



## 1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

### Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

	Období	Údaj	Posl. změna
Inflace	02/2012	3,70 %	0,20 %
HDP	4Q/2011	0,50 %	-0,70 %
Nezaměstnanost	02/2012	9,20 %	0,10 %
Základní sazba ČNB	02/2012	0,75 %	0,00 %

### Jarní nálada

Finanční trhy pozitivně zareagovaly na restrukturalizaci a částečné odepsání řeckých dluhů. Ačkoli tato operace nenabízí definitivní řešení dluhových potíží země, investoři je již nadále nepovažují za zásadní hrozbu pro existenci eura.

Krise eura nás před časem vedla k přijetí opatrného přístupu. Zdá se však, že hrozba pro evropskou ekonomiku a především pro finanční sektor v uplynulých týdnech zeslábla. Způsob, jakým trh reagoval, naše přesvědčení posílilo. Krize eura je opět bezprostředně svázána s dluhovými problémy zemí okraje eurozóny a s jejich konkurenceschopností.

### Zelené fundamentální výhonky

Po mírné zimě si ekonomika USA začíná užívat příjemné ekonomické jaro. Klesající nezaměstnanost, tvorba udržitelných nových míst a obnovená důvěra podnikatelů naznačují, že hospodářství USA vyšlo z nebezpečné zóny recese.

Za posledního půl roku vznikalo každý měsíc v průměru 200 000 nových pracovních míst. To sice dobře vypadá, ale přesto to nestačí na dlouhodobé snížení míry nezaměstnanosti. Prezident Obama udělá, co bude v jeho silách, aby udržel růst zaměstnanos-

ti v oblasti nad 200 000 nových pracovních míst měsíčně. Jestliže uspěje, mohl by si zajistit listopadové znovuzvolení.<sup>1</sup>

Ekonomická zima v Evropě trvala déle než ta americká, ale nakonec byla mírnější, než se očekávalo. Evropa má nakročeno k několika čtvrtletím v nejlepší případě lehce kladného růstu. Plány na přísná úsporná opatření tlumí ekonomiku, čímž se u části evropských investorů posilují pocity krize. Vývozy do USA a především do Asie naštěstí mohou poskytnout určitou podporu.

### Dezinflace jako životodárná vláha

V roce 2011 došlo k prudkému nárůstu inflace, především pak kvůli stoupajícím cenám ropy, komodit a potravin. Situace se začala zklidňovat až na podzim, kdy se zvýšila kupní síla domácností a ekonomika díky tomu dostala posilující injekci. Nižší inflace by mohla hospodářství dále pozvednout.

Inflace z krátkodobého hlediska problémem určitě není, ale mohla by se jím stát v dlouhodobém horizontu. Centrální banky eurozóny, Velké Británie, Japonska a USA otevřely naplno kohoutky penězovodů. Dlouhodobá rizika jsou dobře známa: až zotavení ekonomiky dosáhne udržitelné úrovně, bude těžké inflaci dále krotit.

### Dobrá úroda firemních výsledků

Průměrný výnos na akcii u firem zahrnutých do S&P 500 vzrostl ve čtvrtém čtvrtletí 2011 ve srovnání se stejným obdobím minulého roku o 6,8 %. Firmy tvořící index MSCI Europe naopak poklesly o 6,2 %.

Výrazný růst výnosů patrný od poloviny roku 2009 vychází z významného nárůstu prodejů a rozšiřování ziskových marží. V USA jsou firemní výnosy v současnosti o 7 % vyšší než poslední rekord z poloviny roku 2007. Ceny akcií se naopak pohybují 10 % pod svými historickými maximy. Vyšší výnosy se vždy dříve či později přenesly také do vyšších cen akcií. Někdy k tomu dochází rychle, jindy – jako například v současnosti – je to běh na dlouhou trať. Tím lze vysvětlit současné nízké ocenění.

<sup>1</sup> Z časů prezidenta Clintona se zachovala jeho, dnes již klasická, poučka: „It is the economy, stupid.“ Říká se, že v čase předvolební kampaně byla nad jeho pracovním stolem a vyjadřovala víru v to, že o zvolení či nezvolení rozhoduje stav ekonomiky.

## Vládní dluhopisy USA a SRN: zralé, až přezralé?

Dluhopisy nejbezpečnějších zemí přinášejí v současnosti slabý výnos. Německé vládní dluhopisy s desetiletou splatností v současnosti vynášejí sotva 2 % ročně. I tento výnos se může dále snižovat, pravděpodobnější je však jeho růst. Postupná normalizace výnosy pozvedne o 50 až 100 bazických bodů. Nicméně výnosy z dluhopisů nevrstou příliš prudce, protože politika ECB udrží tržní sazby nízkou a centrální banka udělá cokoli, aby růstu dlouhodobých sazeb zatím zabránila.

