



# AKRO BULLETIN

JARO 2008

Vážená paní, vážený pane,

máme pro Vás další informace o naší společnosti a fondech AKRO:

- AKRO akciový fond nových ekonomik
- AKRO globální akciový fond
- AKRO fond progresivních společností
- AKRO balancovaný fond

## PŘIPRAVUJEME

V rámci rozšíření nabídky stávajících služeb připravuje na druhé pololetí naše společnost pro současné i potenciální klienty nový produkt: **PRAVIDELNÉ INVESTOVÁNÍ**, které umožní podílníkům měsíčně pravidelně investovat do fondu **AKRO akciový fond nových ekonomik**, na základě uzavřené dílčí smlouvy (za podmínky uzavřené Smlouvy o nákupu podílových listů).

Výhodou produktu bude:

- Možnost spoření malých částek
- Zvýšení šance na zhodnocení investice
- Nižší vstupní poplatky
- Eliminace rizika kolísání kurzu (volatility)

## AKRO akciový fond nových ekonomik

### CHYSTÁTE SE ZAINVESTOVAT DO FONDU AKRO AKCIOVÝ FOND NOVÝCH EKONOMIK?

Máte-li uzavřenou Smlouvu o koupi podílových listů, stačí jen převést peněžní prostředky na číslo účtu:

15003888/6200  
Commerzbank,  
pobočka Praha

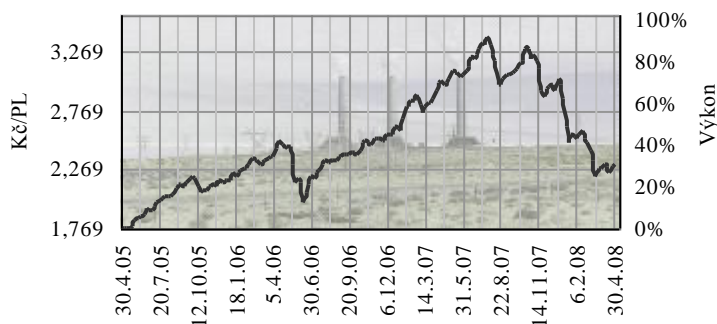
variabilní symbol:  
číslo Vaší smlouvy

Aktuální obchodní podmínky jsou Vám k dispozici na [www.akro.cz](http://www.akro.cz)

### NEVÁHEJTE ...

Tři klienti s nejvyšší připisanou investovanou částkou v období od 15.5.2008 do 30.6.2008 od nás dostanou **DÁREK** v podobě **elegantního deštníku s logem AKRO**

### Vývoj hodnoty vlastního kapitálu na podílový list



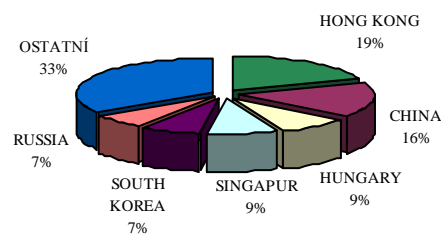
Výkonnost fondu k 30.4.2008

1 měsíc	1,94%
3 měsíce	-9,43%
1 rok	-22,58%
3 roky	30,73%

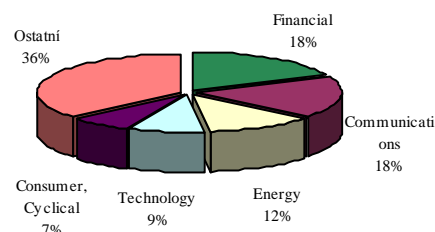
Výkonnost fondu v letech

2007	13,98%
2006	20,65%
2005	24,71%
2004	-0,79%
2003	1,80%

### Rozdělení investic dle zemí



### Rozdělení investic dle sektoru



Od 1.5.2005 fond uplatňuje novou investiční strategii

## SITUACE NA KAPITÁLOVÉM TRHU



**Jeremy Monk**  
Portfolio manažer  
fonde

První čtvrtletí roku 2008 bude historicky zaznamenáno jako bouřlivé období pro globální akciové trhy. Mnoho titulů vykázalo nejhorší čtvrtletní výkonnost za posledních 5 let, způsobenou problémy v bankovním sektoru a všeobecně omezenými úvěrovými podmínkami. Obava krizového vývoje byla posílena sledováním negativního vývoje v bytové výstavbě, zaměstnanosti a důvěře spotřebitelů v USA. Zprávy z ekonomiky donutily US Federal Reserve k realizaci bezprecedentního nouzového snížení úrokové míry a vládu k uvolnění více než \$150bn formou daňových slev pro americké spotřebitele. Navíc k všeobecným negativním vlivům zpomalování americké ekonomiky, francouzská banka Societe Generale oznámila 22. ledna enormní ztrátu v důsledku podvodných operací uvnitř organizace. Bouřlivé čtvrtletí bylo završeno 11. března prodejem Bear Stearns JP Morganu za \$2 za akcii. Následující intervence FED, která uvolnila přímé půjčky největším investičním bankám, snad částečně obnovila důvěru ve finanční sektor (což by mohlo například doka-

zovat oznámení o vydání nových akcií Lehman Bros 31. března, po uzavření obchodování).

