



## 1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

### Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

	Období	Údaj	Posl. změna
<b>Inflace</b>	04/2012	3,50 %	-0,30 %
<b>HDP</b>	1Q/2012	-1,00 %	-1,60 %
<b>Nezaměstnanost</b>	04/2012	8,40 %	-0,50 %
<b>Základní sazba ČNB</b>	05/2012	0,75 %	0,00 %

### Mění volby východiska?

Voliči v Řecku a Francii rozdali trochu jinak politické karty a nyní se čeká, jak se rozhodnou voliči v ostatních zemích. To nejspíše ovlivní další vývoj. Investory tato situace znervózňuje. Evropská vláda se museli vrátit za jednací stůl jen pár měsíců po restrukturalizaci řeckého dluhu. Jaké východisko mohou Řekům nabídnout a neohrozit stabilitu měnové unie? Jak mohou nastartovat ekonomický růst Evropy a zároveň udržovat skutečný restrukturalizační program?

Ve světle těchto starostí je trochu zapomináno, že mnohé země nezbytné reformy zavádějí, že si evropská ekonomika vzhledem k celkové situaci stále vede velmi slušně a že i firemní zisky jsou v Evropě velmi silné. Navzdory tomu jsou však rozšířeny obavy, že vše špatné skončí, což vyháňá ceny německých a amerických státních dluhopisů do astronomických výšin (a jejich výnosy do pekelných nížin).

### Evropa zaostává za USA

Prognózy růstu pro Evropu v roce 2012 se pohybují v rozpětí -0,2 až +0,2 %. Tato nízká čísla však skrývají velmi podstatné rozdíly mezi jednotlivými zeměmi. Týkají se jak tempa růstu,

tak ostatních faktorů, z nichž nejzřetelnější je ona rozdílnost u nezaměstnanosti. Někdy se hovoří o rozdílech mezi „severem“ a „jihem“ eurozóny.

Investiční veřejnost vyhodnocuje různé scénáře dalšího vývoje. Pokud by se, v důsledku externích událostí, ekonomický růst v eurozóně de facto zastavil, výdajové škrty by dopadly ještě tvrději a rozpočtové cíle by bylo ještě obtížnější plnit. Má tedy vůbec smysl rozšiřovat množství ekonomik, které se vydají nastoupenou cestou úsporných opatření? Bude je veřejnost podporovat?

Export, zejména do rozvíjejících se zemí a USA, dává evropským ekonomikám jistou podporu. Napjatý trh práce v exportně úspěšných zemích navíc generuje vyšší růst mezd. Ani tato injekce však nestačí k utišení volání po nové dohodě o růstu (nový růstový pakt) a upuštění od přísných úsporných opatření.

Poněkud pomáhá i zmírnění inflace. Ta od svého vrcholu v září roku 2011 již výrazně klesla a umožnila tak růst kupní síly domácností. V následujících měsících by snižování inflace mohly napomoci i klesající ceny ropy. Jestliže ropa klesne na 100 dolarů za barel, inflace eurozóny se bude přibližovat nule.

Hospodářství USA trochu zakolísalo (zpomalilo) na své cestě k revitalizaci. Zaměstnanost je totiž nižší než očekávání. Poptávka již druhý měsíc za sebou poněkud klesá. Přesto se však zdá, že americká ekonomika již nebezpečnou zónu recese opustila. Nižší inflace je pozitivním stimulem a kromě toho je ekonomika Spojených států – na rozdíl od evropské – stále podporována pozitivní celkovou náladou a vládními podbídkami.

### Centrální banky cílí růst

Akční rámec pro politiku centrálních bank by sotva mohl být jasněji vymezen. Inflace je s otazníkem, růst je i nadále křehký a banky jsou stále závislé na terapii nízkých úrokových sazeb. Centrální banky tudíž rozhodně nebudou zvyšovat své hlavní sazby. Budou nadále monitorovat korektní fungování finančních trhů a tam, kde to bude třeba, poskytnou podporu.

