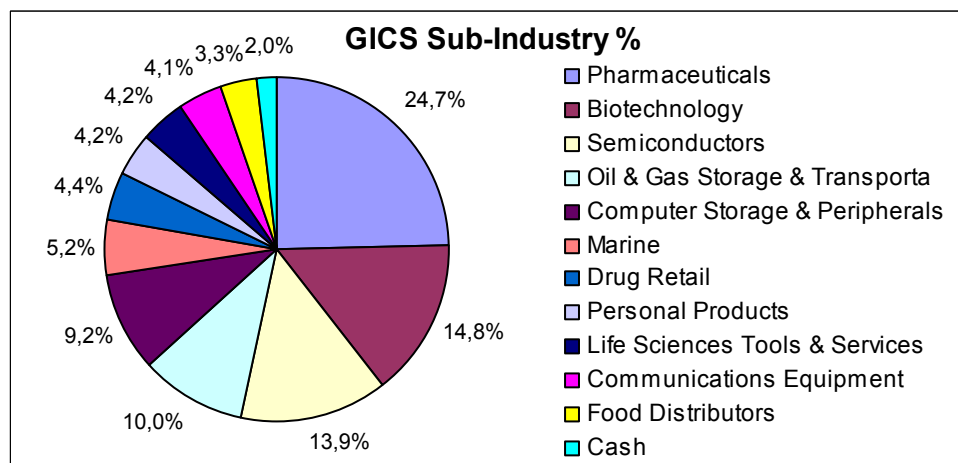


Komentář k uplynulému měsíci:

V průběhu února přiteklo do fondu celkem 19,2 mil. Kč. Ke konci měsíce byl objem prostředků ve fondu ve výši 196,8 mil. Kč (poté, co v průběhu posledního únorového týdne také krátce překročil úroveň 200 mil. Kč), nicméně v prvních dvou březnových dnech došlo v reakci na předchozí propad amerického akciového trhu k odkupům ve výši 16,2 mil Kč. V průběhu února nedošlo k žádné významnější změně v struktuře portfolia.

Ke dni psaní této zprávy portfolio fondu obsahovalo 22 různých investičních nápadů, aktuální sektorové členění fondu naleznete v následujícím grafu. Část portfolia fondu obsahující společnosti, které jsou pravidelně ziskové, se obchoduje s konsensuálním relativním oceněním P/E pro rok 2007 ve výši 15,7 a konsensem očekávaný růst EPS pro roky 2007 a 2008 je -1,7%, resp. +13,8%. Očekávaný konsensuální dividendový výnos v roce 2007 je 1,16%.

Sektorové členění fondu (podle metodiky GICS):



Komentář k nedávnému poklesu na akciovém trhu:

Pokles, ke kterému došlo 27. 2. 2007 byl pro mně překvapivý a to ze tří důvodů. Za prvé mně překvapila jeho velikost („z ničeho nic“ hlavní americké indexy poklesly o více než tři procenta, když se v předchozích letech obchodovaly spíše v rozmezí +/- 2%, např. index S&P 500 měl poslední kladný dvouprocentní pohyb 29.6.2006 a poslední záporný dvouprocentní pohyb 19.5.2003), za druhé svojí šíří (v tento den z akcií zařazených v indexu S&P 500 neklesly pouze dvě, resp. z akcií zařazených v indexu S&P 1500 nepokleslo pouze 15, tj. 1,0%) a za třetí nízkou diferenciací mezi jednotlivými sektory (všechno padalo více méně homogenně). Přes víkend jsem oprávil své staré znalosti technické analýzy a také zavzpomínal na své analýzy akciových propadů, které jsem dělal v době kolem Asijské měnové krize a obě jenom potvrdily mé podezření, že tento propad je poněkud zvláštní. Začnu tím prvním, poklesem o více než tři procenta. To je na akciových trzích sice ne tak častý počin (jenom pro srovnání za posledních 10 let k něčemu podobnému došlo asi 25-krát, tj. přibližně v 1% obchodních dnů), ale to by samo o sobě však nebylo ničím zvláštním, protože jednou za čas k podobným propadům přece jen dochází. Ale já sám nepamatuji (což naštěstí ještě nic neznamená...) a ani můj Bloomberg mi v historii nenašel podobnou událost v případě tzv. zdravého býčího trhu (v tomto případě jednoduše definovaného např. zachováváním vyšších maxim a vyšších minim, než byly ty předchozí, nebo podporující linii 50-denního klouzavého průměru). Ve všech předchozích případech byl nejdříve narušen býčí trh (tj. byly prolomeny ty indikátory, které lze považovat za určující) a teprve pak došlo k více než tříprocentnímu poklesu akciového indexu.

