



## 1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

### Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

	Období	Údaj	Posl. změna
<b>Inflace</b>	01/2012	3,50 %	1,10 %
<b>HDP</b>	4Q/2011	0,50 %	-0,70 %
<b>Nezaměstnanost</b>	01/2012	9,10 %	0,50 %
<b>Základní sazba ČNB</b>	02/2012	0,75 %	0,00 %

### Evropa obrátila stránku

- Nedávný vývoj v řeckém dramatu a postoje hlavních aktérů prokázaly, že po dvou letech krizového managementu je stále nutné nalézt ekonomicky fundamentální<sup>1</sup> řešení pro nedostatek finančních prostředků řecké vlády. Zdá se však, že hrozba, kterou stávající krize představuje pro evropský finanční systém, se zmenšila.
- Důležité je, že se zlepšují ekonomické ukazatele, což snižuje riziko globální recese.
- S ohledem na nízké ceny rizikových aktiv jsou výše uvedené důvody argumentem pro dynamičtější alokaci portfolií.

### Podánilo se „zadržet“<sup>2</sup> krizi eura

I když ještě neexistuje reálné řešení, podařilo se zabránit šíření řeckého problému a také tomu, aby potenciální bankrot Řecka podkopával celou eurozónu. Postoj přijatý Evropskou komisí, Evropskou centrální bankou (ECB) a Mezinárodním měnovým fondem podstatně snížil rizika, kterým jako celek čelí evropské hospodářství a konkrétně pak finanční sektor.

Řecké drama by mohlo i nadále děsit finanční trhy, ale pravděpo-

dobně je přestane trvale ovlivňovat. Podpůrné fondy jsou peněží dostatečně zásobené. Tyto rezervy mohou být použity na financování vládního dluhu, ale také na udržení hladkého fungování bankovního sektoru. Krizi eura budeme přirozeně pozorně sledovat. Hrozba „nákazy“ ostatních ekonomik sice v posledních týdnech podstatně klesla, ale celkově nezmizela.

### Ekonomické nebe se opět rozjasňuje

V Evropě se očekává několik čtvrtletí negativního růstu. Strmý pokles indikátorů důvěry ustal teprve nedávno. Pokud není ekonomický růst, bude obtížné splnit rozpočtové cíle pro roky 2012 a 2013. Mají v této situaci úsporná opatření nadále smysl? Přijme veřejné mínění další škrty výdajů? Pocit krize mezi evropskými investory bude nepochybně přetrvávat.

Dopad slabého evropského růstu na světovou ekonomiku bude omezený. Ekonomické podmínky v eurozóně se liší od podmínek v USA, které v posledních měsících vykazují přítomnost ekonomického optimismu. Zvýšení úrovně zaměstnanosti a rostoucí obchodní důvěra naznačují, že se ekonomika USA dostává z nebezpečné zóny recese.

- Hlavní ukazatel důvěry ve výrobu – ISM – nyní stoupá čtyři měsíce za sebou. V současné době je na hodnotě 54,1, daleko za hrozbou recese. Spotřebitelé v USA dali v minulých měsících rovněž najevo zvýšený optimismus. Není překvapující, že se hospodářské barometry shodují s inflačním vzorcem.
- Za posledních pět měsíců vzniklo v průměru 185 000 nových pracovních míst. Míra nezaměstnanosti klesla z 9,1 % na začátku roku 2011 na 8,3 % v lednu 2012. Prezident Obama udělá v tomto volebním roce vše pro to, aby udržel růst zaměstnanosti nad úrovní 200 000 pracovních míst za měsíc. Rostoucí zaměstnanost = rostoucí kupní síla = rostoucí výdaje na spotřebu = hospodářský růst.

<sup>1</sup> Slovo fundamentální označuje komplexní zásadní ekonomická řešení na rozdíl od částečných (např. fiskálních, monetárních).

<sup>2</sup> Analytické materiály popisují stav, který jsme popsali slovem zadržet anglickým slovem – to contain. Toto slůvko lze významově umístit mezi stav ZADRŽENÍ a ZABRÁNĚNÍ.