Očekáváme, že Evropská centrální banka (ECB) znovu o něco sníží sazbu. Tím se vytvoří další prostor k nadechnutí jak pro banky, tak pro okrajové ekonomiky eurozóny. Dokonce ani Německo, jak se

zdá, se již nedokáže bránit takové politice úrokových sazeb, přestože spojené s inflačními riziky.

## Turbulence na trhu obligací přetrvává

Intenzivní averze investorů k riziku srazila výnosy z německých a amerických státních dluhopisů na bezprecedentně nízkou úroveň. Již dávno přestaly skýtat jakoukoliv ochranu před ztrátou kupní síly. Vycházíme-li ze současného růstu a inflace, „normální“ úroková sazba by musela být o více než 100 bazických bodů vyšší. Ostatní země eurozóny z nižších sazeb profitovaly ještě méně. Prémie za riziko (spread) oproti Německu vzrostla ostře ve Španělsku a v menší míře i v Itálii.

Prudký nárůst výnosů u dluhopisů „bezpečných“ zemí se v žádném případě nedá očekávat, dokud budou centrální banky držet kohoutek „penězovodu“ otevřený. Nízká úroveň výnosů však znamená, že sebemenší „normalizace“ úrokových sazeb (tj. jejich nárůst) bude mít pro investory za následek značnou kapitálovou ztrátu.

Nečekaně slabá ekonomická data z eurozóny i USA v minulém měsíci ještě příživila nervozitu, na níž se trhy v současné době vezou. Posilují zastánci negativních vizí, lidé přestávají utrácet v obchodech v napjatém očekávání věcí příštích. Strach svazuje i myšlení podnikatelů, kteří se bojí investovat v důsledku obav, že nebude komu prodat.

Naštěstí takový strach nespojuje všechny. Americký spotřebitel se již začíná oklepávat a i ten německý, navzdory příslušné spořivosti, neslevuje ze svého životního standardu. V rámci oborů je pak velmi napjato ve finančnictví. Ale automobilky jedou na plný výkon, stejně tak mnoho defenzivních oborů, jako jsou nápoje, tabák, farmacie či drogerie.

Strach bude odcházet pomalu, zvláště když za každým rohem na investory skáče nějaké dluhové strašidlo. Kupovat aktiva, která se zdají být proti strachu obrněná, ale nic nesou, je dnes módní. Tak jako bylo módní si kupovat před více než pěti lety akcie a nemovitosti.

*Aleš Prandstetter, hlavní stratég ČSOB Asset Management*

## 2 NÁŠ POHLED NA PORTFOLIA

### Neutrální akcie

Každý, kdo usiluje o dlouhodobé zhodnocení investičního portfolia, se musí obrátit k akciím a zvýšit (nadvážit) jejich podíl v portfoliu. Nicméně ve chvílích, kdy jsou krátkodobá rizika významná, je rozumné váhu akcií ponížít a počkat až se „bouře“ na trzích přeženou. Akcie byly jen zřídkakdy obchodovány v tak nízkých

kurzech jako v současnosti. Ve srovnání s nákladnými státními dluhopisy je riziková premie (tj. výnos navíc) akciových investic v současnosti nebývale vysoká.

Evropské akcie v současnosti přinášejí dividendový výnos 4,5 %. Naproti tomu stojí sotva 1,5% výnos dlouhých německých státních papírů. Dividendové výnosy jsou v současné době vyšší i než výnos průměrného evropského podnikového dluhopisu.

Tento rozdíl ve zhodnocení (valuaci) odráží omezenou ochotu investorů riskovat. Obava z nové globální recese a „zhroutil“ finančního systému kvůli problémům v eurozóně investory nadále odrazují.

