

## Z obsahu

**Aktuálně:** jednání ve věci C.S. Fondů  
**Informace:** výsledek re-certifikačního auditu  
**Nepřehlédněte:** technická přestávka a další



## Slovo portfolio manažera

**Dlouhodobé úrokové sazby nižší, než kdykoli jindy od „The South Sea“ bubliny roku 1720!**

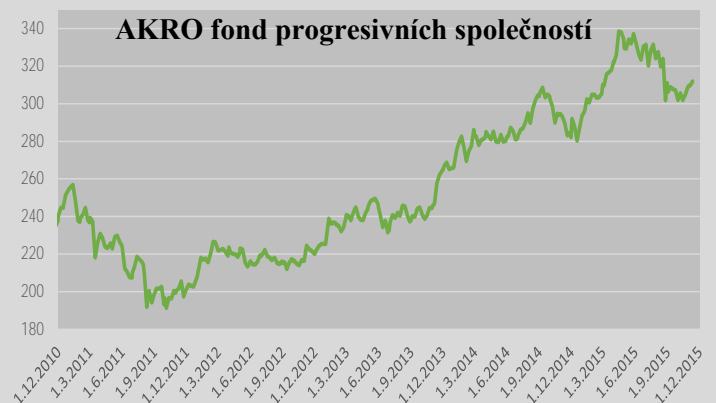
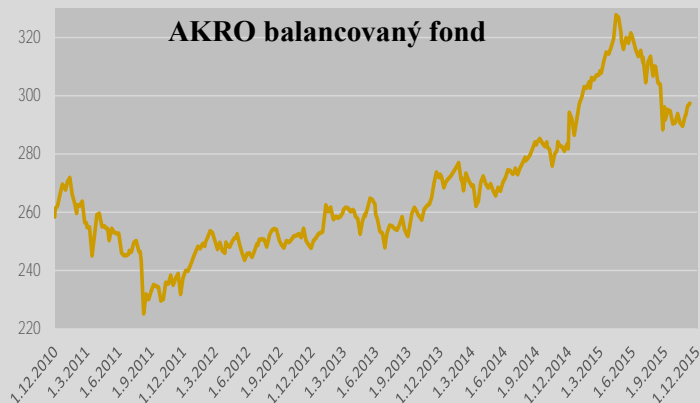
**Další šílenství na trhu dluhopisů?**

Na historickém minimu nejsou jen krátkodobé úrokové sazby. Existují hmatatelné důkazy, že na nové historické minimum spadly také dlouhodobé úrokové sazby (viz. obr. 1). Překvapivě málo lidí si všimlo, že nedávno britská Agentura pro řízení státního dluhu (UK Debt Management Office – „DMO“) splatila „nedatovaný“ dluh, přičemž některé části tohoto dluhu pocházely až z dvacátých let osmáctého století. Následně pak vydala nové padesátileté dluhopisy. Tyto transakce vysílají varovný signál a měly by být vnímány jako výstraha, že úrokové sazby, a to jak krátkodobé, tak dlouhodobé, nejsou nízké jenom v absolutních a reálných (o inflaci očištěných)

*(pokračování na straně 2)*

**UPOZORŇUJEME NA KONČÍCÍ AKCI „INVESTOVÁNÍ BEZ POPLATKŮ“ —VÍCE NA WWW.AKRO.CZ**

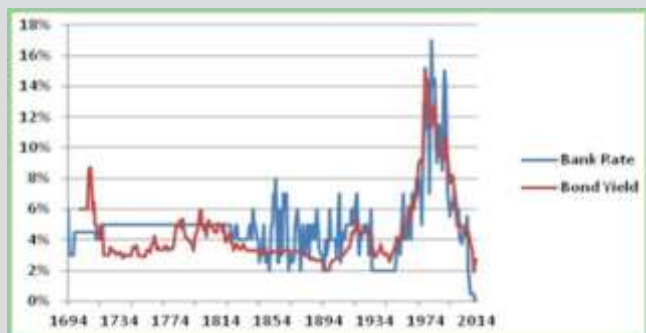
## Výkonnost fondů AKRO



(pokračování ze strany 1)

číslech. Jsou nejnižší za posledních 300 let!!!