## Dezinflační faktor

Předpokládaný pokles inflace by mohl nastartovat hospodářský růst. V roce 2011 došlo k prudkému nárůstu inflace jako reakce na zvýšení cen ropy, potravin a komodit – šlo o nákladovou inflaci, která podvazuje spotřebitelské výdaje. Uvedené ceny dosáhly vrcholu již na jaře 2011. Od podzimu nastává ochlazení inflace. Přes negativní vývoj posledních týdnů by v roce 2012 proto mohlo dojít k obnovení toho, o co jsme přišli v roce 2011 – zvýšené kupní síly domácností a povzbuzení ekonomiky.

Ceny ropy a komodit hrají v inflačním scénáři důležitou roli. Vždy se najde něco, co znepokojí trh s ropou. Dnes se v první řadě jedná o jaderné ambice Íránu. Počítáme s přírůžkou za politická rizika cca 15 až 20 dolarů za barel. Je těžké říct, zda je to příliš mnoho, nebo příliš málo, v každém případě však před zastavením poklesu míry inflace bude muset tato přírůžka prudce stoupnout.

- Pokud zůstane cena ropy na současné úrovni, poklesne evropská inflace na konci roku na hodnotu kolem + 1,4 %. Jestliže ropa klesne na 100 dolarů za barel, inflace rapidně klesne na 0 %. Pouze pokud by ropa stoupla na 135 dolarů za barel, zůstane inflace okolo 3 %.
- Pozitivní dopad klesajících cen ropy na kupní sílu by byl samozřejmě globálním faktorem. Evropské domácnosti však toto zlepšení pocítí méně než jejich americké protějšky. Ropné produkty v Evropě podléhají většímu zdanění než v USA. Snížení cen komodit vede k pomalejšímu snížení cen konečných výrobků v Evropě než v USA.

## Zisky amerických firem příjemně překvapily

Společnosti registrované v USA (S&P 500) oznámily zisky, které byly v průměru o 3,5 % vyšší než v konečném čtvrtletí roku 2011. Výsledek je méně pozoruhodný než v předešlých čtvrtletích, nicméně i tak je uspokojivý. Firemní zisky v USA jsou nyní už o 7 % vyšší než předešlý historický rekord. Pro srovnání – index „MSCI Europe“<sup>3)</sup> zaznamenal v předešlém čtvrtletí pokles zisku o 6,7 %.

Prudký nárůst zisků amerických společností v minulých čtvrtletích upevnil již podstatnou likviditu společností. I když mnoho společností v průběhu nedávných let krize prudce omezilo investice, věříme, že teď nastala doba tyto ztráty začít dohánět. Ačkoliv to zatím ještě není z údajů o HDP nebo zaměstnanosti evidentní, průmysl v USA se v několika minulých měsících dostal do fáze, kdy zažívá ohromnou obnovu. Míra využití kapacit, která dosáhla svého nejnižšího bodu v květnu 2009, stoupla v lednu na hodnotu 78,1 (pro srovnání – nejvyšší předešlá hodnota byla 81,3 %).

## Akcie mají potenciál vyššího ocenění

Jak již bylo uvedeno výše, celkové zisky společností v USA (S&P 500) jsou v současné době o 7 % vyšší, než byly ve druhém čtvrtletí roku 2007. Ceny akcií jsou však stále o 14 % nižší. To je v kostce podstata současného ocenění akcií.

Vyšší výnosy se vždy – dříve nebo později – promítnou do vyšších cen akcií. Někdy se tak stane rychle, někdy – jako v současné době – to nějakou dobu trvá. Závěr je tentýž, měříme-li ho poměrem tržní ceny akcie k účetní hodnotě, dividendovým výnosem nebo

poměrem tržní ceny akcie k zisku akcie: akcie jsou levné. Investor očekávající návratnost se zaměří na akcie (porovná-li draze oceňované investice s fixním příjmem).

- Hotovostní nabídky znamenají absolutní ochranu kapitálu, ale také absolutní jistotu téměř nulové návratnosti.
- A nakolik defenzivní jsou vládní dluhopisy? Výnosy dluhopisů (nabízející cenový zisk průběžně) by mohly dále klesat, ale při nízkých úrocích, jaké jsou právě teď, se zdají pravděpodobnější vyšší výnosy.