V posledních měsících jsme byli lehce převáženi v akciích v cílových portfoliích. Váha akcií byla mírně vyšší než u referenčního indexu, pro následující období jsme se však rozhodli vrátit zpět na neutrální pozici, neboť rizika poklesů jsou ve světle posledních událostí zvýšena. Pokud však události a data v následujících týdnech budou potvrzovat náš hlavní scénář, k nadvážení akcií se znovu vrátíme. Rizika lze samozřejmě i v tomto období zmírnit pomocí systémů kapitálové ochrany.

### Dluhopisové portfolio

Omezujeme váhu „bezpečných“ státních dluhopisů v portfoliu. Ty již dávno přestaly poskytovat jakoukoliv ochranu proti inflaci. Státní dluhopisy jsou rovněž vlivem svých současných historicky nejnižších výnosů vysoce citlivé na případný nárůst úrokových sazeb.

Výnos desetiletých německých státních dluhopisů je méně než 1,5 % a nyní spíše poroste, než by dále klesal. Ještě před 6 měsíci byly německé desetileté sazby stále nad 2 %. Jakýkoliv návrat k této úrovni by však znamenal kapitálovou ztrátu ve výši zhruba 5 %. Nakolik „defenzivní“ je tedy ve skutečnosti tento druh investice?

Investoři, kteří své dluhopisy drží do splatnosti, se nemusí přechodných kapitálových ztrát obávat. Stále by však měli počítat, aby měli přehled, zda jejich roční kupón postačí k udržení jejich kupní síly. Totéž platí pro investory, kteří diverzifikují své portfolio poněkud širěji a drží i méně bezpečné dluhopisy ostatních zemí eurozóny.

Naše preference jsou na straně podnikových dluhopisů. Ty skýtají mimořádně štědrý kompenzaci úvěrového rizika. Svě místo v dluhopisovém portfoliu si zaslouží i dluhopisy s vysokým výnosem, které jsou v převážné míře záležitostí rozvíjejících se trhů. Diverzifikované portfolio papírů s fixním výnosem z rozvíjejících se trhů může rychle generovat výnos 4 %. Mnohé měny rozvíjejících se trhů jsou navíc stále značně podhodnocené. Jejich zhodnocení tudíž může přinést výnos navíc.

### Zaměření v rámci portfolia

Prvním příkázáním je „investujme“ („budme na trhu“). Období, kdy jsou ceny na akciových trzích nižší, považujeme za vhodné příležitosti k navýšení (nadvážení) akciové části portfolia. Nebývá dobré promarnit takováto období vyčkáváním, nicméně je vhodné přihlídnout k aktuálním rizikům. Pokud uznáme krátkodobá rizika jako vysoká, zůstáváme opatrnější.

Ceny českých státních dluhopisů v uplynulém měsíci významně vzrostly. Na poklesu výnosů domácích dluhopisů se značnou měrou podepsal překvapivý komentář z úst tvůrců domácí měnové politiky, který nevyloučil, s ohledem na zhoršující se ekonomický vývoj, případné snížení úrokových sazeb. Trh, který do té doby počítal se stagnací domácí klíčové úrokové sazby a s jejím případným růstem v nadcházejícím roce, tak přehodnotil svá očekávání. To se zprostředkovaně promítlo do poklesu domácích výnosů podél celé výnosové křivky. K pozitivnímu trendu na trhu dluhopisů přispíval také celkově napjatý sentiment. Ten byl důsledkem jednak slábnoucích makroekonomických dat vůdčích světových ekonomik, ale i politických nejistot. Převážně volební pat v Řecku a vítězství prosocialisticky orientovaného kandidáta Hollanda ve francouzských prezidentských volbách nejistotu na trzích umocňovaly.

Pro nadcházející období bude zcela zásadním výsledek opakovaných voleb v Řecku, plánovaných na červen tohoto roku. Případné vítězství protievropsky orientovaných politických stran může zastavit veškeré reformní snahy a následně vyústit až v neřízený bankrot tamní ekonomiky. Takovýto vývoj by byl s největší pravděpodobností doprovázen velmi vysokou volatilitou na trzích akcií i dluhopisů.