Úplné názvy otevřených podílových fondů jsou uvedeny ve statutech (prospektech) 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. Veškeré informace zde uvedené mají pouze informační charakter a jejich účelem není nahradit statut (prospekt) nebo poskytnout jeho kompletní shrnutí. Případné využití těchto stránek při investování musí být konzultováno s poradcí České spořitelny. Metody a principy ohodnocení finančního nástroje vymezuje Vyhláška č. 270/2004 Sb., o způsobu stanovení reálné hodnoty majetku a závazků fondu kolektivního investování a o způsobu stanovení aktuální hodnoty akcie nebo podílového listu fondu kolektivního investování. Pokud se v informačním materiálu hovoří o jakémkoli výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulý výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoli investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kurzů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše případného zisku není v žádném případě zaručena.

Druhá zvláštnost je šíře propadu. Tento fenomén (výrazně vyšší počet klesajících akcií vůči rostoucím, zpravidla 95% a více vs. 5% a méně) je v terminologii technické analýzy pojmenován výrazem kapitulace a zpravidla se podobný obchodní den objevuje v blízkosti lokálních minim trhu a bývá vynikajícím indikátorem konce medvědího trhu.

Tabulka č.1: Přehled poklesů s největším počtem klesajících akcií

Datum	-1D%	-20D%	+60D%	Růst	Pokles	Pomer
27.X.97	-6,9%	-1,2%	9,8%	1	498	0,2%
27.II.07	-3,5%	2,0%	???	2	498	0,4%
24.III.03	-3,5%	7,6%	17,1%	11	489	2,2%
14.IV.00	-5,8%	-1,6%	9,2%	13	484	2,6%
9.I.98	-3,0%	-1,4%	20,9%	14	483	2,8%
11.IV.97	-2,7%	-4,0%	23,7%	16	473	3,2%
10.III.03	-2,6%	-0,1%	20,3%	17	483	3,4%
3.IX.02	-4,2%	9,8%	6,2%	17	482	3,4%
19.V.03	-2,5%	5,9%	7,6%	18	480	3,6%
24.I.03	-2,9%	-0,6%	3,6%	22	477	4,4%
5.VI.06	-1,8%	-2,8%	2,9%	23	477	4,6%
27.VIII.98	-3,8%	-5,1%	10,6%	25	474	5,0%

Zdroj: Bloomberg

Jak lze vidět z tabulky č.1, výkonnost akciového trhu byla po podobné události zpravidla výrazně kladná (sloupec +60D% představuje růst indexu v 60 dnech následujících po kapitulaci), a to i v případech, kdy předtím nedošlo k poklesu akcií (sloupec -20D% představuje vývoj indexu v 20 dnech předcházejících kapitulaci, v případě předchozí tabulky bylo lokální minimum v tentýž den, kdy došlo k poklesu v 5 případech, ve 4 případech bylo dosaženo dna v blízké budoucnosti – 2 dny až 1 měsíc a pouze ve dvou případech – 24.3.03 a 19.5.03 byly podobné poklesy malým intermezem jednoho začínajícího růstového trhu, odstartovaného válkou v Iráku). Dva dny s nejmenším počtem rostoucích akcií mají zdánlivě i podobný zdroj nákazy (Asijská krize vs. 10% propad na čínské lokální burze), ale geografickou polohou podobnost podle mně také končí.

Tabulka č.2: Přehled výkonnosti jednotlivých sektorů v obchodních dnech tzv. kapitulace