Situace v ekonomikách se meziměsíčně stále zlepšuje, a to jak měřeno reálnými ukazateli, tak různými indikátory. V USA je vývoj tažen celkovou obnovou hospodářství. Projev této obnovy ve snižující se nezaměstnanosti sice není zásadní, nicméně trend je zřejmý a můžeme očekávat jeho pokračování. Až se vylepší situace v obchodu s nemovitostmi a v jejich ocenění, bude Amerika nastartována ke zřetelnému růstu. Situace v Evropě je složitější, ale troufám si tvrdit, že dnes již více převažuje psychologie nad reálnými hrozbami. Řecko není tak velké, aby samo Evropu potopilo, a ECB nalitím peněz do bank zmírnila nedůvěru na trzích. Zlevněné financování pak pomáhá zejména těm problémovým státům, které si drží rozumnou konkurenceschopnost, jako jsou Itálie a Irsko. Přestože se tedy Evropa potácí mnohem blíže hraně krize než USA, díky mnohem levnějším rizikovějším instrumentům (např. akciím) je podobně atraktivní pro dynamičtějšího investora jako Spojené státy.

*Aleš Prandstetter, hlavní stratég ČSOB Asset Management*

## 2

## NÁŠ POHLED NA PORTFOLIA

### Všímejte si ekonomických fundamentů

Firemní (převážně bankovní) dluhopisy i nadále zůstávají hlavní součástí portfolia dluhopisů. Rizikové marže nad (německými) vládními cennými papíry představují přibližně tři procentní body, což stále znamená odpovídající kompenzaci za úvěrové riziko. Na pozadí velmi solidních firemních výnosů se riziko selhání na straně nefinančních oborů podnikání jistě nezvýšilo.

Upřednostňujeme dluhopisy s relativně krátkou splatností, ačkoliv se neobáváme žádného podstatného zvýšení výnosu dluhopisů v krátkodobém horizontu, a jsme si vědomi, že delší doby splatnosti nabízejí vyšší výnosy nežli krátké. V určitém bodě se abnormální averze k riziku prostě musí vrátit k normálu a výnosy z dluhopisů na to zareagují graduálním růstem. Inflace by se mohla stát dlouhodobě největším rizikem. Dlouhé doby splatnosti v takovém případě škodí. Máme v úmyslu reinvestovat s vyššími výnosy, až na to bude správný čas.

<sup>3)</sup> Index MSCI Europe se skládá z šestnácti indexů rozvinutých zemí: Belgie, Dánsko, Finsko, Francie, Irsko, Itálie, Německo, Nizozemí, Norsko, Portugalsko, Rakousko, Řecko, Španělsko, Švédsko, Švýcarsko a Velká Británie.

Pozitivní trend na trzích aktiv (dluhopisů, akcií, komodit) pokračoval i v měsíci únoru, i když s nižší intenzitou ve srovnání s prvním měsícem roku. Přestože četná rizika na trzích nadále přetrvávají, pozvolná stabilizace je patrná. Návrat důvěry investorů se pozitivně projevil ve všech třídách aktiv – státní a podnikové dluhopisy, akcie, komodity.

V souladu s vývojem a očekávanými tak byla v měsíci únoru dále navýšena expozice vůči akciovému trhu. Důraz byl nadále kladen na americký akciový trh, který ve srovnání s evropským akciovým trhem vykazuje silnější fundament.

Nízké výnosy na krátkém konci české výnosové křivky, společně se stabilním výhledem domácích sazeb, vyústily v navyšování durace portfolií nákupem českých státních dluhopisů delších splatností.

Část disponibilních prostředků ze splatných dluhopisů byla v průběhu uplynulých dvou měsíců využita i k nákupu podnikových dluhopisů bonitních emitentů. Ty i s ohledem na intenzivní cenový růst v měsíci lednu nadále skýtají příznivé investiční příležitosti.

S velmi kladnou odezvou z řad investorů se setkala korunaová emise slovenského státního dluhopisu v závěru února.

Právě vysoký zájem byl důvodem toho, že skutečně investovaný objem v portfoliích byl nižší ve srovnání s původním záměrem.

I přes zlepšující se makroekonomické fundamenty očekáváme, že do dění na trzích bude nadále významně promlouvat vývoj evropské dluhové krize, což nepochybně bude přispívat k zvýšené volatilitě trhů. Věříme ovšem v jejich pozvolnou stabilizaci.