Ačkoli v mnoha ohledech po krizi ještě není a ekonomiky rozhodně neběží na plnou kapacitu, riziko světové hospodářské katastrofy se minimalizovalo. Přestože je možné, že akcie a korporátní dluhopisy budou po silném prvním kvartálu mírně korigovat, růstový trend by neměl být zlomen. Podporou budou dobrá ekonomická data a výsledky firem, i když z hlediska ekonomiky neočekáváme tolik pozitivních překvapení jako v uplynulých měsících.

*Aleš Prandstetter, hlavní stratég ČSOB Asset Management*

## 2 NÁŠ POHLED NA PORTFOLIA

### Pokračuje růst zájmu o akcie

Investoři se opět soustřeďují na to podstatné. Každý, kdo hledá výnosy, se obrátí k akciím, určitě pak za situace, kdy jsou finanční trhy nakonfigurovány tak jako v současnosti. Jediný způsob, jak mohou investoři čerpat z ekonomického růstu na globální úrovni, spočívá právě teď v investicích do akcií. Velmi omezený hospodářský růst „starého světa“ ostře kontrastuje s impresivním růstem firemních výdělků. Akcie jsou levné i z historického pohledu – určitě pak v porovnání s investicemi do hotovostních nástrojů a drahých státních dluhopisů. Výše dividend je velmi dobře srovnatelná s výnosy obligací, což je z historického pohledu spíše výjimečné.

V posledních měsících jsme postupně zvyšovali podíl akcií v našem portfoliu. Jejich váha se dále zvedla tento měsíc na úkor dluhopisů a hotovostních nástrojů. Tento poslední krok znamená zvýšení pozic dynamického portfolia v akciích nad dlouhodobý standard. Rizika samozřejmě nevymizela. Jako důležité se proto pro konzervativnější investory jeví zajištění proti riziku poklesu pomocí programů ochrany kapitálu.

Snižujeme váhu dluhopisů v portfoliu. V rámci portfolia dluhopisů mají nicméně firemní (včetně bankovních) cenné papíry vyšší podíl, než je dlouhodobý standard. Takový přístup odráží skutečnost, že tyto cenné papíry nadále nabízejí atraktivní odměnu v porovnání s úvěrovými riziky. Vysoká riziková prémie není podložena – zejména ne v oblasti nefinančního sektoru. Riziko nesplacení nevrstlo, spíše se naopak dále snížilo díky vynikajícím firemním ziskům.

## Oblasti zájmu v rámci portfolia

Rok 2012 začal na akciových trzích velmi dobře. Na dosah jsou atraktivní výnosy z akcií. Zpráva tedy zní: investovat („být na trhu“). Pokračujeme ve zdůrazňování akcií v našem portfoliu.

Poté co mohou být problémy Řecka alespoň na nějakou dobu pozapomenuty, soustředí se investoři více na ekonomické fundamenty zemí. Makroekonomická data v uplynulém měsíci poskytla smíšené obrazy a v mnohém tak poukázala na strukturální rozdíly mezi zeměmi. Eurozóna jako celek vykazuje zpomalení ekonomické výkonnosti na straně jedné, na straně druhé Spojené státy společně s Německem potvrzují pozitivní trend. Smíšenému vývoji odpovídala i zvýšená volatilita na trzích aktiv (jak dluhopisů, tak i akcií).

Ceny českých státních dluhopisů v polovině března poklesly (převážně pak v segmentu dlouhých splatností), aby následně své poklesy do konce měsíce z části korigovaly. Česká výnosová křivka v zásadě kopírovala vývoj na trhu německých státních dluhopisů a její pohyb nebyl odrazem změny domácích ekonomických fundamentů. Vzhledem k pozitivnímu náhledu na domácí dluhopisový trh jsme cenové korekce využili k dodatečným nákupům státních dluhopisů.

