výsledek, tedy to, co portfolio nabízí výnosově a z hlediska výkyvů, pak klient vidí na přehledných grafech – má před sebou jakýsi „tachometr“ svých investic. A to je důležité: vědět, jak jedu rychle a jestli příští zatáčku bezpečně vyberu. Podle jednoho z takových grafů (viz následující obrázek) tak mohu Robertovi říci, s jakou pravděpodobností se v jakých rozmezích pohybuje očekávaný výnos jeho portfolia.

**50% / 95% hranice výnosu po x letech (pro optimalizované portfolio)**



Zdroj: Investiční společnost České spořitelny

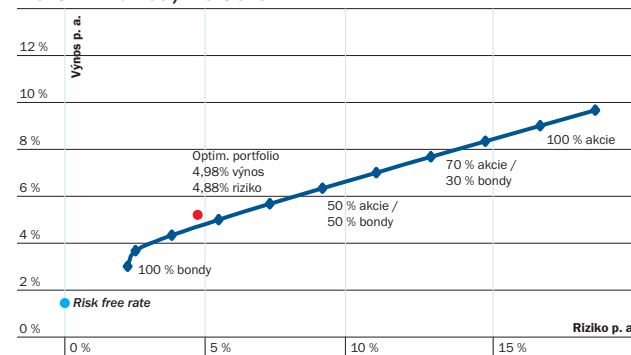
Na ose x jsou zaneseny budoucí roky, na ose y očekávaný výnos portfolia z obrázku Rozdělení podle druhů aktiv. Graf čteme tak, že tmavomodré svíslé čáry představují očekávaný výnos p. a., jehož bude s 95% pravděpodobností s portfoliem

dosaženo v příslušném počtu kumulovaných let v budoucnosti. Světlemodré boxy umístěné uprostřed svíslých čar představují stejnou hodnotu, tentokrát s 50% pravděpodobností. Například: při držení Robertova portfolia po dobu čtyř let lze očekávat, že s 95% pravděpodobností se jeho výnos bude pohybovat v průměru mezi 0,2 až 10 %. S 50% pravděpodobností dosáhne jeho portfolio průměrného ročního výnosu mezi 3,3 a 6,6 %.

Reporting o portfoliu se neomezuje jen na jeho složení a výkonnost. Privátní bankéř má přehled o aktivitách v portfoliu, důvodech změn složení a výhledu pro jednotlivé složky portfolia, takže je vždy připraven dát klientovi kompletní obrázek o tom, co se děje s jeho penězi. Nevím, jak pro vás, ale pro mne je důležité mít pocit, že nad vývojem svých úspor mám úplnou kontrolu.

Robert se má u mě zastavit příští týden. Toho půl roku, co byl zainvestován v jediném fondu, trpěl, protože má rád, když to v jeho investicích žije. Procházel jsem si v optimalizačním nástroji VPP Tool nastavení portfolií, které bych mu mohl ukázat. Určitě ho potěším, když mu na níže uvedeném grafu efektivní hranice ukážu, kam se může ve smyslu rizika a výnosu posunout oproti jeho jednofondovému řešení zaměřenému jen na dvě třídy aktiv (akcie a dluhopisy).

**Efektivní hranice / Portfolio**



Zdroj: Investiční společnost České spořitelny

Na ose x je vyjádřeno riziko měřené jako volatilita portfolia: čím nižší volatilita, tím nižší je riziko a tím „jistější“ a stabilnější budou výnosy Robertova portfolia. Na osu y jsou nanášeny očekávané roční výnosy portfolia. Modrá efektivní hranice zobrazuje očekávané dosažitelné kombinace výnosů a rizika portfolií složených čistě z dluhopisů nebo pouze z akcií či z různě smíchaných variant mezi těmito dvěma body. Robert by určitě chtěl co největší výnos a nejmenší riziko, tedy posunout se po efektivní hranici co nejvíce doleva a nahoru. Po přimíchání dalších tříd aktiv (alternativních a nemovitostních) lze opustit efektivní hranici – například do červeného bodu představujícího výnosově-rizikový profil Robertova portfolia.

Robert už nebude muset trpět. Myslím, že se bude dít věnovat businessu, kterému rozumí, a přitom bude mít portfolio, u kterého bude přesně rozumět tomu, co od něj čeká, a bude mít dokonalý přehled o tom, co se s jeho penězi děje. Jako by lékař neměl léčit své přátele, ani portfolio manažer by neměl svým kamarádům radit. V případě Variabilního privátního portfolia ale rád udělám výjimku.

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





## Jsme na jedné lodi

**Datem významného setkání zástupců Erste Private Banking České spořitelny a nejmávanějších klientů z Moravy se bezesporu stal čtvrtek 21. října 2010.**

Mottem této společenské události bylo heslo „Jsme na jedné lodi“ a v tomto duchu se také nesl celý večer. Místem setkání se příznačně staly prostory brněnského Noem Arch Restaurant, který symbolizuje loď zakotvenou v přístavu.

Večerem hosty provedla moderátorka Monika Brindzáková spolu s privátní bankéřkou Klaudíí Kocmanovou, která je důležitou tváří Erste Private Banking pro jižní Moravu. Spolu s Martinem Kučerou, ředitelem Erste Private Banking, se tak pro tento večer ujala role hostitelky.

Čestným hostem se nemohl stát nikdo jiný než brněnský mořeplavec Aleš Budín, který zaujal poutavým vyprávěním o svých dalekých plavbách a osvětlil, co vlastně představuje být mořeplavcem v dnešní moderní době. V podpalubí se samozřejmě podával rum, a to té nejlepší světové kvality. Chutí rumu hosty provázel zkušený sommelier. Požitkáři si na své přišli také u live sushi show a odvážlivci si mohli přeměřit síly při výrobě tohoto tradičního japonského pokrmu.

## Koncert Animato

**V pátek 5. listopadu 2010 se ve Smetanově síni Obecního domu v Praze uskutečnil galakonzert Filharmonie nadace Animato, mezinárodního orchestru vybraných mladých hudebníků z hudebních univerzit a akademií osmi zemí Evropy.**

Hudebníci zavítali do Prahy již potřetí a obdivovatelé tohoto žánru hudby se tak mohli v nejkrásnějším secesním sálu Prahy zaposlouchat do díla P. I. Čajkovského, S. Rachmaninova či S. Prokofjeva, a to pod taktovkou vynikajícího britského dirigenta Howarda Griffithse. České hudební scéně se v sólovém partu představila také jedna z nejnadanějších mladých pianistek dnešní doby, Američanka Claire Huangci.

Exkluzivitu tohoto kulturního zážitku si nenechali ujít ani významní klienti Erste Private Banking České spořitelny z řad milovníků vážné hudby. Krásným prostředím Obecního domu se mohli těšit i po skončení koncertu, kdy pro ně byl v reprezentativních prostorách Sladkovského sálu připraven slavnostní raut.





## Kontakty

### Česká spořitelna, Erste Private Banking – Praha

Rytířská 29, 111 21 Praha 1  
Tel.: +420 956 713 881  
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 1912/64b, 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 22. listopadu 2010. Česká spořitelna podléhá dohledu České národní banky. Podrobnější informace vám poskytnou privátní bankéři na výše uvedených kontaktech.