Pokud jde o rozvinuté trhy USA, kontinentální Evropu, Velkou Británii a Japonsko, jednou z nejzajímavějších charakteristik prvního čtvrtletí 2008 je, že výkonnost v těchto geografických oblastech byla v celku jednotná. Vyjádřeno v jednotné měně, např. v CZK, výkonnost je překvapivě stejná: USA -20%; Eurozóna -21.5%; UK -22% a Japonsko -18%. Rozvíjející se trhy se pohybovaly pod úrovní rozvinutých ekonomik. Po silném růstu, který rozvíjející se trhy zaznamenaly v minulém roce, odráží relativně nízká výkonnost realizaci výnosů a všeobecnou averzi k podstoupení dalších rizik.

### Dosáhl již akciový trh svého dna?

Samozřejmě, nikdy si nemůžeme být jisti. Nicméně existují četné důvody k tomu, abychom se mohli domnívat, že březen reprezentuje dno, a že jsme již překonali to nejhorší. Máme-li stanovit hodnotu akcií je jednou z možností hodnocení průměrné hodnoty poměru Price/Earnings na trhu. Jinými slovy se jedná o vyhodnocení průměrné hodnoty mnoha firem očekávajících profit, který mohou vytěžit z transakcí s akciemi. Dle tohoto

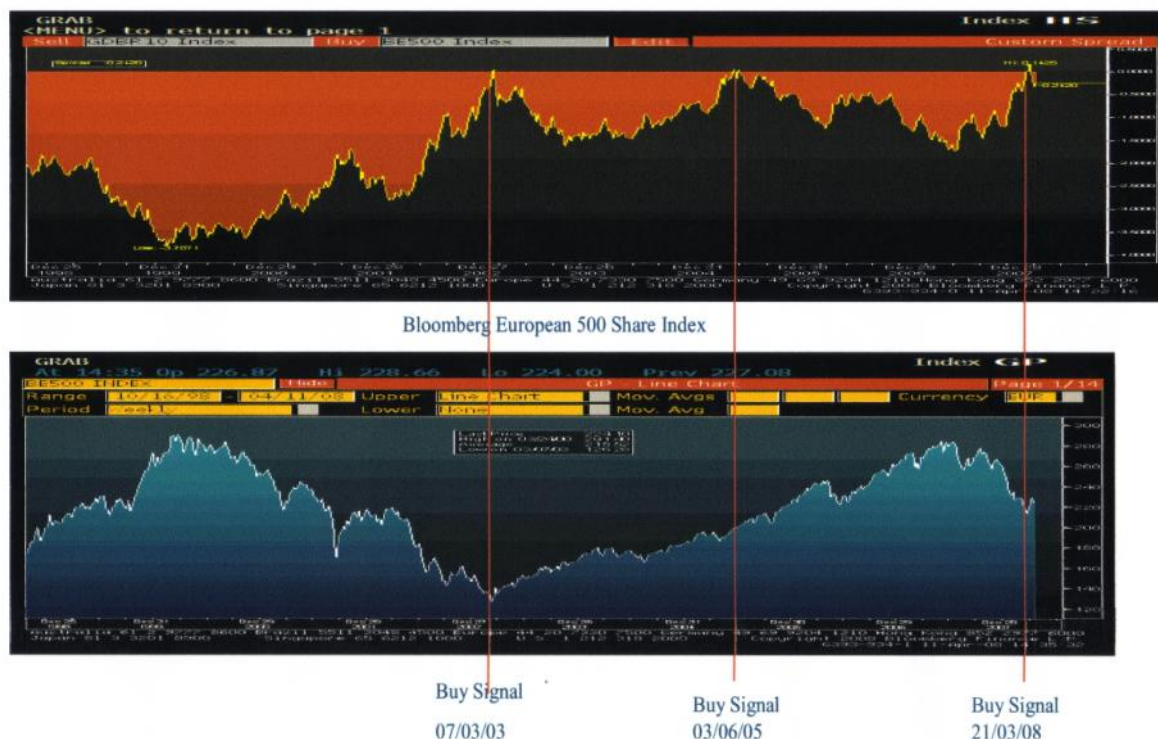
měřítka je mnoho titulů na minimum ohodnocení od doby, kdy se tento ukazatel začal sledovat (rok 1988). Zdá se proto, že mnoho pesimismu, který vládne na trhu, již bylo do současných cen akcií zahrnuto.

