



1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

| | Období | Údaj | Posl. změna |
|---------------------------|---------|---------|-------------|
| Inflace | 09/2012 | 3,40 % | 0,10 % |
| HDP | 2Q/2012 | -1,00 % | -0,50 % |
| Nezaměstnanost | 09/2012 | 8,40 % | 0,10 % |
| Základní sazba ČNB | 11/2012 | 0,05 % | -0,20 % |

Růst ještě nepřesvědčuje, ale rozhodně přichází

Francouzský prezident François Hollande nedávno oznámil počátek konce krize eura. Mějme však na paměti, že Hollande je vždy především politik a zcela jistě se chopil příležitosti vylepšit svoji image v předvečer posledního evropského summitu. V tomto případě však bezpochyby vyjádřil všeobecnou náladu na trhu.

Již několik týdnů se neobjevují téměř žádné známky averze k riziku¹ na finančních trzích. Obrazně řečeno – přes všechny ekonomické diagnózy „banálních, vážných i smrtelných chorob“, které byly komunikovány, musí i ten největší hypochondr uznat, že rok 2012 se začíná jevit jako více než úctyhodný pro všechny investory. Přesto začala v posledních měsících světová ekonomika růst slaběji a rizika obecně vzrostla: nejistota ohledně rozpočtové politiky v USA, dopad vysokých cen ropy a potravin, pochyby ohledně španělských financí i růstového potenciálu rozvíjejících se asijských ekonomik.

Navzdory tomu všemu sílí přesvědčení, že nejhorší už máme za sebou. V září znovu stoupla celá řada ukazatelů důvěry. Poslední nárůst předního barometru ISM v USA (na hodnotu 51,5)² naznačuje, že nebezpečí recese prudce kleslo, ačkoli zatím není v dohledu žádný prudký nástup růstu. Světová ekonomika tedy ještě úplně neopustila nebezpečné pásmo.

Kdo seje peníze, sklízí pracovní místa

Centrální banka USA (Fed) v září oznámila třetí kolo kvantitativního uvolňování. Program bude v zásadě vykupovat finanční nástroje na trhu hypoték, což by mohlo podpořit počínající oživení trhu bydlení. Fed se zároveň nechal slyšet, že hlavní sazbu nezvýší před polovinou roku 2015.

Otázkou zůstává, zda kroky Fedu dokážou vytvořit mnoho nových a udržitelných pracovních míst. Trh práce a spotřebitelé ve Spojených státech představují důležitý faktor globálního hospodářského růstu. Pro hospodářské oživení je životně důležité odstranit nejistotu ohledně fiskální a rozpočtové politiky v USA. Firmy nebudou investovat a domácnosti spotřebovávat, nebudou-li vědět, jak bude vypadat fiskální a rozpočtové prostředí v roce 2013.

Demokratická a republikánská strana se nemožou shodnout na směr, který by měla rozpočtová politika USA nabrat, a v posledních letech všechny rozpočtové otázky důsledně odkládají. Rozpočtové pobídky v celkové hodnotě 560 mld. USD mají končit k 31. prosinci 2012. Navíc se začnou uplatňovat automatické limity na výdaje v oblastech, jako jsou obrana a sociální zabezpečení. A aby toho nebylo málo, státní dluh USA hrozí proražením zákonem povoleného stropu.

Jde o nešťastný souběh okolností, uvážíme-li, že 6. listopadu proběhne volba prezidenta, nový Kongres zasedne 3. ledna, a pokud dojde ke střídání stranických garnitur, nový prezident složí přísahu 20. ledna. Během tohoto přechodného období se ve Washingtonu nevyřeší nic.

Pokud se dvě americké strany nedohodnou na kompromisu, bude ohromný rozpočtový deficit jediným škrtem zredukován na polo-

¹ Averze k riziku – spojení slov překládající anglický originál risk aversion. Averzí na riziko se vyznačuje typ investičního sentimentu, který dává přednost konzervativním investičním strategiím.