Obr. 1: Základní úrokové sazby a dlouhodobé výnosy ve Velké Británii 1694-2015



Zdroj: Bank of England

## Záměrná nečinnost.....až doposud

Agentura pro řízení státního dluhu (DMO) ve Velké Británii, je obecně uznávána jako jeden z nejprozíravějších a nejlépe informovaných světových subjektů působících na dluhových trzích. Až do letošního roku britská vláda platila úroky z osmi nedatovaných giltů (název pro britské státní dluhopisy), z nichž některé pocházely až z počátku 18. století. Výraz „nedatovaný“ odkazuje na skutečnost, že tyto gilty neměly pevné datum splatnosti, nýbrž pouze datum, po kterém vláda měla možnost dluh odkoupit (splatit), pokud si to přála. Ve skutečnosti stále rostoucí objem vládního dluhu a nízká úroková sazba z původního dluhu znamenala, že britská vláda nikdy netoužila po tom tento dluh splatit. To se změnilo až nyní.

V říjnu 2014 se na základě přezkoumání těchto „nedatovaných“ cenných papírů dospělo k závěru, že splacení a refinancování těchto cenných papírů by daňovým poplatníkům poskytlo lepší hodnotu za vynaložené peníze. Jinými slovy, DMO poprvé za 300 let usoudila, že současné dlouhodobé úrokové sazby jsou tak nízké, že by mohl být dluh refinancován (tzn., že by se mohly vydat nové dluhopisy) s nižším úrokem.

## Od „The South Sea“ bubliny k bublině současných dluhopisů?

Z osmi splacených „nedatovaných“ giltů byl nejstarší vydaný v roce 1853 s anuitou 2,5 %. Právě v tomto roce tehdejší ministr financí William Gladstone konsolidoval kapitál (akcie a 3% anuitu) společnosti - South Sea Company, která zkolabovala během neslavné známé finanční krize zvané „The South Sea“ bublina z roku 1720.

Pro ty, kdo jsou méně obeznámeni s dějinami finančnictví: „The South Sea“ bublina byla spekulativní bublinou na počátku 18. století, která se týkala akcií společnosti s názvem *South Sea Company*. Tato britská obchodní společnost získala monopol na obchodování se španělskými koloniemi v Jižní Americe a Západní Indii, bohatými na stříbro a zlato, oplátkou za převzetí anglického dluhu způsobeného válkou o španělské dědictví. Téměř všechny třídy britské společnosti se zapojily do divoké spekulace s akciemi, a když bublina praskla, mnoho investorů to zničilo (obrázek 2). Jedním z těch, které zruinoval kolaps cen, byl Isaac Newton. Drsné poučení v oblasti zákonů gravitace! Newton tehdy údajně řekl: „Dokáží vypočítat“

(pokračování na straně 3)

## Re-certifikační audit

Začátkem listopadu prošla AKRO investiční společnost re-certifikačním auditem zavedeného systému managementu kvality, podle normy ISO 9001:2008. Auditor společnosti Lloyd's Register Duality Assurance (LRQA) neshledal žádné neshody a konstatoval, že jsou všechny relevantní požadavky normy plněny, systém managementu kvality je vhodně udržován a rutinně se využívá v rámci řízení společnosti. Auditor doporučil vydání certifikátu na další 3 roky.



V příštím roce se bude naše společnost připravovat, aby v rámci dozorového auditu byla auditem potvrzena shoda s již novou normou ISO 9001:2015. Nová norma vyšla v září, prozatím je k dispozici v anglické verzi. Její český překlad je připravován.

## Technická přestávka

Asociace pro kapitálový trh ČR (AKAT) navrhla termín technické přestávky v období od **22. 12. 2015 - 7. 1. 2016**. K navrženému termínu se ještě vyjádří Česká národní banka. Přesná délka technické přestávky, v AKRO investiční společnosti, bude zveřejněna na webu, poté, co bude schválena představenstvem společnosti AKRO.

## Informace pro podílníky C. S. Fondů

AKRO investiční společnost, a.s. oznamuje, že obdržela předvolání k jednání před Obvodním soudem, vedeném pod spisovou značkou 8 C 445/2014.