S ohledem na tato potenciální rizika je durace na dluhopisových portfoliích záměrně udržována na neutrálních úrovních. Akciová složka v portfoliích byla dále upravena směrem ke konzervativnějším úrovním.

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 předchozí komentář. Dynamická složka portfolia má ale často své opodstatnění také 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 červen snižujeme akciovou expozici v portfoliích na neutrální úroveň. Patový výsledek předčasných voleb v Řecku zvýšil pravděpodobnost, že by země mohla opustit eurozónu. Při takovémto vývoji událostí by ECB pravděpo

dobně přijala různé kroky ke stabilizaci bankovního systému v eurozóně, nicméně nadcházející období před novými řeckými volbami může být velmi nervózní. Ani poslední makroekonomická data již nedávají mnoho důvodů k optimismu. Jinak poměrně solidní obrázek americké ekonomiky kazí poslední čísla z trhu práce. Evropa se sice v prvním čtvrtletí těsně vyhnula recesi, nicméně je očekáváno zhoršení v příštím období. Z konkrétních sektorů preferujeme investice do akcií technologických firem a dále do společnosti produkujících zboží dlouhodobé spotřeby a průmyslových společností.

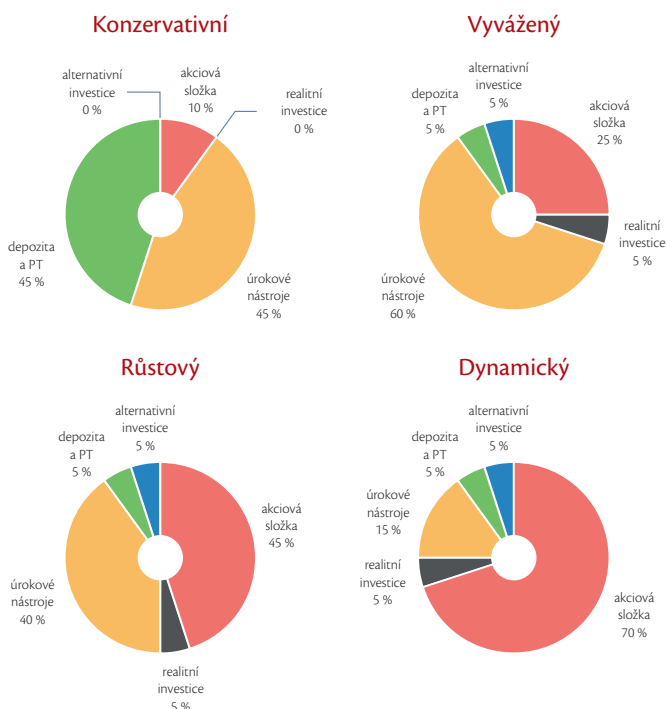
Podíl dluhopisové složky byl po růstu cen snížen na neutrální hodnotu. Inflační tlaky se prozatím neprojevují a v ČNB se objevují nové hlasy pro případné snížení oficiální úrokové sazby. Na rizikové averzním trhu klesaly výnosy (rostly ceny) německých státních dluhopisů až na historická minima. České státní dluhopisy se (v menší míře) vydaly stejným směrem, na rozdíl od například španělských státních dluhopisů. Z fundamentálního hlediska není v současnosti důvod se obávat výrazného růstu výnosů (poklesu cen) českých státních dluhopisů. Za normálních okolností by bylo domácí makroekonomické prostředí pro dluhopisy spíše příznivé, ovšem v případě negativní reakce trhů na výsledek nových řeckých voleb hrozí scénář plošného výprodeje dluhopisů periferních států, jak tomu bylo např. v listopadu minulého roku. Duraci<sup>1)</sup> dluhopisových portfolií v krátkodobém horizontu snižujeme na neutrální hodnotu.