² ISM – Institute for Supply Management – je celonárodní průzkum nakupujících manažerů, který pokrývá ukazatele, jako jsou nové objednávky, produkce, zaměstnanost, zásoby, dodací lhůty, ceny, exportní objednávky a importní objednávky. Hodnoty nad 50 jsou považovány za expanzi vůči předchozímu období a hodnoty pod 50 indikují kontrakci.

vinu, ale negativní dopady na ekonomiku by však byly tak dramatické, že si takovou odpovědnost na sebe nikdo ve Washingtonu nevezme. Musí se najít řešení, v této chvíli však ještě není jasné, jakou formu bude mít. Tato nejistota rozhodně nepodporuje důvěru a má paralyzující účinek.

Ceny ropy představují hrozbu!

Ceny ropy zůstávají na podstatně vyšší úrovni, než jakou jsme očekávali. V důsledku toho hrozí, že uvolnění inflace bude slabší (a pomalejší), než se čekalo. Předpokládáme-li v nadcházejících měsících cenu ropy okolo 100 USD za barel, mohla by inflace v eurozóně a USA dále klesnout do konce roku 2013 na +1,5 % či méně. Posílení kupní síly domácností tedy bude o něco nižší, než jsme doufali.

Inflace by se však v dlouhodobém horizontu mohla stát problémem. Tvorba peněz centrálními bankami ve velkém měřítku se zatím jen po kapkách projevuje v reálné ekonomice, ale snadno by mohla způsobit nástup prudké inflace, jakmile započne udržitelné oživení. Dějiny nás učí, že inflaci je mnohem snazší „přizívit“ než vymýtit.

„Cesta ven z krize“: pořád jen pouhý sen

V posledních měsících bylo učiněno několik důležitých kroků na cestě ke konečnému řešení krize eura. V předcházejících měsících byla tato opatření přijímána s přehnaným skepticismem, nyní však jsou pokládána za průlom. To už samo o sobě může označovat obrat v rámci krize, nevylučujeme však nové vzednutí averze k riziku v nadcházejících týdnech. Spouštěčů by mohlo být několik: např. požádá-li Španělsko oficiálně o evropskou podporu či přijde-li o investiční rating, nebo vrátí-li se Itálie pod palbu investorů, až se přiblíží parlamentní volby, nebo zpozdí-li se spuštění evropské bankovní unie apod.

Evropa od konce roku 2011 prochází recesí, kdy eurozóna zaznamenala tři po sobě jdoucí čtvrtletí s negativním reálným HDP. Předpokládáme, že recese by mohla pokračovat do poloviny roku 2013. Tou dobou budou nejhlubší škrty ve výdajích už za námi, a v domácí poptávce tak bude znovu prostor pro růst. Současná nepřítomnost růstu znamená, že úsporná opatření se nedostatečně projevují ve zlepšených rozpočtových číslech. To výrazně podkopává politickou i veřejnou podporu reformních politik. Co se Evropy týče, cesta ven z krize stále zůstává pouhým snem.

Před několika dny jsem dostal od jednoho investora otázku, jakou má zvolit strategii na akciích do konce roku. Jestli odprodat a koupit v lednu či únoru, nebo očekávat rally s tím, jak se dále bude zlepšovat nálada na trzích.

Uvedená otázka se bohužel nedá zodpovědně vyřešit dříve, než zjistíte, s kým diskuzi povedete. Bylo tedy třeba si vyjasnit, zda se tazatel považuje za spekulanta či skutečného investora, tedy zda investování spíše vnímá jako hru a trochu loterii nebo jako seriózní snahu uchovat hodnotu peněz. Odpověď se totiž může dosti lišit.

Jde o krátkodobý, střednědobý a dlouhodobý výhled. Strategie do konce roku je velmi krátkodobá, na tom se zcela jistě shodneme. A jako taková je mnohem méně ovlivněna fundamentální hodnotou cenného papíru, v tomto případě akcie. Spíše je poplatná náladám, aktuálním zprávám a výhledům, momentálním informačním tokům.