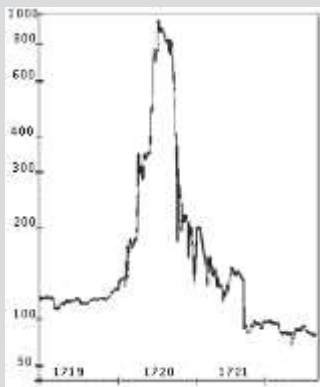
Jednání je nařizováno na 26. 1. 2016 ve 13:00 hod., u Obvodního soudu pro Prahu 6, v jednacím síni č. 1.316, I. patro, 28. pluku 1533/29b, Praha 10.

## Upozornění

V případě, že se chystáte použít dříve vytištěný formulář Žádosti o odkoupení PL, překontrolujte platnost podle čísla uváděného v jeho zápatí, s číslem na formuláři, který je aktuálně uveřejněn na webu. Žádost podaná na neplatném formuláři nemůže být akceptována.

(pokračování ze strany 2)

**Obrázek 2: Cena akcie společnosti South Sea Company**



Zdroj: Wikipedia

Poptávka byla tak silná, že na emisi v objemu 4,75 mld. GBP přišly objednávky v celkové hodnotě neuvěřitelných 21,9 mld. GBP. Podle mluvčího DMO to byl absolutně největší soubor objednávek pro syndikovaný prodej giltů (předchozí rekord byl 16,5 mld. GBP z června 2014). Úspěch této emise dluhopisů potvrzuje názor, že dnes jsou dlouhodobé úrokové sazby skutečně nejnižší, než kdy byly v uplynulých 300 letech. Nedostatek dlouhodobého dluhu a nízká inflace byly uváděny jako důvody velkého zájmu investorů.

## Je to předzvěst zkázy trhu dluhopisů?

Nedávné údaje o inflaci z Velké Británie i odjinud naznačují, že zde existuje riziko deflace. Například ve Velké Británii Index spotřebitelských cen (CPI) v září meziročně poklesl o -0,1%. V tomto kontextu výnos 2,5% u padesátiletého dluhu nebo výnos 1,8% u desetiletého dluhu nevypadá tak špatně. Ale to není všechno.

Při podrobnějším zkoumání situace lze vytipovat četná inflační rizika.

- Číslo celkové inflace byla ovlivněna poklesem cen energií. Ve Velké Británii například úpravou zohledňující pokles cen benzínu zvedá britský index spotřebitelských cen z negativní hodnoty -0,1% na +1,0%. Ceny energií nebudou klesat donekonečna.

- Tržní implicitní inflační očekávání (srovnávající konvenční dluhopisy oproti dluhopisům vázaným na inflaci) počítají v průběhu příštích 10 let s inflací 2,4% p.a. To je vyšší než výnos z desetiletých dluhopisů (1,9% p.a.).

- Bank of England má inflační cíl 2% p.a. Opět platí, že je to cíl vyšší, než aktuální výnos z desetiletých dluhopisů.

- Klesající nezaměstnanost se nakonec promítne do vyšších mzdových nároků a do inflace.

- Inflace cen aktiv, např. nemovitostí nebo akcií, se nakonec promítne do spotřebitelských cen (efekt bohatství a důvěra spotřebitelů).

Obrázek 3 ukazuje britské výnosy z desetiletých dluhopisů poměřované různými měřítky inflace. Historicky měli dluhopisoví investoři výnosy podstatně vyšší, než je očekávaná inflace. Nikoliv však od krize let 2008/9. Tak proč investoři akceptují negativní „reálnou“ návratnost? Přitom vyšší výnosy jsou k dispozici jinde, např. u akcií, komerčních nemovitostí. Od finanční krize 2008/9 se objevuje zvlášt-

nat pohyby hvězd, ale ne lidské šílenství.“

## Šílení davů: Rekordní poptávka po padesátiletých giltech nabízejících rekordně nízké výnosy!

Poslední zbývající „nedatované“ dluhopisy, z nichž některé mají původ v South Sea Company, byly splaceny 5. července letošního roku. Jako by DMO chtěla podtrhnout možnost tento dluh refinancovat, vydala 21. října gilt s ultra dlouhou dobou splatnosti s úrokem 2,5 %, jehož splatnost bude v roce 2065.

ní anomálie, kdy akcie nabízejí výrazně vyšší výnosy než státní dluhopisy. Běžně je výnos z akcií často nižší než výnos z dluhopisů, jelikož dividendy rostou s časem (z reinvestovaných zisků), zatímco úrok z dluhopisů je fixní.