*Jan Bureš, portfolio manažer ČSOB Asset Management*

Pro institucionální klienty bývá typický důraz na vysokou likviditu, bezpečnost a obvykle i relativně krátký investiční horizont. Proto je pro ně směrodatný především vývoj trhu dluhopisů a peněžního trhu. Dynamická složka portfolia má ale často své opodstatnění i v defenzivně laděných portfoliích, proto informujeme i o aktuálním vývoji a našich názorech týkajících se ostatních tříd aktiv, rozšiřujících základní strukturu konzervativního, především dluhopisového portfolia.

Z hlediska investičních profilů je pro většinu firemních a institucionálních klientů, ať už investují v rámci individuálního portfolia nebo prostřednictvím fondů, typický velmi defenzivní, resp. konzervativní investiční profil. Přesto zde pro úplnost, srovnání či případnou inspiraci uvádíme i názory a doporučení týkající se tříd aktiv, jejichž důležitost může být v rámci defenzivní investiční strategie pouze okrajová. Při řízení jednotlivých individuálních portfolií každopádně uplatňujeme podobné nástroje a přístupy jako při správě adekvátně zaměřených profilových fondů, jejichž výnos odráží kromě vývoje úrokových sazeb zejména situaci na trhu akcií.

Akciové trhy rostly v minulých týdnech poměrně rychle. Toto vzvednutí má cyklický rozměr – pozitivní signály o růstu, hlavně z USA – ale také strukturální: všichni si uvědomují, že Evropa vybuďovala masivní obranu proti problémům Řecka. Averse k riziku prudce poklesla a investoři se opět zaměřují na ekonomické fundamenty:

- Jediným způsobem, jak začít využívat silný ekonomický růst, je investovat do akcií.
- Slabý ekonomický růst v tradičních industrializovaných zemích se dá perfektně sloučit se silnými firemními výnosy. Společnosti nikdy tolik neprosperovaly.
- Akcie jsou levné, hotovostní investice a vládní dluhopisy jsou drahé.
- Dividendy mohou soutěžit s kupóny.

Zvýšili jsme váhu akcií v portfoliích stejně jako už minulý měsíc. I přes příznivé trendy zůstává velká část rizika a nejistoty, proto přikládáme značný význam i zajištění proti riziku poklesu. To lze uskutečnit využitím vzorců s ochranou kapitálu.

### Jak v krátkodobé perspektivě reagujeme v portfoliích profilových fondů na aktuální dění na trzích?

Pro měsíc březen je akciová expozice v portfoliích zvýšena z neutrální úrovně na mírně nadváženou úroveň. Na finančních trzích se dále snížila averze investorů k rizikovým aktivům a ve vyspělých ekonomikách byla zveřejněna lepší než očekávaná makroekonomická data. Došlo také k utlumení evropské dluhové krize díky levným půjčkám ECB komerčním bankám.

Nadále upřednostňujeme americké akciové trhy před evropskými a rozvíjející se trhy před rozvinutými. V portfoliu již nenadvažujeme defenzivní složky a na jejich úkor jsou posílena cyklická odvětví na neutrální úroveň. Z konkrétních sektorů preferujeme investice do akcií technologických firem a dále do těžebních společností a energetických firem.

Podíl dluhopisové složky zůstává na mírně nadvážené<sup>4</sup> hodnotě. Bez viditelných inflačních tlaků a při snížené averzi investorů k rizikovým aktivům by měl pokračovat tlak na snížení rizikové přírážky českých státních dluhopisů, který by měl pozitivně působit na jejich ceny. Podíl konzervativních nástrojů peněžního trhu byl dále snížen pod neutrální hodnotu v návaznosti na navýšení podílu akciových investic.

Duraci<sup>5</sup> dluhopisových portfolií v krátkodobém horizontu mírně nadvažujeme oproti neutrálním hodnotám. Nadále ovšem platí, že v delším horizontu dáváme přednost dluhopisům s relativně kratší zbývající dobou do splatnosti.