A jaké tedy budou do konce roku nálady? Spíše méně radostné, jak bylo naznačeno výše. Navíc některé hrozby se mohou znovu začít projevovat, zejména tzv. rozpočtové útesy v USA nebo španělské dluhové tance. Slabší výhledy firem by také mohly mírně zchladit poslední optimistický vývoj. Ačkoli nepovažuji vyhlídky do konce roku za nijak tmavé, ZASPEKULOVAT si na pokles akcií na poslední dva měsíce roku lze. Ale je to riskantní. Pravděpodobnost, že trhy zachovají růstový trend letošního roku, také není malá.

Na druhou stranu, hodnotově se do konce roku mnoho nezmění a (jak konec konců vyplývá i z tohoto dokumentu) z hlediska analytického je možné akcie považovat nadále za atraktivní. V tomto směru je pro INVESTORA doporučení zřejmé – nenechat se zbytečně nervovat a jít raději nakupovat dárky pod stromeček. Možná mu na ně akcie za dva měsíce nevydělají... ale za dva roky, podle mého názoru, určitě. A bez stresů.

Aleš Prandstetter, investiční stratég ČSOB Asset Management



Akcie bez konkurence

Globální akciový index byl v polovině října o 14 % vyšší než na konci minulého roku. Ceny akcií tudíž víceméně kopírovaly vzestup korporátních zisků. Nedošlo tedy k prakticky žádnému nárůstu v ocenění, které je v zásadě prostě cenou, již investor zaplatí za zisk vytvářený danou společností.

Akcie jsou levné. Americké akcie se obchodují za 13,6násobek očekávaných výnosů v dalších 12 měsících. Evropské akcie se obchodují s poměrem ceny k výnosům ve výši 10,8, což představuje slevu více než 30 % oproti historickému průměru. Poměr ceny k výnosům na rozvíjejících se trzích je pak ještě nižší.

Ocenění v žádném případě nepředstavuje jediný dobrý důvod, proč vsadit na akciovou kartu.

- Evropské akcie nabízejí průměrný dividendový výnos 4 %. To je přinejmenším o 2,5 procentního bodu víc, než výnos z německých vládních dluhopisů, a dokonce více než výnos z průměrného firemního dluhopisu.
- Nedostatek papírů: Firmy využívají hojnost hotovostních pozic k odkupu vlastních akcií. Výnosy (které rostou průměrným dlouhodobým tempem 6 % ročně) budou v budoucnu rozdělovány mezi menší počet akcií, takže výnosy na akcii porostou ještě rychleji.
- Pro hledání výnosu existuje jen málo možností. Úrok na hotovosti je prakticky nulový. I velmi mírné zvýšení výnosů z dluhopisů povede ke kapitálovým ztrátám, které vynulují výnos. Ceny akcií nemusejí příliš stoupnout, aby dosáhly lepšího výsledku.
- Zůstanou-li úrokové sazby na velmi nízké úrovni, budou akcie v dlouhodobém horizontu pravděpodobně představovat lepší ochranu proti riziku růstu úrokové sazby a inflace.

Akciové portfolio

Každý, kdo hledá zhodnocení, se musí angažovat v akcích. Ve srovnání s nákladnými vládními dluhopisy jsou rizikové premie (tj. příjem navíc), kterých dnes může člověk dosáhnout u investic do akcií, naprosto bezprecedentní.

Akcie s vysokými dividendami propůjčují akciovému portfoliu defenzivnější charakter. Jedná se o akcie společností, které ve srovnání s ostatními subjekty v oboru vyplácejí štědré dividendy a které tedy předávají nadbytek hotovosti svým akcionářům. V dlouhodobějším horizontu tvoří vyplacené dividendy významnou složku návratnosti kapitálu. Společnosti, které vyplácejí vysoké dividendy, obecně uplatňují efektivní finanční politiku, investují pouze do výrazně ziskových projektů. V zásadě se také jedná o společnosti, jež realizují programy odkupu nebo představují kandidáty na převzetí.

