

## 1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

### Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

	Období	Údaj	Posl. změna
<b>Inflace</b>	05/2012	3,20 %	-0,30 %
<b>HDP</b>	1Q/2012	-0,70 %	-1,30 %
<b>Nezaměstnanost</b>	05/2012	8,20 %	-0,20 %
<b>Základní sazba ČNB</b>	06/2012	0,50 %	-0,25 %

### Hospodářské zotavení oslabuje

Ukazatele důvěry ochabují téměř po celém světě. Prezident Obama ve svém vcelku rozhodném požadavku na efektivnější zásahy autorit označil krizi eura za viníka slabého růstu zaměstnanosti ve Spojených státech.

Zatímco ekonomika USA zůstává i nadále mimo nebezpečnou zónu recese, Evropa míří do několika čtvrtletí záporného růstu. Potřeba a nutkání omezovat výdaje hraje v tomto ohledu důležitou roli, avšak více ve vztahu k důvěře spotřebitelů a firem než k efektu těchto úspor jako takových. Recese v Evropě se odvíjí více od restriktivní úvěrové politiky bank než od vládních úsporných balíčků.

Důsledky evropské recese pro globální ekonomiku se také výrazně nadsazují. Nesdílíme proto pesimistickou náladu. Příznivá inflace určitě nabídne protiváhu pro zdrhávající hospodářský růst. Evropská inflace už v květnu klesla na 2,4 % a v nadcházejících měsících se může dostat k hodnotám 0,5–1 % – v závislosti na vývoji cen ropy. Ochlazování inflace by mohlo přinést povzbuzení v příštích měsících. Dopad na kupní sílu domácností by neměl být podceňován.

### Jedna časovaná bomba už byla zneškodněna

31. května hlasovali Irové pro Evropský fiskální pakt. Nový prezident Francie, François Hollande, může počítat s pohodlnou levicovou většinou. Řekové se nakonec rozhodli nedat svůj hlas chaosu. Zavedené politické strany teď po parlamentních volbách sestaví vládu. Evropa bude mít zájem pomoci Řecku s novým začátkem. Byl získán čas, v němž je třeba realizovat přísné úsporné programy. Otázka odchodu Řecka z eurozóny teď momentálně není aktuální, základní problémy však nezmizely.

Úlevu rychle vystřídá realita, protože Řecko stále čelí významným výzvám:

- Rozpočtová čísla za prvních pět měsíců roku jsou zklamáním.
- Slibované úsporné balíčky nebyly realizovány rychle a efektivně.
- Je třeba obnovit důvěru zachránců Řecka.
- Řecko bude chtít znovu vyjednat obsah a podmínky evropské pomoci. Nelze očekávat zásadní změny, ale na určitém zjemnění předepsaných úspor se zřejmě podaří dohodnout.
- V jistém bodě bude zřejmě nutné vyjednat novou restrukturalizaci a/nebo odpisy.

### Centrální banky se zaměřují na růst

Rámcem politik centrálních bank by stěžejí mohl být jasnější. Hospodářský růst je i nadále křehký a banky sází na lečení s nízkými úrokovými sazbami. Centrální banky tedy určitě nezvýší základní sazby. I nadále budou sledovat správné fungování finančních trhů a poskytovat podporu pouze v případě, kdy to bude potřeba.

Očekáváme, že Evropská centrální banka (ECB) sníží sazbu o další čtvrtprocento. Tím se vytvoří další prostor k nadechnutí pro banky a periferní ekonomiky v eurozóně. Ani Německo teď nevypadá, že by odolalo úrokové politice spojené s inflačními riziky.

### Inflace je dlouhodobější riziko

Očekávané oslabení inflace v krátkodobém horizontu (do konce roku 2013) je zjevně v protikladu k politice volných peněz na straně centrálních bank. Velké likviditní injekce z centrálních bank se

teprve musí projevit v reálné ekonomice. K tomu tradičně dochází prostřednictvím bankovních úvěrů, avšak banky tyto peníze využily k posílení vlastních kapitálových základů.