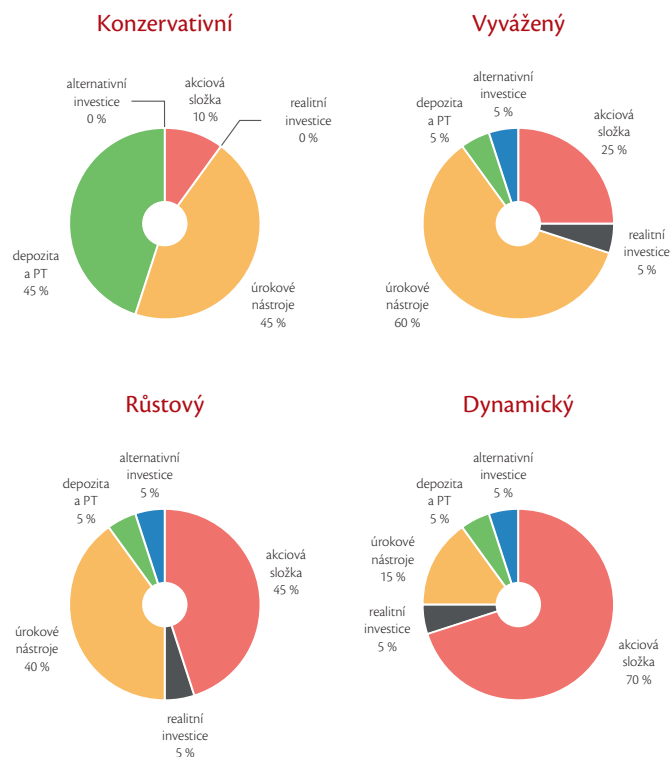
*Martin Horák, portfolio manažer ČSOB Asset Management*

<sup>4</sup> Vyšší podíl než při neutrální alokaci.

<sup>5</sup> Průměrná doba do splatnosti.



## Rozložení portfolia do typových skupin finančních nástrojů v závislosti na typu investora



solidní rozpočtové a dluhové pozici (přinejmenším v evropském srovnání) je otevřen prostor pro další snížení rizikové přírážky českých státních dluhopisů vůči německým. Rizikem pro české státní dluhopisů pak zůstává případný obrat investičního sentimentu v případě nových komplikací při řešení evropské dluhové krize.

Sazby dluhopisů v rámci EMU se staly extrémně volatilními<sup>6</sup>. Poté, co byly Řecko, Portugalsko a Irsko nuceny obrátit se na Evropu a IMF o pomoc s financováním jejich veřejných dluhů, se Itálie a Španělsko potýkají s trvalými problémy s udržení důvěry dluhopisových investorů. Současně dochází k reformě institucionálního rámce EMU. Přimět 17 demokracií, aby zpívaly podle jednotného partu, bude trvat dlouho. Každopádně déle, než jsou finanční trhy ochotny čekat.

### 3

## TYPY AKTIV A PREFEROVANÁ TÉMATA

### Hotovost

#### Bezpečná, ale v podstatě bez výnosu

Výnosy budou nadále nízké, tedy pod inflací, a budou podryvat kupní sílu. V následujících měsících nedojde k žádnému, nanejvýše snad neznatelnému, zlepšení, protože Evropská centrální banka nevydává žádné signály zvýšení své základní sazby. Naopak ji začátkem prosince snížila o 25 bazických bodů na 1 %. Slabší evropský hospodářský růst, klesající inflace a prodlužující se krize eura pravděpodobně způsobí pokračování v této politice.

### Dluhopisy

#### Centrální banky udržují nízké úrokové sazby

Od začátku letošního roku mají výnosy dlouhodobých státních dluhopisů tendenci klesat (ceny dluhopisů rostou), a to v souvislosti se zlepšením situace okolo dluhové krize v Evropě a také s příznivým domácím fundamentem. Přestože inflace spotřebitelských cen díky administrativním zásahům vzrostla, jádrová inflace zůstává nadále utlumená. ČNB tedy prozatím nemá důvod hýbat s oficiální úrokovou sazbou a očekáváme její ponechání na současnou úroveň 0,75 % do konce letošního roku. Díky poměrně

### Akcie

#### Recordní zisky: budou je následovat i ceny?

Ve třetím roce ekonomické expanze přetrvávají značné pochybnosti ohledně udržitelnosti růstu v USA. Investoři si nejsou jisti, zda může americká ekonomika pokračovat v růstu vlastními silami, přestože pravděpodobnost takového vývoje se s dobrými daty zvyšuje. Úrokové sazby jsou již po tři roky blízké nule a nelze je dále snižovat. Nelze očekávat ani rozpočtové stimuly v době, kdy ratingové agentury a členové kongresu požadují urychlené vyčištění federálních financí. Jakékoli zpomalení růstu v USA neodvratně nakazí i Evropu a ještě tak zhorší krizi eura.