Dluhopisové portfolio

Maximálně omezujeme váhu tradičních vládních papírů v portfoliu. Centrální banky využívají politiku úrokových sazeb a programy QE3/OMT³ k udržování dluhopisových výnosů na co nejnižší úrovni. Zaměřují se tak na velmi specifické subsegmenty trhu dluhopisů. Očekáváme tedy mírné zvýšení referenčního výnosu z dluhopisů (německé výnosy za eurozónu, za dolarovou zónu pokladniční poukázky USA), další pokles úrokových rozpětí v rámci EMU a prudký pokles rozpětí mezi vládními papíry a firemními dluhopisy.

Preferujeme vysokovýnosové dluhopisy:

- Firemní dluhopisy i nadále nabízejí atraktivní odměny za úvěrové riziko, ačkoli je nyní absolutní úroveň úroků nízká.
- Diverzifikované portfolio papírů s pevným výnosem z rozvíjejících trhů může rychle vytvořit návratnost ve výši 3,5–4 %. Řada měn vznikajících trhů je stále významně podhodnocená vůči euru, takže jakékoli zhodnocení těchto měn přinese další příjem. Preferujeme mix měn souvisejících s komoditami, měn napojených na dolar a měn v růstovém motoru Asie. Skandinávské měny zajišťují dotek defenzivy.



³⁾ QE – Quantitative easing neboli kvantitativní uvolňování je nástrojem monetární politiky centrální banky, který má dva základní cíle. Prvním cílem je zvýšit množství peněz v oběhu a tím zlepšit jejich dostupnost. Druhým cílem QE je snížit tržní úrokové sazby.

OMT – Intervenční nástroj ECB s názvem přímé monetární transakce (Outright Monetary Transactions, OMT) je program zaměřený na intervenční nákupy na vybraných trzích s vládními obligacemi. Cílem tohoto nástroje je napomoci odstranit závažná pokřivení trhů s vládními dluhopisy, která brání řádnému fungování měnové politiky na celém území eurozóny.

Trhy v měsíci říjnu s očekáváním vyčkávaly výsledky summitu EU. Ústředním tématem se stala diskuse týkající se bankovní unie, respektive tempa, jakým by k ní mělo být směřováno. Země EU nejsou ale v otázce jejího vzniku zcela za jedno. Zatímco Paříž a Madrid usilují o co nejrychlejší prosazení plánu, Berlín je konzervativnější. V průběhu roku 2013 by tak alespoň, dle dohody, měl být ECB svěřen jednotný bankovní dohled nad celou měnovou unií. Otázka jednotného pojištění vkladů (zásadní atribut bankovní unie) byla ale prozatím odložena. I to ale stačilo k odbourání bezprostředně vnímaných rizik. Výnos 10letého španělského vládního dluhopisu tak v reakci poklesl na nejnižší hodnotu od dubna tohoto roku.

Českým státním dluhopisům se v uplynulém měsíci opět dařilo. Výnos desetiletého vládního dluhopisu se přiblížil hranici 2 % a dosáhl tak nového historického minima. Při takto nízké úrovni výnosů je diskutabilní, zda je jejich výše z fundamentálního hlediska opodstatněná, obzvláště uvážíme-li, že inflační cíl ČNB je na úrovni 2 %. Poptávka po českých vládních dluhopisech zůstává ale nicméně i nadále silnou, a to i přes nárůst rizik souvisejících s jejich případnou cenovou korekcí.

V prostředí nízkých výnosů jsme nadále preferovali podnikové dluhopisy bonitních emitentů, převážně střednědobých splatností. V omezené míře jsme nakupovali i státní dluhopisy středních (CZGB 3,4/2015, CZGB 4/2017) a delších splatností (CZGB 4,6/2018, CZGB 3,85/2021). V případě nedostatku hotovosti byly tyto investice financovány prodejem státních dluhopisů krátkých splatností (CZGB 2,8/2013, CZGB 2,75/2014).