Date	27.II.07	5.VI.06	19.V.03	24.III.03	10.III.03	24.I.03	3.IX.02	14.IV.00	27.VIII.98	9.I.98	27.X.97	11.IV.97
Consumer Durables	-3,64%	-1,55%	-3,11%	-4,72%	-2,41%	-2,45%	-3,68%	-5,74%	-3,61%	-2,70%	-6,34%	-2,25%
Consumer Cyclical	-3,27%	-1,40%	-0,49%	-2,78%	-1,68%	-1,98%	-2,20%	-4,78%	-3,29%	-2,30%	-5,86%	-2,65%
Energy	-3,93%	-2,97%	-1,29%	-1,74%	-1,38%	-2,08%	-4,70%	-1,71%	-2,89%	-3,51%	-6,94%	-2,43%
Financials	-3,55%	-1,61%	-2,47%	-3,43%	-3,70%	-3,58%	-4,90%	-7,73%	-5,52%	-3,15%	-7,03%	-3,43%
Health Care	-2,71%	-1,47%	-3,48%	-2,93%	-2,02%	-2,45%	-4,26%	-3,83%	-3,67%	-3,05%	-7,68%	-3,19%
Industrials	-2,94%	-2,00%	-1,95%	-3,76%	-2,80%	-2,60%	-3,92%	-4,50%	-3,72%	-3,00%	-7,04%	-2,49%
Technology	-3,94%	-1,84%	-3,75%	-4,21%	-2,38%	-4,06%	-4,51%	-7,52%	-4,39%	-4,12%	-7,97%	-2,61%
Materials	-4,18%	-2,92%	-2,24%	-3,88%	-2,12%	-2,49%	-3,13%	-4,93%	-3,47%	-3,68%	-7,73%	-2,42%
Telecoms	-3,98%	-0,97%	-1,79%	-3,88%	-4,57%	-3,61%	-6,28%	-5,46%	-2,91%	-1,83%	-6,05%	-3,16%
Utilities	-2,83%	-0,93%	-1,65%	-2,21%	-2,13%	-2,42%	-3,49%	-3,43%	-0,75%	-0,76%	-3,30%	-1,80%
max	-4,18%	-2,97%	-3,75%	-4,72%	-4,57%	-4,06%	-6,28%	-7,73%	-5,52%	-4,12%	-7,97%	-3,43%
min	-2,71%	-0,93%	-0,49%	-1,74%	-1,38%	-1,98%	-2,20%	-1,71%	-0,75%	-0,76%	-3,30%	-1,80%
rozdíl min/max	1,47%	2,03%	3,26%	2,98%	3,19%	2,08%	4,09%	6,02%	4,77%	3,36%	4,67%	1,63%
S&P500	-3,47%	-1,78%	-2,49%	-3,52%	-2,58%	-2,92%	-4,15%	-5,83%	-3,84%	-2,97%	-6,87%	-2,73%
max rozdíl vs SP500	0,71%	1,19%	1,26%	1,20%	1,98%	1,14%	2,13%	1,90%	1,68%	1,15%	1,11%	0,70%
min rozdíl vs SP500	0,76%	0,85%	2,00%	1,78%	1,21%	0,94%	1,96%	4,12%	3,09%	2,21%	3,57%	0,92%

Zdroj: Bloomberg

Třetí zvláštností je homogenita poklesu. Z tabulky č.2 jsou vidět dvě skutečnosti: jednak nízké odchylky mezi výkonností jednotlivých sektorů a také stejná velikost maximálních odchylek od výkonnosti indexu (zpravidla je odchylka nejhoršího sektoru

Úplné názvy otevřených podílových fondů jsou uvedeny ve statutech (prospektech) 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. Veškeré informace zde uvedené mají pouze informační charakter a jejich účelem není nahradit statut (prospekt) nebo poskytnout jeho kompletní shrnutí. Případné využití těchto stránek při investování musí být konzultováno s poradci České spořitelny. Metody a principy ohodnocení finančního nástroje vymezuje Vyhláška č. 270/2004 Sb., o způsobu stanovení reálné hodnoty majetku a závazků fondu kolektivního investování a o způsobu stanovení aktuální hodnoty akcie nebo podílového listu fondu kolektivního investování. Pokud se v informačním materiálu hovoří o jakémkoli výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoli investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kurzů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše případného zisku není v žádném případě zaručena.

od indexu výrazně vyšší než odchylka nejlepšího sektoru, protože vždy se najde nějaký sektor, který na „příčinu“ propadu výrazně doplácí). Nebo také jinak řečeno, teď byl nejlepší sektor na 78% poklesu celého trhu a v průměru býval na 44% (tj. nebylo kam se schovat).

Jako „příčina“ tohoto poklesu se uvádělo několik věcí: čínská nákaza symbolizující přehnanou spekulaci a nadměrný optimizmus spojený s investováním do akcií, obavy z propadu americké ekonomiky do recese (resp. přehnaná reakce trhu na mylně interpretované slova bývalého guvernéra FEDu A. Greenspana), problémy na trhu méně kvalitních amerických hypotéčních úvěrů a také uzavírání financování spreadových obchodů japonským jenem. Myslím si však, že první dvě příčiny by samy o sobě tento pokles nenastartovaly – na čínském lokálním trhu mohou investovat jenom domácí, málo významní hráči, tudíž nákaza přes vzniklé ztráty je vysoce nepravděpodobná. Navíc relativní ocenění akcií obchodovaných na tomto čínském trhu je výrazně vyšší než současná konzervativní úroveň relativního ocenění na americkém a evropském trhu, takže i když v případě obchodování na lokální čínské burze lze říct, že valuační nepřesahy veškerou rozumnou úroveň, v případě vyspělých trhů tomu tak není (navíc na těchto dvou trzích stále přetrvává dlouhodobé výrazné podhodnocení akcií jako aktiva vůči státním dluhopisům). O recesi americké ekonomiky se spekuluje už nejméně posledních 9 měsíců (mimořádně křivka amerických dluhopisů, považovaná za jeden z nejlepších indikátorů možné recese je již přesně 8 měsíců inverzní), výsledky společností a ani makroindikátory zatím nic takového nenasvědčují.