Není třeba zdůrazňovat, že fáze nejistoty, kterou nyní hospodářství prochází, vede k opatrnosti. Na druhou stranu je dobré si uvědomit, že ani slabý růst nelze považovat za recesi. Nezabránil výrazným nárůstům například ve firemních výnosech, které již po osm čtvrtletí za sebou vykazují solidní nárůst. Firmy proto posilují již tak dostatečné hotovostní pozice, pro něž by mělo být nalezeno nějaké využití (čistá hotovost firmy Apple dosahuje téměř 100 mld. dolarů): investice do organického růstu nebo akvizic, splácení závazků, zvyšování dividend nebo zpětný odkup akcií. Kterýkoli z těchto kroků může posílit pozitivní investiční klima.

<sup>6</sup> Volatilita ukazuje nestálost, kolísání výnosových měr, měnových kurzů anebo cen investičních instrumentů.

## Akcie s ochranou kapitálu

### Je třeba myslet na nenadálé poklesy

Nedávná minulost nad veškerou pochybnost prokázala, jak rychle mohou akciové trhy podléhat masivním výprodejům a extrémní averzi<sup>7</sup> k riziku. Turbulentní období na finančních trzích bývala obvykle krátká, v posledních letech se však prokázalo, že neklid může přetrvávat i po velmi dlouhou dobu. Investiční rizika jsou široce rozložena a lze je přičítat faktorům jako například nevyrovnané veřejné finance (což platí nejenom pro Řecko a Portugalsko), nízká solventnost evropských bank, nejistota ohledně dopadů velmi agresivní politiky centrálních bank, možnost či nemožnost nadále financovat nárůsty veřejných dluhů, nebezpečí měnových válek a riziko obchodních sporů mezi USA a Čínou<sup>8</sup>. Rizika a nejistota pro nás samozřejmě nejsou nic nového, nyní jsou však výraznější než v minulosti. V obdobích výraznější nejistoty si investice nabízející ochranu kapitálu zasluhují zvýšenou pozornost. Investoři se podílejí na růstu trhu, jsou však chráněni proti riziku jeho poklesu.

## Nemovitosti

### Přiměřené zhodnocení

Po finančních turbulencích v letech 2007–2008 se raketově zvýšily výnosy z pronájmů. Zotavení trhu komerčních nemovitostí vrátilo návratnost zpět k normální hladině, zejména u luxusnějších nemovitostí. S ohledem na ekonomické vyhlídky jsme tedy zaujali opatrný postoj. Ve světě s nízkým hospodářským růstem, kde se střednědobě neočekává žádné zvláštní zvýšení inflace, jsou možnosti zvyšování cen nemovitostí dost omezené.

V pozitivnějším tónu je třeba říci, že tento sektor dokázal využít finanční krize k posílení vlastní finanční struktury. Akciové společnosti navíc mají různé zdroje financování. Na rozdíl od neakciových společností je jim k dispozici i trh dluhopisů. Opatrnější politika úvěrování bank v důsledku dluhové krize je tedy nezasáhla tolik, jak by se očekávalo dříve. Průměrný dividendový výnos 5 % je také přitažlivý. Akcie nemovitostí se obchodují s diskontem na základě jejich vnitřní hodnoty, což nikoho vzhledem k nejistým ekonomickým vyhlídkám nepřekvapí.

## Alternativní investice

Ty snižují hladinu rizika portfolia, přinejmenším v případech, kdy jsou řízeny standardním portfolio manažerem v rámci striktně stanoveného rizikového rámce. Základním výnosem je úroková sazba za hotovost, navýšená o prémii, která závisí na úspěšnosti aktivního řízení a možnosti vytvářet zisk z jakýchkoli tržních anomálií. Tato premie je tudíž nejistá. Atraktivita těchto investic spočívá ve skutečnosti, že premie není určována ani tak tradiční-



mi pohyby úrokových sazeb, hospodářskými a/nebo firemními výsledky, ale skutečností, že se manažer vyhýbá tržnímu riziku. Místo toho manažer vyhledává cenové nejasnosti a nedostatky ve specifických segmentech finančních trhů a vydělává na nich. Protože základní výnosnost je extrémně nízká a premie je rovněž nejistá, dáváme přednost jiným formám investování.