Akciové indexy v závěru měsíce v reakci na horší probíhající výsledkovou sezónu v USA smazaly své do té doby naběhlé měsíční zisky. Firmám se nedaří naplňovat očekávání a pro trhy jsou tak jejich výsledky spíše zklamáním. Na výkonnosti akciových trhů se nepříznivě podepsal také i propad indexu německé podnikatelské nálady Ifo, který poklesl na dvouapůlletá minima. Potvrdila se tak naše dřívější úvaha týkající se případných rizik pramenících z poklesu privátní i veřejné poptávky. Pro nadcházející období tak budeme nadále akciovou složku portfolia udržovat blízko neutrálním 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 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?

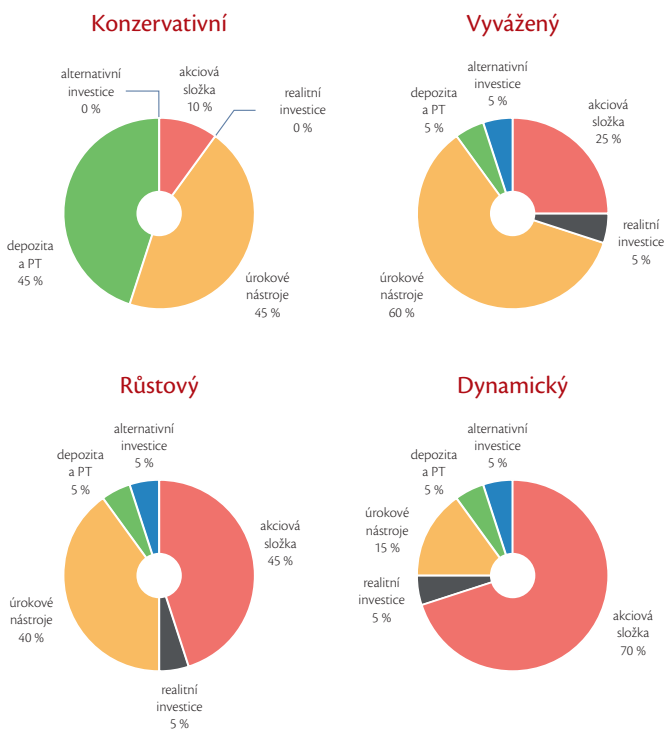
Pro měsíc listopad ponecháváme akciovou expozici v portfoliích na mírně nadvážené úrovni. Globální hospodářský růst sice zpomaluje, nicméně některá makroekonomická data v říjnu příjemně překvapila. Prorůstová opatření centrálních bank, zejména „Quantitative easing 3“ v USA a podpora trhu se státními dluhopisy v Evropě, by měla finanční trhy nastavit na optimističtější vlnu. Makroekonomická data zveřejněná v průběhu října v USA byla poměrně povzbudivá. Pozitivně překvapil zejména růst HDP ve třetím čtvrtletí, i když v tomto případě se prozatím jedná pouze o předběžný odhad. Do růstového teritoria se však dostal také index podnikatelské důvěry ISM a nečekaně výrazně poklesla nezaměstnanost. Data z Evropy pak byla opět o něco slabší, když došlo k dalšímu zpomalení průmyslové výroby v Německu, a nadále klesají také indexy podnikatelské důvěry. Oproti slabšímu globálnímu hospodářskému růstu, tedy z pohledu investora, stojí poměrně atraktivní ocenění akciových investic a další prorůstové kroky centrálních bank. Z konkrétních sektorů preferujeme investice do akcií technologických firem, dále do společností produkcujících zboží dlouhodobé spotřeby a farmaceutických firem.