Jakmile se ekonomika dostane zpět na „přirozenou cestu růstu“, způsobí likviditní injekce nevyhnutelně zrychlení růstu inflace. Centrální bankéři to nejdříve přehlédnou, jelikož inflace je snadným řešením dluhového problému. Riziko, že se inflace vymkne, však není zdaleka jen imaginární. Sedmdesátá léta 20. století nás poučila, že je mnohem snadnější inflaci vyvolávat než ji potom krotit.

### **Střední a východní Evropa**

Region střední Evropy si vede smíšeně. Nejlépe je na tom Polsko, které i díky investičnímu „nakopnutí“ v podobě pořádání mistrovství Evropy ve fotbale stále roste. I zde však možná již trochu hřmí krize, nepříjemnostmi je postižen zejména sektor stavebnictví, kde krachuje několik důležitých firem. Česká republika na tom z hlediska stavu ekonomiky není dobře, stačí se podívat na čísla hovořící o poklesu HDP. Nicméně díky realizaci úsporného programu se investoři na naši zemi stále dívají jako na bezpečné teritorium pro své peníze a ČR je tedy schopna se financovat nejlevněji z regionu. Opakem je Maďarsko, které se stále utápí v populistické politice a straší investory, nejnověji eskalujícím sporem mezi vládou a centrální bankou. Na všechny tři země však nejvíce tlačí dopady evropské krize. Na druhou stranu, akcie těchto zemí nabízejí velmi dobrý dividendový výnos nad 5 %, což mnozí investoři oceňují.

Pokud se podíváme více na východ, můžeme se zaměřit na Rusko a Turecko. Rusko promarnilo potenciál reforem a zvýšených příjmů z ropy. Postupné utahování mocenských šroubů má vliv i na řízení firem, což zvyšuje nejistotu investorů, kteří nevědí, zda korporace pracuje ve prospěch akcionářů nebo ve prospěch vlivových skupin nebo vlády. Naopak Turecko si vede stále velmi dobře, jeho ekonomika roste, nezaměstnanost je na minimech, problémy s vnější nerovnováhou a zvýšenou inflací se daří řešit. Důležitou proměnnou je pro obě ekonomiky cena ropy. Nižší ceny této suroviny jsou nepříznivé pro Rusko, závislé na sektoru těžby ropy a zemního plynu, zatímco pro Turecko jsou pravým balzámem.

*Aleš Prandstetter, hlavní stratég ČSOB Asset Management*



### **Základem investování je přijetí rizika**

Ve srovnání s drahými vládními dluhopisy je riziková prémie (tj. výnos navíc) u investic do akcií právě nyní bezprecedentně vysoká. Strach z nové celosvětové recese a zhroutení finančního systému v důsledku problémů v eurozóně stále odrazuje investory od rizika.

Riziko není nic nového, ale je právě teď opravdu tak obrovské ve srovnání s normálním stavem? Ohledně minulosti nemáme žádné nejistoty. Rizika se buď zmaterializovala, nebo ne. Nejistota je ale přirozenou složkou budoucnosti.

Ve skutečnosti nemáme žádná objektivní měřítka, kterými bychom měřili riziko. Ukazatele jako VIX<sup>1</sup>, které sledují výkyvy v cenách, nevykazují nijak vysoké hladiny. Náš vlastní teploměr rizika sice i nadále ukazuje horečku, ale čísla už jsou mnohem lepší než uprostřed roku 2011.

Očekáváme, že se pozornost zaměří zpět na fundament, jakmile budou problémy v eurozóně pod kontrolou a americké domácnosti budou pokračovat v restrukturalizaci svých dluhů. Těžiště globální ekonomiky se už dávno přesunulo na vznikající trhy. Proces snižování dluhu v tradičních ekonomikách se nesrovnává s nekonečnou recesí, jen s poněkud pomalejším růstem.

### **Akcie stále mají své kouzlo**

Příznivá ohodnocení akcií představují jeden základní důvod, proč tak pevně věříme v investice do akcií, avšak není to důvod jediný. Zjistili jsme nejméně šest dobrých důvodů, proč investovat do akcií.