Další postup jak stanovit hodnotu akcií, je podívat se na průměrný výnos z dividend (dividend/share price) a porovnat jej s výnosem z vládních dluhopisů. Na rozdíl od profitu, hodnota veškerých dividend placených firmami se významně rok od roku nemění. S průměrným krytím dividend (částka, již jsou dividendy kryty z profitu) na historické výši a s velkým množstvím hotovosti, která v mnoha firmách existuje, se zdá celkově jakákoli redukce v dividendách vzdálená.

Porovnání výnosů z dividend s výnosy z dluhopisů k polovině března může skutečně znamenat bod obratu pro akciový trh. Například v Evropě poprvé od června 2005 dosáhl průměrný výnos z dividend 3.7 % a vyrovnal tak výnos německého vládního 10-ti letého dluhopisu. Horní graf (viz níže) sleduje výnos z dividend evropských akcií a porovnává je s výnosem německých vládních dluhopisů. Za normálních okolností dluhopisy vynášejí méně, neboť akcie nabízejí

*(Pokračování na stránce 3)*

Dividend Yield on the Bloomberg European 500 Share Index Compared With Yield on 10 year German Government Bonds



Zdroj: Bloomberg

(Pokračování ze stránky 2)

perspektivu dlouhodobého růstu, zatímco dluhopisy dávají pouze fixní úrok a vrácení investovaného kapitálu v době maturity titulu. Skutečnost, že výnos z dividend je porovnatelný s výnosem z dluhopisů, indikuje z dlouhodobého pohledu dobrou hodnotu akcií. Dluhopisy na druhé straně vypadají v porovnání s akciemi draze. Zmíněný ukazatel prokázal svou užitečnost pro indikaci bodu obratu na akciovém trhu již v roce 2003. Dolní graf ukazuje výkonnost Bloomberg European 500 index s body obratu na trhu s akciemi, které se jasně shodují s momenty, kdy se výnosy z dividend vyrovnávají výnosům z dluhopisů.

### Jsou ještě další důvody k optimismu?

Jak bylo zmíněno, akcie se v současné době zdají být relativně levné, jak v porovnání s očekávanými výnosy, tak i s jinými aktivy jako jsou např. dluhopisy. Nicméně existují i další neoficiální důkazy, které vypadají optimisticky. Například manažeři a ředitelé amerických firem v lednu 2008 nakoupili více akcií než jich prodali. Stalo se tak poprvé za 13 let. Toto naznačuje, že lednový výprodej akcií mohl být přehnaný. V minulosti, nastala-li situace převahy nákupu akcií managementu a ředitelů nad jejich prodeji (7 krát v období 1988-1995), S&P index vylétl v následujících 12 měsících v průměru o 21%.

Pád a následující záchrana Bear Stearns může též být signálem konce současného „bear market“. The Financial Times zveřejnil analýzu publikovanou JP Morganem, ukazující, že po 4 velkých kolapsech na Wall Street (Continental-Illinois in 1984, Drexel Burnham Lambert in 1990, Kidder Peabody in 1994; and Long-Term Capital Management in 1998), americký akciový trh vždy vzrostl v průměru o 10%.

Na závěr evidence důkazů lze ještě zmínit fakt, že mnoho manažerů fondů disponuje relativně vysokou úrovní hotovosti, což se může stát hybnou silou dalšího růstu trhu.

### Co ale ekonomika?

Akciový trh má přirozenou tendenci pohledu dopředu. Špatné ekonomické výhledy jsou rychle promítnuty do cen akcií (viz velmi špatný start akciového trhu

v tomto roce). Nicméně dívaje se dopředu s 12 až 18 měsíční perspektivou, obraz ekonomiky může být rozhodně lepší. Ve skutečnosti mají historicky ceny akcií tendenci se dostat na dno a začít se zotavovat dříve, než se začne zotavovat ekonomika. Podíváme-li se zpět na krize v letech 1970, 1975 a 1990, zotavení akciového trhu začalo během několika týdnů po tom, co byl teprve druhý měsíc avizován pokles zaměstnanosti. V roce 1980 zotavení nastalo ještě dříve. Pouze rok 2001 byl výjimkou, když tržní hodnota akcií, na rozdíl od současnosti, byla na astronomických úrovních. Vezmeme-li v úvahu padající zaměstnanost v USA v lednu a únoru a daný historický precedent, březen se může ukázat být nejnižším bodem pro akciové trhy ve všeobecném měřítku. Samozřejmě tato analýza může být i chybnou, pokud je krize mnohem hlubší a delší než se očekává. Nicméně aktivní monetární a fiskální stimuly (o přímé pomoci bankám nemluvě) naznačují v tomto roce postupné zotavení ekonomiky.