„Příčina“ může být možná zakopána v posledních dvou faktorech – jak ztráty způsobené investicemi do méně kvalitních hypotéčních úvěrů (v průběhu února poklesly ABX indexy dluhopisů s ratingem BBB a BBB- o 26%, resp. 30%, přičemž k největším poklesům došlo ještě před 27.2.), tak i stahování likvidity z finančních trhů v důsledku nuceného uzavírání spreadových investic financovaných jenem (právě déle přetrvávající nízkouročené prostředí a nižší volatilita rizikovějších aktiv v posledních letech vedla k tomuto stále rozšířenějšímu způsobu investování – nízký spreadový výnos násobený pákovým efektem je dobrým sluhou v dobách nízké volatility, nicméně sebemenší negativní pohyb podkladových aktiv může způsobit také nemalé ztráty) mohly být tou pomyslnou poslední kapkou. Z výše popisovaných tří zvláštností nedávného poklesu amerických akcií se domnívám, že 27.2. se prostě prodávaly akcie, protože marginální investor se buď při pohledu na jiné trhy začal obávat možných ztrát a kupoval si pojištění prostřednictvím krátkých pozic v různých ETF fondech, u kterých neplatí tzv. „up-tick rule“ (domnívám se, že tento faktor převažoval, což by mohlo vysvětlit tak vysokou homogenitu propadu akciového trhu), anebo potřeboval likvidovat jiné pozice, aby z těchto příjmů pokryl existující ztráty z jiných instrumentů (ať už na straně aktivní nebo pasivní). Kromě akcií v tento den klesaly i jiné rizikovější aktiva (což zároveň také byly aktiva, na kterých v posledním roce bylo možné dosáhnout zisku), což také podporuje tuto hypotézu.

Otázkou je, jak dlouho může pokračovat podobný výprodej. Předchozí zkušenosti z „kapitulací“ by mohly naznačovat, že právě teď je velmi dobrá příležitost pro investici do akcií. Jak jsem již psal výše – tři popisované zvláštnosti tohoto výprodeje by však současně měly varovat před unáhlenými závěry. Aktuální konzervativní úroveň relativního ocenění a také analytických odhadů určité poskytnutí vyspělým akciovým trhům velmi dobrou podporu, období zvýšené volatility, živě prohlubujícími se ztrátami některých investorů však může i přesto pokračovat několik týdnů. Dlouhodobě bude rozhodující, jestli jsou současné poklesy na akciovém trhu spíše odrazem potenciálně správného odhadu zhoršující se výkonnosti obchodovaných společností v důsledku prorůstajícího se negativního vlivu některých slabších segmentů americké ekonomiky, nebo jsou jenom důsledkem předchozí špatné investiční strategie u jiných aktiv (inkasovaná nízká prémie za podstoupené riziko). Vývoj fundamentů jednotlivých společností bude eventuálně rozhodující pro budoucí výkonnost akcií (což ostatně vždy platí v delším horizontu). V případě vyspělých akciových trhů bude důležité sledovat, jestli bude i nadále docházet ke snižování analytických odhadů pro rok 2007 (aktuálně 6,3% v případě USA a 8,1% v případě EU), nebo se tento trend obrátí s tím, jak společnosti budou tyto snížené odhady překonávat tak, jak tomu bylo v předchozích čtvrtletích. Nejpozději na přelomu března a dubna může být z předběžných oznámení společností k výsledkům za 1. čtvrtletí jasné, nakolik odpovídá aktuální situace na akciových trzích vývoji hospodaření těchto společností. Pro mě osobně tento pokles přinesl novou příležitost oprášit některé starší investiční nápady, které jsem předtím odložil čistě z důvodu příliš vysokého relativního ocenění.

Ján Hájek, CFA,
Manažer fondu Top Stocks

Úplné názvy otevřených podílových fondů jsou uvedeny ve statutech (prospektech) 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. Veškeré informace zde uvedené mají pouze informační charakter a jejich účelem není nahradit statut (prospekt) nebo poskytnout jeho kompletní shrnutí. Případné využití těchto stránek při investování musí být konzultováno s poradcí České spořitelny. Metody a principy ohodnocení finančního nástroje vymezuje Vyhláška č. 270/2004 Sb., o způsobu stanovení reálné hodnoty majetku a závazků fondu kolektivního investování a o způsobu stanovení aktuální hodnoty akcie nebo podílového listu fondu kolektivního investování. Pokud se v informačním materiálu hovoří o jakémkoli výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulý výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoli investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kurzů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše případného zisku není v žádném případě zaručena.