**Obrázek 3: Britské výnosy z desetiletých giltů (černá) Očekávaná inflace (žlutá), Inflace spotřebitelských cen a Inflace spotřebitelských cen, s výjimkou energií (zelená). Recese šrafováno (červeně)**



Zdroj: Bloomberg

Průměrný dividendový výnos v britském indexu FTSE100 je v současné době na 4,1% ve srovnání s 1,9% u desetiletých giltech. Srovnatelné údaje na českém akciovém trhu jsou 4,4% a na dluhopisovém trhu 0,5%.

Od finanční krize 2008/9 se zdá, že za *současnými velmi nízkými výnosy z vládních dluhopisů lze hledat cosi umělého. Není možné je vysvětlit odkazem na historii, na předpoklad inflace nebo na výnosy z alternativních aktiv, jako jsou akcie.*

## Umělý trh státních dluhopisů?

Zkombinovaly se dva faktory, které stlačují výnosy z dluhopisů na jejich současně extrémně nízkou úroveň, měřeno jak v absolutních číslech, tak ve vztahu k inflačním očekáváním.

**Politika globálního kvantitativního uvolňování (QE)** nutí centrální banky nakupovat velké objemy veřejného dluhu. Tato politika pomohla celosvětově vytlačit ceny nahoru (snížit výnosy) u veřejného dluhu. Odhaduje se, že Evropská centrální banka (ECB), Federální rezervní systém (Fed), Bank of Japan (BOJ) a Bank of England (BOE) zakoupily 14%, 18%, 16% a 27% svých trhů s dluhopisy. Zatímco ECB může pokračovat se svým programem kvantitativního uvolňování i v příštím roce, nákup v rámci kvantitativního uvolňování je poněkud přechodné povahy a nakonec skončí.

**Finanční represe**, která znamená, že regulace (mnohé z nich byly uvaleny v reakci na krizi z let 2008/2009) donutily investory k tomu, aby pořídili více vládních dluhopisů, než zamýšleli. Na banky, penzijní fondy a do jisté míry na podílové fondy se na všechny vztahují regulace, které upřednostňují vlastnění státních dluhopisů. Spolu s kvantitativním uvolňováním vytvořila finanční represe umělý trh v oblasti státních (a mnoha dalších) dluhopisů.

## Jak je na tom český trh s dluhopisy?

Doposud se diskuse zaměřovala na britský trh s gilty z důvodu jeho dlouhé historie a nedávných kroků britské vlády v oblasti refinancování některých velmi starých dluhů. Mnoho problémů, které vznikly na

(pokračování na straně 4)

(pokračování ze strany 3)

trhu giltů ve Velké Británii, platí stejně tak pro české a jiné trhy státních dluhopisů.

České dluhopisy se ve skutečnosti obchodují s neuvěřitelně nízkými výnosy, nižšími, než jsou ekvivalentní výnosy britského trhu s giltly (v době, kdy toto píšeme, mají desetileté české státní dluhopisy v současné době výnos 0,5% p.a. ve srovnání s 1,9% p.a. u ekvivalentních britských giltů). Hlavním problémem v České republice je jednoznačně finanční represe. Regulace vyústily v situaci, kdy banky a penzijní fondy mají v držení obrovské objemy českých státních dluhopisů. Je zajímavé, že jak u českých bank, tak u penzijních fondů, jejich současná vysoká expozice vůči českým státním dluhopisům působí dojmem čehosi nežádoucího a zároveň neudržitelného.

Navíc většina poptávky po českých dluhopisech pochází od investorů, kteří nejsou ochotni nebo schopni přijmout jakékoliv měnové riziko. V případě, že se Česká republika posune směrem k přijetí eura, ázío, které jsou investoři ochotni zaplatit za dluhopisy denominované v českých korunách, zmizí. Proč držet desetileté české dluhopisy, když kupříkladu francouzské dluhopisy vám dají dvakrát vyšší výnos? Investoři do dlouhodobých českých dluhopisů proto sázejí na to, že Česká republika euro v dohledné době nepřijme.