Podíl dluhopisové složky je pro listopad nastaven na neutrální hodnotě. Na dluhopisových trzích se nižší averze k riziku projevila na německých státních dluhopisech mírným růstem výnosů (ceny mírně klesaly). Naopak výnosy českých státních dluhopisů po snížení oficiální úrokové sazby ČNB v závěru září poklesly k novým historickým minimům (ceny vzrostly). Zájem o české státní dluhopisy byl způsoben jak snížením rizikové averze, tak i prohlášeními některých členů bankovní rady ČNB o možném budoucím snížení oficiální úrokové sazby na hodnoty blízké nule, což se 1. listopadu stalo skutečností. I když jsou výnosy českých státních dluhopisů na nízkých úrovních, není z fundamentálního hlediska důvod k obavám z výraznějšího růstu jejich výnosů (poklesu cen). Na druhou stranu však rizikem i nadále zůstává vývoj dluhové krize v Evropě, kde se stále mohou objevit nové negativní zprávy. Duraci dluhopisových portfolií v krátkodobém horizontu držíme na neutrální hodnotě.

Podíl investic do nástrojů peněžního trhu je na mírně podvážené úrovni vzhledem k nadvážení akciových investic.

Martin Horák, portfolio manažer ČSOB Asset Management

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



3 PREFEROVANÁ TÉMATA

Zaměření – technologie

Technologie už možná nejsou sektorem s agresivním růstem, kterým byly v době internetové bubliny. Podle některých tržních ukazatelů a ohodnocení to dokonce občas vypadá, že by mělo jít o nerůstový, defenzivní sektor. Z průměrného ocenění a výnosových prognóz analytiků by se však dalo usuzovat něco jiného.

- Analytici i investoři podceňují růstový potenciál sektoru technologie. Sektor by mohl těžit z neustálé produktové inovace, investice do kapacit a poptávky po rychlém nahrazování.
- Očekávaný poměr ceny k zisku ve výši 12,3 je nižší, než je hodnota tohoto ukazatele pro širší trh USA. V historickém kontextu je vlastně extrémně nízký, jelikož daný sektor byl v posledních patnácti letech průměrně o 38 % dražší.
- Předpovědi růstu zisků jsou podobně vysoké jako pro celý trh. V současnosti však dosahuje značně rychlejšího růstu, až dvakrát víc než průměr trhu. To znamená spoustu příležitostí pro pozitivní překvapení.

I ten největší hypochondr musí uznat, že rok 2012 se začíná jevit jako více než úctyhodný pro všechny investory.

Zaměření – zdravotnictví a farmacie

V průběhu posledního desetiletí ztratil tento sektor pověst růstového odvětví. Navzdory obrovským rozpočtům na vývoj bylo představeno jen poměrně málo nových produktů s vysokým potenciálem. Současně stávající ziskové produkty ztrácejí patentovou ochranu. Nejvýznamnějším příkladem může být to, že v USA je nyní k dispozici generická⁴ alternativa k léku Lipitor, který byl nejlépe prodávaným lékem vůbec. Na sektor mají rovněž vliv nejistota týkající se legislativy o generických biomolekulách, cenové tlaky a potřeba států šetřit. To ale není nic nového a sektor měl čas vyvinout si obranu. Devalvoval z nákladného sektoru do formy levného, defenzivního sektoru, zčásti díky tomu, že manažeři připisují rostoucí význam vytváření hodnoty. Rozpočty výzkumu a vývoje jsou využívány racionálněji a náklady na marketing podléhají škrtům. Činnosti, které netvoří součást základního podnikání a jsou podhodnoceny v rozvaze, jsou oddělovány a výnosy z nich se proměňují na hotovost. Dostupné prostředky jsou poté využity k výplatě vyšších dividend a realizaci strategických akvizic.

Sektor s vysokými a stabilními finančními toky, který usiluje o vrácení hodnoty akcionářům. Prognózaný růst výnosů je však velmi nízký a pravděpodobnost zklamání tudíž také malá. Už se nejedná o příběh růstu, nýbrž o zhodnocování. Nebo ne? V roce 2013 bude otázka patentové ochrany méně významná, na řadu přijdou opět nové produkty a začínou přicházet první povolení. Čím lépe budou prosperovat rozvíjející se trhy, tím větší bude poptávka po lepší zdravotní péči, která bude vytvářet nový trh. Jde tedy o jeden z mála sektorů, v němž analytici více zvyšují, než snižují svá doporučení.