Podíl konzervativních nástrojů je v současnosti rovněž na neutrální hodnotě.

Martin Horák, portfolio manažer ČSOB Asset Management

<sup>1)</sup> Průměrná doba do splatnosti.

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





## Hotovost

### Bezpečná, ale v podstatě bez výnosu

Výnosy budou nadále nízké (pod inflaci) a budou podryvat kupní sílu. V následujících měsících nedojde k žádnému zlepšení, protože Evropská centrální banka nevydává žádné signály ohledně zvýšení své základní sazby, spíše naopak uvažuje o jejím snížení. Slabší evropský hospodářský růst, klesající inflace a prodlužující se krize eura pravděpodobně způsobí pokračování této politiky. Je však třeba vidět, že scénáře budoucího vývoje v Evropě jsou značně pestré a není v silách společenských věd přesně tento vývoj a jeho dopady prognózovat.

## Dluhopisy

### České státní dluhopisy prozatím imunní proti návratu averze k riziku

V květnu pokračoval trend všeobecného nárůstu rizikové averze nastolený v předchozím měsíci. Investoři se odkláněli od akcií a prostředky proudily do bezpečných přístavů, což v Evropě znamená zejména německé státní dluhopisy. Jejich výnosy dosáhly historických minim (desetiletý dluhopis s ročním výnosem pod 1,2 %) a na této vlně se částečně svezly také české státní dluhopisy. Lokální výnosová křivka nestrměla, když výnosy střednědobých státních dluhopisů poklesly přibližně o 30 bps oproti poklesu dlouhodobých výnosů o 10 bps. Na tomto pro dluhopisy pozitivním vývoji se podílela rovněž slabá výkonnost české ekonomiky v 1. čtvrtletí, jež otevřela v ČNB prostor pro diskusi o možném snížení oficiální úrokové sazby.

Podíváme-li se tedy na výhled českých státních dluhopisů optikou domácího makroekonomického vývoje, můžeme prostředím označit za příznivé i přes vysoké ceny (nízké výnosy) dluhopisů. V posledních týdnech se ovšem zvýšilo obtížně kvantifikovatelné riziko nové eskalace dluhové krize v Evropě, která by mohla způsobit kulminaci averze k riziku, obnášející plošný výprodej dluhopisů periferních států EU, Českou republiku nevyjímaje.

## Akcie

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

Ve třetím roce ekonomické expanze přetrvávají značné a dodejme, že podle nás neoprávněné<sup>2</sup>, pochybnosti ohledně udržitel-

nosti 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 3 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 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 10 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.

## 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 k riziku<sup>3</sup>. Turbulentní období na finančních trzích bývala obvykle krátká, v posledních letech se však prokázalo, že neklid může přetrvávat i 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>4</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.

**Období, kdy jsou ceny na akciových trzích nižší, považujeme za vhodné příležitosti k navýšení akciové části portfolia.**

<sup>2</sup> Investiční sentiment bývá zpožděn za trhem.

<sup>3</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>4</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. Jedná se o dlouhodobé spory a slovo war (válka) je zde míněno jako metafora.

## 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 nejistou prémii, která závisí na úspěšnosti aktivního řízení a možnosti vytvářet zisk z jakýchkoli tržních anomálií. Atraktivita těchto investic spočívá ve skutečnosti, že premie není určována ani tak tradičními pohyby úrokových sazeb, hospodářskými nebo firemními výsledky, ale tím, že se manažer vyhýbá tržnímu riziku. Místo toho 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 nenakupujte, ale prodávejte. Existuje-li někde bublina, pak na trhu se zlatem, které je podřadnou a extrémně nestabilní investicí. Tento vzácný kov obklopují mýty. Pravdou je, že není vzácné, nemá v podstatě ekonomický význam (zaručené ne v monetárním ohledu) a nenabízí ochranu proti inflaci, jak se často tvrdí. Pro zahrnutí zlata do portfolia existuje jediný dobrý důvod – jako forma pojistky pro případ války, revoluce či kolapsu monetárního systému. Nicméně ti, kdo se rozhodnou z tohoto důvodu investovat, si s jeho cenou starosti nedělají.