## Zlato

### Jedna velká bublina

Je-li cena nad 1 000 USD za unci (a tím spíše to platí u 1 500 USD), zlato prodávejte, nenakupujte ho. Existuje-li někde bublina, pak je to na trhu se zlatem. Zlato je podřadná a extrémně nestabilní investice. Tento vzácný kov obklopují mýty, pravda je však taková, že není vzácné, v podstatě nemá ekonomický význam (zaručeně ne v monetárním ohledu) a nenabízí ochranu proti inflaci, jak se často tvrdí. Pro zahrnutí zlata do portfolia existuje jediný dobrý důvod, tj. jako forma pojistky pro případ války, revoluce či kolapsu

monetárního systému. Nicméně ti, kdo se rozhodnou z tohoto důvodu investovat, si s cenou starosti nedělají.

## Preferovaná témata

### Zaměření – dluhopisy s vysokým výnosem

Dluhová krize je problém tradičních, především západních industrializovaných zemí. V minulosti se musely nové trhy často smířit s dluhovým problémem ve veřejném sektoru. V současnosti je

<sup>7)</sup> Extrémní averze k riziku – tento termín je používán k popisu některých fází investičního sentimentu, kdy investoři rychle odvádějí kapitál z regionů, sektorů nebo titulů, které z jakéhokoliv důvodu vnímají jako rizikové. Tento druh sentimentu bývá mnohdy přehnaný, což je způsobeno vlivem emocionálních rozhodovacích faktorů.

<sup>8)</sup> V komentářích zahraničního tisku naleznete někdy výraz „trade war“ (obchodní válka) v souvislosti se spory mezi USA a Čínou, pokud jde o kurzy, cla, regulaci provázející výměnu zboží. Jde o dlouhodobé spory a slovo war – válka je zde míněno jako metafora.

průměrná výše jejich veřejného dluhu pouze poloviční ve srovnání se západními protějšky. Rozdíl v kvalitě je pak ještě posilován jejich relativně silnějším hospodářským růstem.

Výnosy z dluhopisů na nových trzích jsou přesto výrazně vyšší. Diverzifikované portfolio cenných papírů s fixním příjmem z nových trhů nabízí návratnost více než 5 % u krátkodobých papírů se splatností pod tři roky. Mnoho měn v rámci vznikajících trhů je navíc dosud významně podhodnoceno ve vztahu k euru. Tím by mohly vytvořit další zisk, pokud budou i nadále posilovat.

### Zaměření – rozvíjející se asijské trhy

Rozvíjející se ekonomiky, především asijské, jsou motorem světového hospodářského růstu. Nabízejí rovněž významný dlouhodobý potenciál. Silný hospodářský růst, zvyšující se produktivita, relativně mladé obyvatelstvo a bankovní krize nepřicházející v úvahu: všechny podmínky pro tvorbu udržitelného bohatství jsou tu. Domácí spotřeba postupně přejímá roli faktoru růstu, přestává jím být export.

V loňském roce vznikly určité obavy týkající se asijského růstu, vysoké inflace cen potravin a zrychlení všeobecné inflace, strach z přehřátí, z potřeby usměrňovat úrokové sazby a uvalit restriktce na úvěry. Tyto obavy se však většinou vytratily v posledních několika měsících.

Asijské trhy nedosáhly v roce 2011 úrovně světového indexu, v několika posledních týdnech jej však začaly dohánět. Ocenění jsou příznivá. Index MSCI Emerging Asia se obchoduje s poměrem ceny k výnosům ve výši 10,8, což představuje diskont asi 11 % ve vztahu ke světovému indexu.