- Akcie jsou levné. Tradiční poměr ceny k výnosu (P/E) ve výši 12,4 pro americké akcie a 9,5 pro jejich evropské protějšky ukazuje slevu 20 % (v USA) a dokonce až 30 % (v Evropě) ve srovnání s průměrem za posledních 25 let.
- Výnos z dividend z evropských akcií je 4,1 %. V minulosti dosahoval tento výnos v průměru o jeden procentní bod méně než výnos z desetiletých německých vládních dluhopisů. Momentálně je přes 2,5 procentního bodu vyšší.
- Společnosti sledují, že jejich zisky rostou tempem vyšším než nominální globální HDP. Nominální znamená skutečný růst plus inflaci. Tento růst je v současnosti pod 6 %. Zůstane-li poměr ceny k výnosům konstantní, měly by ceny akcií stoupnout asi o 6 % v meziročním srovnání. A když k tomu přihodíte dividendu...
- Spousta společností vykupuje vlastní akcie. Zisk, kterého dosáhnou v budoucnosti, pak bude rozložen na menší počet akcií, takže výnos na akcii poroste ještě rychleji.
- Hotovostní investice nenabízejí žádnou návratnost. Kdyby měly výnosy z dluhopisů být i jen mírně stoupnout, kapitálová ztráta by ukousla další kus z již tak nízké návratnosti. Ceny akcií nepotřebují moc stoupnout a už budou lepší než alternativy.

<sup>1)</sup> Ukazatel VIX (Volatility Index) – označuje míru kolísání hodnoty aktiva nebo jeho výnosové míry.

- Pokud německý státní dluhopis nabízí návratnost přibližně 1,5 %, akcie mohou v dlouhodobém horizontu představovat lepší ochranu proti úrokovému a inflačnímu riziku.

## Zaměření v rámci portfolia

Poselstvím je „investujte“ („vydejte se na trh“). Případná období, kdy jsou ceny na akciovém trhu nižší, jsou dobrou příležitostí k vybudování dlouhodobé pozice v akciích.

Česká národní banka v závěru uplynulého měsíce snížila klíčovou dvoutýdenní repo sazbu o 25 bodů na aktuálních 0,5 %. Vzhledem k tomu, že byla otázka snížení sazeb průběžně diskutována již od května, nebyl pokles sazeb pro trh překvapením. Ve prospěch snížení sazeb hovořil především rychlejší propad domácí ekonomiky ve srovnání s očekáváními, poměrně výrazný pokles domácích inflačních rizik a celkově zhoršující se makroekonomické prostředí okolních ekonomik. Výnosy českých státních dluhopisů tak v průběhu měsíce dále klesaly, nejvýrazněji převážně v segmentu krátkých splatností.

Vývoj na mezinárodních trzích zůstal v uplynulém měsíci značně volatilní. Přestože výsledky opakujících se parlamentních voleb v Řecku vítězstvím proevropských stran poskytl trhům dočasnou úlevu, bylo dění na trzích zásadním způsobem ovlivněno vývojem ve Španělsku. I přesto, že problémy tamní ekonomiky jsou značně odlišné těch řeckých, mohou být dopady rizik, s ohledem na význam španělské ekonomiky, pro Evropu závažnější. Hospodářství, které je dlouhodobě sužováno vysokou nezaměstnaností (aktuálně převyšující 24 %) společně s vysokým privátním dluhem (obojí pozůstatek hypotečního boomu a následného splasknutí realitní bubliny), vytváří tlak na bilanci bank. Těm tak nebezpečně narůstá podíl nesplacených a pochybných pohledávek v rozvahách, což zásadním způsobem podlamuje finanční stabilitu nejenom těchto institucí, ale i ekonomiky jako celku. Ještě koncem měsíce tak Španělsko požádalo o pomoc pro své banky. Ze záchranných zdrojů by tak mělo být postupně uvolněno až 100 mld. EUR potřebných k rekapitalizaci španělských bank.