## Preferovaná témata

### Zaměření – asijské rozvíjející se trhy

Rozvíjející se ekonomiky (zejména asijské) jsou i nadále motorem světového ekonomického růstu. V posledních několika letech došlo v těchto regionech k nástupu robustní a udržitelné interní ekonomické dynamiky. Vzkvétající střední třída by měla zajistit přiměřený růst domácí poptávky i v nadcházejících letech.

Pravidelně jsou vyjadřovány pochybnosti týkající se udržitelnosti čínského růstu, čísla jsou však pokaždé nakonec lepší než očekávaná. Čínská vláda bude růst podporovat i v roce 2012. Pro vedení to bude důležitý rok s novými tvářemi v parlamentu a výměnou strážní na vrcholných postech. Silný ekonomický růst usnadní plynulý politický přechod.

Zhodnocení jsou atraktivní. Index MSCI Emerging Asia má v současnosti poměr cena/výnos 10,5, což představuje oproti světovému indexu diskont zhruba 10 %. Diskont ospravedlňuje historicky vysoká míra rizika v regionu. Nyní jsou však rizika značně koncentrována všude. Asijské trhy tudíž v současnosti zasluhují spíše premii než diskont.

### Zaměření – technologie

Růstový potenciál sektoru technologií zůstává nedocenen. Sektor by mohl profitovat z konstantní inovace produkce, investic do kapacit a poptávky po urychlené obnově. Technologie již nemusí být agresivním růstovým sektorem jako v dobách pověstné technologické bubliny, nejde však ani o sektor dozrálý. Z průměrného zhodnocení a výnosových prognóz analytiků by se však dalo usuzovat na něco jiného.

Technologické společnosti oznámily příznivé ziskové ukazatele také za 1. čtvrtletí roku 2012. Zisky oproti předchozímu roku vzrostly v průměru

o 17 %. Stejně jako v kvartálech předcházejících významně přispěl Apple. I jiné společnosti však vykázaly výsledky lepší a překonávající prognózy. Ani to však zatím nepřesvědčilo analytiky, aby zvýšili své konzervativní odhady zisků.

Poměr cena/výnos 12,4 je nižší než stejný poměr amerického trhu jako celku. Z historického hlediska je v současnosti mimořádně nízký, protože sektor byl v uplynulých 15 letech průměrně o 38 % dražší. Předpovídaný růst zisků odpovídá vývoji trhu. Technologický sektor se však pyšní vůbec nejvyšším růstem zisků ze všech sektorů. Průměr trhu převyšuje až dvojnásobně. To znamená hodně prostoru pro pozitivní překvapení.

### Zaměření pro optimisty – akcie eurozóny

Akciové trhy eurozóny dosahovaly v posledních 2,5 letech výkonnosti silně pod úroveň trhů v ostatních regionech. To je samozřejmě zcela spojeno s krizí eura. Rozdíl ve výnosnosti (měřenou v eurech) mezi MSCI EMU (–11 %) a MSCI US (+40 %) vzrostl za uplynulého 2,5 roku na více než 50 %.

**Strach bude odcházet pomalu, zvláště když za každým rohem na investory skáče nějaké dluhové strašidlo.**

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

Zhodnocení jsou velmi atraktivní. Poměr cena/výnos (PE) 10,3 je o čtvrtinu nižší než v USA (14). Evropa již nyní obchoduje s velmi hlubokým diskontem, očekáváme tudíž jisté uzavření tohoto rozpětí. Podstatný cenový potenciál je samozřejmě provázen atraktivním průměrným dividendovým výnosem (v současnosti 4 %).

### **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 k 1. 6. 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.