#### Jste na pochybách?

Znepokojuje vás, že máte v držení tyto dlouhodobé dluhopisy? Inu, nejste sami. Dluhopisové trhy se v poslední době stávají mnohem náhlivějšími k ostrým výkyvům cen, jako např. v říjnu 2014 na trhu dluhopisů v USA nebo v květnu 2013 na japonském trhu státních dluhopisů. Opět platí, že zdání občas klame. Hodně z každodenního obchodování s dluhopisy představuje tzv. vysokofrekvenční obchodování, v jehož rámci si obchodníci přicházejí na drobné zisky obchodováním obrovských objemů. Navzdory těmto objemům mají na trhu s dluhopisy vázaný pouze minimální kapitál. Po krizi z let 2008/9 investiční banky podobným způsobem dramaticky zmenšily velikost svých obchodních portfolií. Je znepokojující, že mnohé investiční banky uvedly velikost svých obchodních portfolií do souladu s krátkodobou volatilitou, např. ohroženou hodnotou (Value-at-Risk – „VaR“), předpokládaným schodkem atd., což znamená, že v případě jakéhokoliv prudkého poklesu cen dluhopisů, jsou investiční banky prvními, kdo prodávají. Je to tedy spíše zdroj nestability než stability. To, že některé japonské banky usilují o expozici s „konstantní VaR“ je obzvláště znepokojující. Nutí to prodávat dluhopisové pozice okamžitě, když ceny prudce poklesnou nebo stoupne volatilita. (pro čtenáře se zájmem o systémová rizika, způsobená rozšířeným použitím kvantitativních rizikových modelů, jsou tyto otázky autorem pojednány v článku *Riziková hodnota - teorie zdaleka ne dokonalá: Nežádoucí dopady určování limitu vypočtené rizikové hodnoty („VaR“)\* z července 2013, zveřejněného na internetových stránkách české CFA).*

V AKRO investiční společnosti se neptáme, zda dojde ke korekci trhu s dluhopisy, jen diskutujeme o tom - kdy a o kolik? Aktuální ceny dluhopisů se vymykají historii i základním principům. Je snadné spekulovat o možných katalyzátorech korekce (stoupající krátkodobé úrokové sazby Fedu/BOE, inflační údaje, rostoucí ceny komodit, ukončení intervence ze strany ECB). Ve skutečnosti nemusí být katalyzátorem korekce na trhu s dluhopisy nic z výše uvedeného. Mnoho korekcí na trhu nemá zrovna charakter průlomové zprávy. Zdá se, že prostě nastávají a je na komentátorech, aby si vymysleli, co k nim vedlo, ex post. Důvěra v trh může být velmi křehkou záležitostí.

#### Závěrem

Budoucí historici akciových trhů budou možná jednou vzpomínat na splacení britských „nedatovaných“ dluhopisů a na rekordní poptávku po nových padesátiletých giltech jako na zlatý hřeb momentální bubliny na trhu s dluhopisy. V podstatě stejným způsobem představovala fúze AOL/Time Warner zlatý hřeb bubliny „dot.com“ v roce 2000 nebo ambiciózní převzetí ABN-AMRO bankou The Royal Bank of Scotland představovalo vyvrcholení bankovní lehkomyšlnosti před úvěrovou krizí let 2008/9.

Bylo by poněkud ironické, pokud by dluh společností South Sea Company, původně vzniklý během spekulativního šílenství z počátku 18. století, měl být konečně splacen v důsledku jiné bubliny o 300 let později.

*\*VaR from Perfect: The Unintended Consequences of Setting a Limit to Calculated VaR, July 2013*



Děkujeme za Vaši přízeň v letošním roce a přejeme Vám krásné Vánoce a úspěšný nadcházející rok!



#### UPOZORNĚNÍ:

*Investování do cenných papírů prostřednictvím otevřených podílových fondů přináší rizika vyplývající z vývoje na kapitálových a peněžních trzích. Minulé výnosy fondu nejsou zárukou výnosů budoucích. Investiční strategie otevřených podílových fondů AKRO investiční společnosti je zaměřena na dlouhodobé zhodnocování vložených prostředků a není vhodná pro investory s krátkým investičním horizontem. Předtím, než investujete se důkladně seznáme s obsahem statutu vybraného fondu.*