### A co česká koruna?

Současná výkonnost české koruny je opravdu mimořádná. Koruna od července 2007 získala 12% k EUR a 25% k USD, čímž se stala nejvýkonnější měnou světa za zmíněné období. Investicím v jiných měnách tato skutečnost ubírala na výkonnosti. Vysoká úroveň přímých zahraničních investic, trendy úrokové míry a růstové diferenciály působily ve prospěch koruny. Existují ovšem náznaky, že česká koruna může začít oslabovat. Rovněž vzrůstá očekávání, že se ČNB s ohledem na současnou sílu koruny vzdá zvyšování úrokové míry. Člen bankovní rady ČNB, Eva Zamrazilová, nedávno komentovala, že síla české koruny je mimo základní limity. Zamrazilová ještě přidala že zhodnocování koruny, je vážným argumentem pro udržení existující úrovně úrokové míry. Guvernér ČNB Zdeněk Tůma 11. března řekl, že strůjci měnové politiky čelí dilematu, zda zvýšit úrokovou míru a brzdit inflaci nebo počítat s tím, že síla koruny pojme růst cen. Jak se výhledy pro evropskou ekonomiku zhoršují, koruna nabývá na zranitelnosti, jelikož projekce růstu se snižuje a trend úrokových sazeb přestává ve prospěch koruny působit. Neoficiálně se též ukazuje, že je česká koruna nesmýslně nadhodnocena (viz např. nákup aut českými občany v Německu raději

než na domácím trhu).

### Existuje riziko finančního Armagedonu?

Samozřejmě, na akciových trzích se může odehrát cokoli. Pesimisté poukazují na hloubku propadu v USA a na ostaních trzích nemovitostí i na celkový dopad těchto skutečností na globální ekonomiku. Naznačují, že americký akciový trh a trhy všeobecně se budou ještě dále propadat. Někdy je v tomto smyslu používána podobnost s Nasdaq v letech 2000-2002 a Dow Jonesem v letech 1929-1932. Takové paralely jsou dle našeho názoru absurdní. V obou případech byl trh obchodován na extrémně vysokých hodnotách akcií (na rozdíl od dnešní situace), a v případě let 1929-1932 americká ekonomika snížila svou výkonnost o celou třetinu. Nejhorší možný scénář, který lze očekávat v tomto roce, je snížení výkonnosti ekonomiky USA o nízké jednociferné číslo. IMF například předpovídá pro USA v tomto roce růst 0.5% a 3.7% růst světové ekonomiky jako celku.

Některé finanční trhy možná promítly do ocenění nerealisticky pesimistické scénáře. Například cena pojištění proti neproplacení dluhopisů podstatně vzrostla v prvním čtvrtletí 2008. iTraxx Crossover Index sleduje hodnotu nerealizovaných swapů u 45 evropských společností. „Credit default swaps“ jsou finanční instrumenty spekulující se schopností společností splácet dluhopisy a půjčky. Mnozí nyní argumentují, že aplikované pojistné sazby dosáhly absurdní úrovně. The Financial Times v březnu informoval, že na evropském úvěrovém trhu nebude schopno v následujících 5-ti letech dostát svým závazkům 16% firem. Historicky nejhorší proporce během 5-ti let za období od prosince 1970, dle Moody' byla 2.4%. K zotavení finančních trhů tedy nemůže vést nic jiného, než finanční Armagedon.

Pro dlouhodobé investory nabízí současný trh atraktivní investiční příležitosti. V této souvislosti můžeme citovat Warrena Buffetta, který nedávno oznámil velkou investici do Wrigley: „Jednoduše se pokoušíme být bázlivi, když ostatní jsou nenasytní a být nenasytní, když ostatní jsou bázlivi“.



**Přejete si více informací?**

**Ptejte se.**

Jsme Vám k dispozici každý všední den **od 9.00 do 12.00 hod** a od **14.00 do 16.30 hod**  
na telefonním čísle 234 261 600

**a nově také na Skype: akroisas**

nebo nás můžete navštívit osobně v sídle naší společnosti na adrese:

**AKRO investiční společnost, a.s**  
**Slunná 25**  
**162 00 Praha 6**



**UPOZORNĚNÍ:**

*Investování do cenných papírů prostřednictvím otevřených podílových fondů přináší rizika vyplývající z vývoje na kapitálových a peněžních trzích. Podílový fond ani investiční společnost nezaručuje podílníkům růst hodnoty vlastního kapitálu připadajícího na jeden podílový list. Investiční strategie otevřených podílových fondů AKRO investiční společnosti je zaměřena na dlouhodobé zhodnocování vložených prostředků a není vhodná pro investory s krátkým investičním horizontem.*