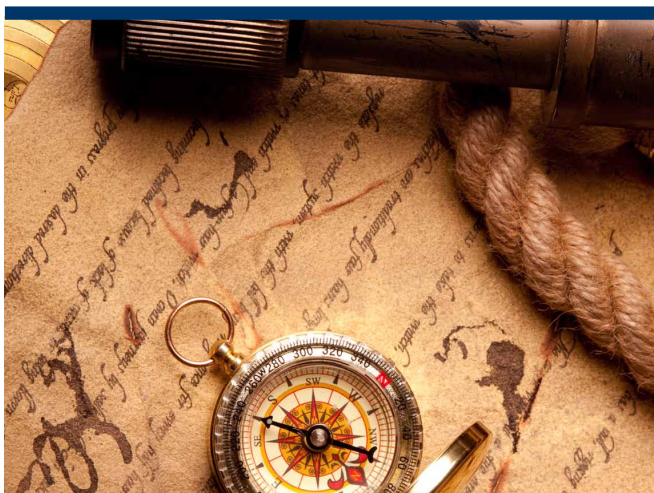
Období nízkých výnosových měr, respektive zužujících se kreditních spreadů, kvituje stále více emitentů. Ti využívají zvýšeného zájmu z řad investorů a přicházejí na trh s novými emisemi. Po velmi úspěšné emisi slovenského státního dluhopisu v měsíci únoru jsme do některých portfolií zařadili pětiletý korunový dluhopis Telefónica (rating BBB+) s výnosem lehce pod 4 % p. a.; po důkladné kreditní analýze jsme nakonec upustili od plánovaného využití obdobné emise společnosti Český Aeroholding. Z cizoměnových emisí, úspěšně umístěných do vybraných portfolií, lze zmínit pětiletý dluhopis Erste Bank s výnosem 3,4 % p. a. a tříletý dluhopis Raiffeisenbank s výnosem 3 % p. a.

S ohledem na očekávaný vývoj byla dále mírně navýšována pozice akciové složky, převážně pak ve prospěch evropských akcií, které z valuačního hlediska shledáváme atraktivnějšími.

*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, jak naznačuje i předchozí komentář. 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

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

Pro měsíc duben je akciová expozice v portfoliích zvýšena z mírně nadvážené úrovně na nadváženou úroveň. Na finančních trzích se dále snížila averze investorů k rizikovým aktivům a ve vyspělých ekonomikách byla zveřejněna lepší než očekávaná makroekonomická data. V Evropě byly dále umírněny obavy z katastrofického scénáře v souvislosti s dluhovou krizí.

Ke změně dochází také v regionálním složení akciových investic, kde nově z valuačních důvodů preferujeme evropské akcie před americkými. Nadále ovšem trvá preference rozvíjejících se trhů před rozvinutými. V portfoliu dále posílujeme cyklická odvětví na úkor defenzivních. Z konkrétních sektorů preferujeme investice do akcií technologických firem a dále do společností produkujících zboží dlouhodobé spotřeby a energetických a těžebních firem.

Podíl dluhopisové složky zůstává na mírně nadvážené<sup>2</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.

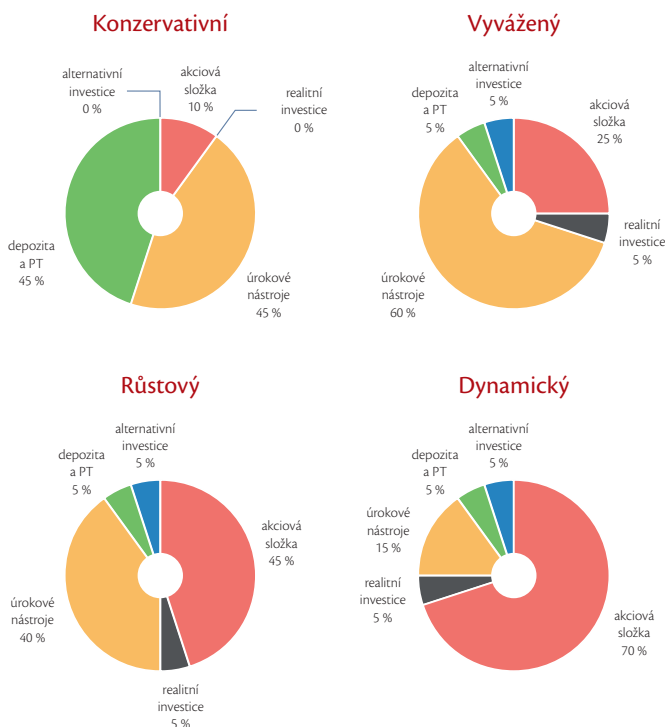
Duraci<sup>3</sup> dluhopisových portfolií v krátkodobém horizontu mírně nadvažujeme oproti neutrálním hodnotám. Nadále ovšem platí, že v delším horizontu dáváme přednost dluhopisům s relativně kratší zbývající dobou do splatnosti.

*Martin Horák, portfolio manažer ČSOB Asset Management*

<sup>2</sup> Vyšší podíl než při neutrální alokaci.

<sup>3</sup> Průměrná doba do splatnosti.

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



## 3

## TYPY AKTIV A PREFEROVANÁ TÉMATA

### Hotovost

#### Bezpečná, ale v podstatě bez výnosu

Výnosy budou nadále nízké, tedy pod inflací, a budou podřývat kupní sílu. V následujících měsících nedojde k žádnému, nanejvýše snad neznatelnému, zlepšení, protože Evropská centrální banka nevydává žádné signály ohledně zvýšení své základní sazby. Naopak ji začátkem prosince snížila o 25 bazických bodů na 1,00 %. Slabší evropský hospodářský růst, klesající inflace a prodlužující se krize eura pravděpodobně způsobí pokračování v této politice.