### Zaměření – technologie

Technologické společnosti zaznamenaly ve čtvrtém čtvrtletí roku 2011 výnosy, které ve srovnání s předešlým rokem stouply v průměru o 20,4 %. K tomuto číslu značně přispěla společnost Apple, ale i jiné společnosti zaznamenaly silný nárůst. Analytici jsou však nadále, co se týče předpovědi výnosů, velmi opatrní. Poměr ceny k zisku (P/E) ve výši 11,8 je o 10 % nižší než na americkém trhu jako celku. Z historického hlediska je vlastně extrémně nízký, protože tento sektor byl za posledních 15 let v průměru o 38 % dražší. Naproti tomu je předpověď růstu výnosů (11 %) ve shodě s trhem. To znamená mnoho prostoru pro pozitivní překvapení, protože technologie zažívá nejsilnější růst výnosů ze všech sektorů – i dvakrát vyšší, než je průměr na trhu.

Růstový potenciál sektoru se podceňuje. Strukturální růst zajišťují čtyři klíčové trendy. „Mobilita“ žene vývoj a prodej chytrých telefonů a počítačových tabletů, „digitální obývací“ přináší do domova široký okruh nových aplikací a „cloud“ nabízí uživatelům přístup k datům a sociálním sítím vždy a všude. Všechny tyto faktory generují exponenciální růst mobility dat. Odvětví tedy bude profitovat z neustálé inovace produktů, investic do kapacit a poptávky po rychlé náhradě.

### Na co zaměřit pozornost – akcie v eurozóně

V rámci portfolia jsme zaměřili pozornost na akcie v eurozóně.

Akciové trhy v eurozóně v minulém roce a půl zaostávaly za svými protějšky v jiných částech světa. Od 23. října 2009, dne, kdy bylo odhaleno, že řecký dluh a rozpočtové údaje jsou horší, než se uvádělo – zaostal akciový index MSCI EMU za indexem S&P 500 (měřeno v eurech) o více než 50 %. Nejvyššího rozdílu bylo dosaženo v polovině ledna, kdy se eurozóna stěží vydrápala o 4 %, zatímco S&P 500 si připisoval podobné zisky během několika dní.

Věříme tomu, že šíření „řeckého problému“ bylo konečně zabráněno a že další pokračování tohoto dramatu bude mít pouze minimální dopad na finanční trhy. Zdá se, že byla stanovena cena i v případě, kdy by došlo k nejhoršímu scénáři. Tržní trendy v posledních týdnech jsou pravděpodobně jedním z prvních znamení snahy dohnat dosavadní ztrátu.

I když ekonomické vyhlídky eurozóny nejsou tak příznivé jako v USA a evropské firmy nezažily stejný pozitivní vývoj výnosů jako jejich americké protějšky, předpovědi růstu jsou v obou případech víceméně stejné. Jinými slovy, pozitivní překvapení jsou pravděpodobnější v Evropě.

A tak je ocenění velmi atraktivní. Poměr ceny k výnosům ve výši 10,1 je o čtvrtinu nižší než údaj USA ve výši 13,4. Evropa tradičně obchoduje se slevou, ale ta je právě teď hodně velká.

Podstatný cenový potenciál samozřejmě doprovází atraktivní průměrný dividendový výnos ve výši 4,2 %.

### Upozornění:

Materiál Ekonomika a trhy je připraven odborníky ze společnosti ČSOB Asset Management, a.s., investiční společnost, člena skupiny ČSOB.

Při jeho tvorbě a šíření nepostupovali podle požadavků zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, v platném znění, upravujících pravidla pro analýzu investičních příležitostí nebo investiční doporučení. Při přípravě materiálu se vychází z aktuálně dostupných ekonomických informací a jejich zhodnocení v čase přípravy (tento materiál byl připraven ke dni 23. února 2012). Materiál neslouží k poskytování osobního investičního poradenství ani nepředstavuje investiční doporučení k nákupu či prodeji jakýchkoliv investičních nástrojů. Před rozhodnutím k nákupu kteréhokoliv produktu vám proto doporučujeme kontaktovat investičního poradce nebo osobního bankéře, který vám poskytne více informací o produktech a doporučí, jestli se konkrétní produkt hodí k vašemu rizikovému profilu a do vašeho portfolia. Investiční nástroje uvedené výše nezaručují návratnost vložené investice. Hodnota investice může v čase kolísat, v závislosti na typu investice i výraznějším způsobem.

**Nadále upřednostňujeme americké akciové trhy před evropskými a rozvíjející se trhy před rozvinutými.**