Velmi příznivě se na trzích rizikových aktiv (akcie, dluhopisy periferie) podepsaly závěry evropského summitu, který v mnohém znamenal změkčení podmínek nutných pro čerpání zdrojů ze záchranných fondů.

Dluhopisová i akciová složka byly s ohledem na nejistý vývoj udržovány na neutrálních úrovních.

*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 červenec zůstává akciová expozice v portfoliích na neutrální úrovni. Výsledek opakovaných řeckých voleb, ve kterých zvítězily proevropské strany, sice přinesl na finanční trhy jistou úlevu, ovšem z dlouhodobého hlediska Řecku dále hrozí nucené opuštění eurozóny. V centru pozornosti investorů se poté ocitlo opět Španělsko se svou žádostí o pomoc svému bankovnímu sektoru. Ani poslední makroekonomická data již nedávají mnoho důvodu k optimismu. V USA kromě slabého trhu práce dochází také ke zpomalení průmyslové výroby a oslabuje rovněž podnikatelská důvěra. Evropa se sice v prvním čtvrtletí těsně vyhnula recesi, nicméně je očekáváno zhoršení v příštím období, když slabší makroekonomické výsledky v posledním měsíci vykazalo i Německo. Z konkrétních sektorů preferujeme investice do akcií technologických firem a dále do společností produkcí zboží dlouhodobé spotřeby a farmaceutických firem.

Podíl dluhopisové složky je pro červenec nastaven na neutrální hodnotě. Během června postupně rostly výnosy (klesaly ceny) německých státních dluhopisů, ovšem české dluhopisy se vydaly opačným směrem. Hlavním důvodem tohoto trendu bylo očekávání snížení oficiální úrokové sazby ČNB. K tomuto snížení na 0,50 % nakonec v závěru měsíce také došlo, a to díky pokračující absenci inflačních tlaků a celkově slabé výkonnosti české ekonomiky. I když došlo během června ke snížení rizikové přírážky českých státních dluhopisů vůči německým. Není z fundamentálního hlediska důvod k obavám výraznějšího růstu výnosů (poklesu cen) českých státních dluhopisů a za normálních okolností by bylo domácí makroekonomické prostředí pro dluhopisy spíše příznivé. Rizikem ovšem zůstává stále neurovnaná dluhová situace v Evropě, jež by mohla v případě nových negativních zpráv způsobit další výprodej dluhopisů periferních států, jak tomu bylo např. v listopadu minulého roku. Duraci<sup>2</sup> dluhopisových portfolií v krátkodobém horizontu držíme na neutrální hodnotě.

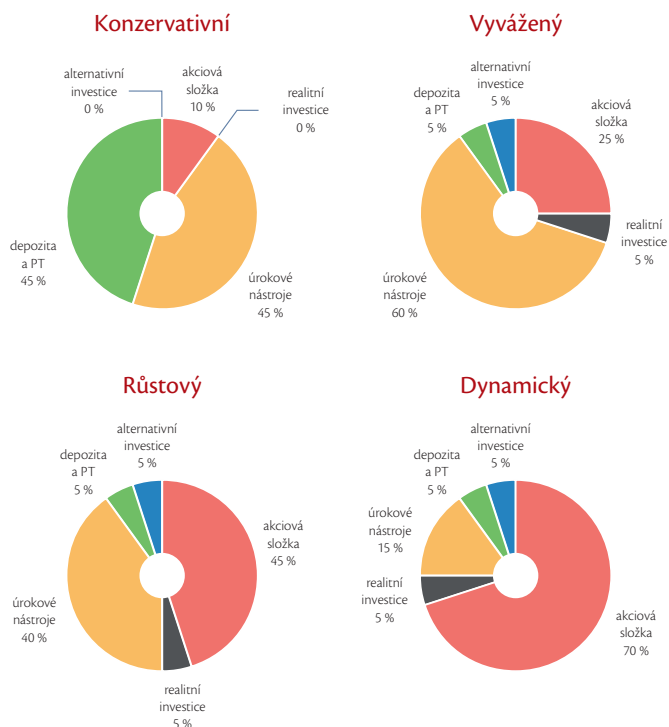
Podíl konzervativních nástrojů je v současnosti rovněž na neutrální hodnotě.