Zaměření – globální trendy

Významné globální trendy, jako je růst populace a globalizace, pracují ve prospěch rozvíjejících se trhů. Hospodářské základy rozvíjejících se trhů jsou zdravé, úroveň zadlužení je nižší než na Západě a i rozpočty jsou vyrovnanější. Na většině těchto trhů není problémem ozdravování vládních financí, je tedy možné využívat daňové pobídky. Navzdory skutečnosti, že hospodářský růst na rozvíjejících se trzích zpomaluje, je možné se vyhnout tvrdému dopadu. Reálný růst HDP je stále výrazně vyšší (v roce 2012 4,8 % ve srovnání s pouhými 1,2 % v rozvinutých zemích). Burzy na rozvíjejících se trzích v posledních dvou letech zaostávají za všeobecným globálním indexem. V důsledku toho jsou nyní velmi levné a poměr ceny k výnosům je 9,5. A není nízký pouze v historickém kontextu, je také o 15 % levnější než všeobecný globální index.

⁴) Generická alternativa léku – označuje nově vyráběné léčivo, jež využívá postupy, které byly dříve chráněny patentem. Generické léčivo je uváděno na trh většinou pod jiným názvem než patentovaný originál, ale má stejné vlastnosti. Je výrazně levnější než patentovaný originál. Farmaceutické firmy se dělí na ty, jež se specializují na výzkum, výrobu a prodej nových léčiv, a na ty, jež podnikají s výrobou generik. Originální patentovaná léčiva, jejichž vývoj a testování trvá mnohdy více než 10 let, promítají do finální ceny výrobku vysoké náklady na vývoj. Generik tyto náklady do ceny nezahrnují.

U rozvíjejících se zemí pozorujeme posun v dynamice růstu od exportu a růstu poháněného investicemi k růstu orientovanému na spotřebitele. Důležitým faktorem je v těchto zemích posilující střední třída. Pro celosvětové společnosti (včetně západních) dejme tomu v potravinářství a luxusních odvětvích, které na tento vývoj reagují, jde o zdaleka nejdůležitější zdroj růstu obrátu. A ziskové marže jsou velmi často mnohem vyšší než na domácích trzích.

Zaměření – vysocedividendové akcie

V minulé dekádě dostávaly růstové společnosti často negativní nálepku. V době přelomu století investoři přeceňovali vyhlídky růstu, přepřáceli a sledovali, jak prognózovaný růst výnosů – i když se realizoval – zdaleka nedosahoval očekávaných hodnot. V důsledku toho došlo k prudkému poklesu hodnoty růstových podniků až k bodu, kdy u nich stěží zaznamenáváme jakoukoli prémie. Na druhou stranu se tyto podniky začaly lépe chovat k svěřeným prostředkům, a pokud je nemohly kvalitně zhodnotit, posílají je zpět akcionářům ve formě dividend. Snížené výdaje na investice a vysoká úroveň peněžních prostředků pomáhají dosahovat slušné návratnosti akciové investice a zároveň snižují rizika prudkých pádů cen takových akcií.

Zaměření – firemní dluhopisy

Firemní dluhopisy podávaly v posledních třech letech výjimečný výkon. Zvýšené obavy týkající se evropských veřejných financí nezvyšovaly pouze rozpětí mezi obligacemi různých národních vlád, nýbrž vykazovaly i negativní vliv na emise finančních institucí. Přestože tyto marže od roku 2009 spíše klesají, rozpětí sazeb mezi firemními a nejkvalitnějšími vládními dluhopisy nadále nabízí atraktivní příležitosti. Současné marže by totiž byly ospravedlnitelné, pokud by 7 % (AAA emise), respektive přes 20 % (dlužníci s BBB, tedy ještě investičním, ratingem) společností mělo potíže se splácením v rámci pětiletého období. Nejhorší pětileté období za uplynulých 40 let poznamenaly bankroty 2,4 % společností s AAA ratingem a 4,8 % společností s BBB ratingem. Stále je tu tedy potenciál pro zúžení rozpětí, i když uvážíme zvýšený počet bankrotů, z nichž sice již dlouho panují obavy, které se však zatím nenaplnily. Firemní dluhopisy tedy zůstávají základním kamenem našeho portfolia dluhopisů.