### Dluhopisy

#### ČNB prozatím nemá důvod hýbat s úrokovou sazbou

V průběhu března došlo na rozdíl od minulých měsíců k růstu výnosů (poklesu cen) dlouhodobých českých státních dluhopisů. Hlavním důvodem pro tento vývoj byl zejména v první části měsíce zvýšený zájem investorů o akciové trhy, který odčerpával prostředky z trhů dluhopisových, a to nejen v České republice. Ve druhé polovině měsíce se situace na dluhopisových trzích zklidnila a došlo k mírnému poklesu výnosů (růstu cen). 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 současné úrovni 0,75 % do konce letošního roku. Díky solidní dluhové pozici je otevřen prostor

pro případné snížení rizikové přírážky českých státních dluhopisů vůči německým. Rizikem pro české státní dluhopisy pak zůstávají případné nové komplikace při řešení evropské dluhové krize, které by zvýšily averzi investorů k riziku.

## Akcie

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

Ve třetím roce ekonomické expanze přetrvávají značné a dodejme, že neoprávněné<sup>4</sup>, 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 každou dávkou dobrých dat zvyšuje. Úrokové sazby jsou již po tři roky blízké nule a nelze je dále snižovat. Není možné 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 zbytkové nejistoty, kterou nyní hospodářství prochází, vede k jisté 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 akvizice, splácení závazků, zvyšování dividend nebo zpětný odkup akcií. Kterýkoli z těchto kroků může posílit pozitivní investiční klima.

## 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>5</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>6</sup>. Rizika a nejistota pro nás samozřejmě nejsou nic nového, nyní jsou však výraznější než v minulosti. V obdobích větší 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 tradičními 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

<sup>4</sup> Investiční sentiment bývá zpožděn za trhem.

<sup>5</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>6</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.

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

Rozvíjející se trhy jsou na tom v mnoha ohledech po finanční a hospodářské stránce lépe než tradiční, především západní, industrializované státy. Přesto jsou výnosy z dluhopisů na rozvíjejících se trzích výrazně vyšší. Diverzifikované portfolio cenných papírů z rozvíjejících se trhů s fixním výnosem a s krátkodobou splatností až do méně než tří let nabízí výnos převyšující 4 %. Řada měn rozvíjejících se trhů navíc může ve vztahu k euru dále posilovat, což by mohlo přinášet dodatečné zisky.

### Zaměření – rozvíjející se asijské trhy

V roce 2011 se objevily pochybnosti o základech asijského růstu, včetně vysoké inflace cen potravin a zrychlování obecné inflace, obav z přehřátí, z potřeby růstu úrokových sazeb a úvěrových restrikcí. Tyto obavy se v současnosti v podstatné míře rozplynuly. Rozvíjející se ekonomiky, především ty v Asii, zůstávají nadále motorem světového růstu ekonomiky.

Asijské akciové trhy v minulých týdnech spustily proces dohánění. Ocenění jsou zajímavá. Index MSCI Emerging Asia se obchoduje při poměru cena/výnos 10,9, což znamená diskont ve výši přibližně 11 % světového indexu. Vyšší úroveň rizika v regionu historicky tento diskont ospravedlňovala. Nicméně v současnosti se rizika výrazně koncentrují jinde. Asijské trhy si naopak zasluhují prémii, nikoli diskont.

### 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.

### Zaměření pro optimisty – akcie v eurozóně

Od 23. října 2009, kdy se poprvé objevily potíže řeckého rozpočtu a dluhu veřejného sektoru, vykazovaly akciové trhy eurozóny (MSCI EMU) výrazně nižší výkonnost než v jiných regionech. Ačkoli se nám stále líbí více USA než Evropa, vývoj velmi pozorně sledujeme a jsme připraveni v pravý čas evropské akcie upřednostnit.

Přestože jsou vyhlídky hospodářství regionu méně příznivé než v USA a podnikání v Evropě nezaznamenalo stejný pozitivní vývoj výnosů jako u amerického protějšku, na starém kontinentu se pozitivní překvapení zdají být pravděpodobnější.

Ocenění je každopádně velmi atraktivní. Poměr cena/výnos ve výši 10,7 je o čtvrtinu nižší než údaj pro USA ve výši 13,7. Evropa se tradičně obchoduje s diskontem, ten je však v současnosti velmi výrazný. Akcie EMU navíc mají vysoké beta 1,2. To znamená, že vzroste-li světový trh o 10 %, ceny evropských akcií by měly přidat 12 %.

**Jediný způsob, jak mohou investoři čerpat z ekonomického růstu na globální úrovni, spočívá právě teď v investicích do akcií.**

### 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. března 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.