*Martin Horák, portfolio manažer ČSOB Asset Management*

<sup>2)</sup> Průměrná doba do splatnosti.



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



## 3 TYPY AKTIV A PREFEROVANÁ TÉMATA

### Hotovost

#### Bezpečná, ale v podstatě bez výnosu

Výnosy budou nadále nízké (pod inflací) a budou podryvat kupní sílu. V následujících měsících nedojde k žádnému zlepšení, protože Evropská centrální banka nevydává žádné signály ohledně zvýšení své základní sazby, naopak, spíše zvažuje její 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

V červnu došlo díky výsledku opakovaných řeckých voleb (zvítězily proevropské strany) k částečnému uvolnění na dluhopisových trzích. To bylo prezentováno zejména růstem výnosu německého státního dluhopisu (cena poklesla) na úroveň okolo 1,6 %. České státní dluhopisy se ovšem v očekávání snížení repo sazby ČNB pohybovaly opačným směrem a jejich ceny rostly. Ke snížení repo sazby na konci měsíce skutečně došlo a nová hodnota repo sazby činí 0,50 %. Lokální výnosová křivka během června zploštěla,

když výnosy krátkodobých státních dluhopisů poklesly přibližně o 15 bps, zatímco desetiletý výnos poklesl o 25 bps až k hodnotě 3,0 %. Posilující trend v cenách českých státních dluhopisů nebyl narušen ani divokým vývojem výnosů španělských státních dluhopisů. Zde se na několik dní desetiletý výnos vyšplhal dokonce nad kritickou hranici 7 %, ovšem na konci měsíce se již dostal zpět na úroveň 6,3 %.

Podíváme-li se tedy na výhled českých státních dluhopisů optikou domácího makroekonomického vývoje, můžeme prostředí označit za příznivé i přes vysoké ceny (nízké výnosy) dluhopisů. Nadále však trvá obtížně kvantifikovatelné riziko nové eskalace dluhové krize v Evropě, která by mohla způsobit kulminaci averze riziku, obnávající 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>3</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 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

<sup>3)</sup> Investiční sentiment bývá zpožděn za trhem.

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<sup>4</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>5</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 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 a/nebo firemními výsledky, ale skutečností, 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 nekupujte, ale prodávejte. 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 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. Čínská vláda bude růst podporovat i v roce 2012. Pro vedení to bude důležitý rok s novými tvářemi v parlamentu a s výměnou stráží na vrcholných postech. Silný ekonomický růst usnadní plynulý politický přechod.

<sup>4</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>5</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.

Zhodnocení jsou atraktivní. Index MSCI Emerging Asia má v současnosti P/E 9,7, 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 prémii 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 něco jiného.

Technologické společnosti oznámily příznivé ziskové ukazatele také za 1. čtvrtletí roku 2012. Zisky oproti předchozímu roku vzrostly v průměru o 17 %. Ani to však zatím nepřesvědčilo analytiku, aby zvýšili své konzervativní odhady zisků. Poměr P/E 11,2 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. Technolo-

gický sektor se však pyšní vůbec nejvyšším růstem zisků ze všech sektorů. Průměr trhu převyšuje až dvojnásobně. To znamená hodně prostoru pro pozitivní překvapení.

### Upozornění:

Materiál *Ekonomika a trhy* je připraven odborníky ze společnosti ČSOB Asset Management, a.s., investiční společnost. 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 2. 7. 2012). Materiál neslouží k poskytování osobního investičního poradenství ani nepředstavuje investiční doporučení k nákupu či prodeji jakýchkoliv investičních nástrojů. Před rozhodnutím k nákupu jakéhokoliv produktu vám proto doporučujeme kontaktovat investičního poradce nebo osobního bankéře, který vám poskytne více

informaci 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.

**Investoři se na naši zemi stále dívají jako na bezpečné teritorium pro své peníze a ČR je tedy schopna se financovat nejlevněji z regionu.**