Zaměření – konvertibilní dluhopisy

Konvertibilní dluhopisy kombinují pozici u firemních dluhopisů a akcií. Přijmete-li nižší kupon, máte možnost, ač ne povinnost, dluhopis později směnit na akcie. Tyto dluhopisy tak lze srovnávat s akciovým fondem s ochranou kapitálu. My však preferujeme spíše poslední uvedenou kategorii.

4 TYPY AKTIV

Hotovost

Bezpečná, ale v podstatě bez výnosu

Výnosy budou nadále nízké (rozhodně pod úrovní inflace) 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 na začátku července sazbu snížila o 25 bodů na 0,75 %. Slabší evropský hospodářský růst, klesající inflace a prodlužující se krize eura pravděpodobně způsobí pokračování této politiky.

Dluhopisy

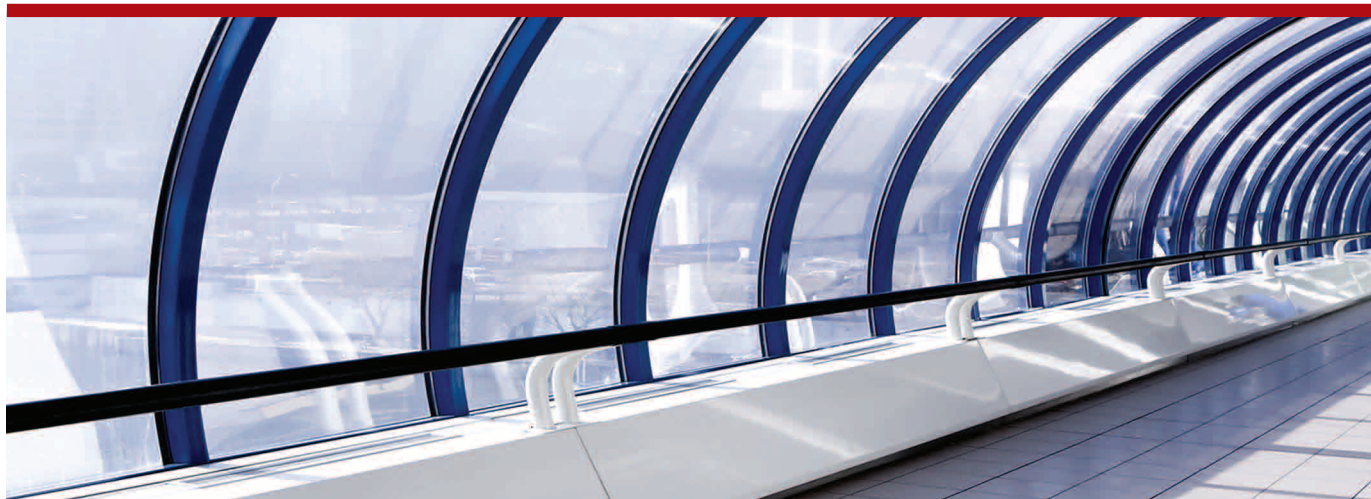
Centrální banky udržují nízké úrokové sazby

Centrální banky se téměř všude snaží řešit krizi pomocí drastických snížení klíčových sazeb. Sazby nyní dosahují 0 % v Japonsku, 0,25 % v USA, 0,50 % ve Velké Británii a 0,75 % od začátku července v ECB. Tyto banky zasahují také přímo do dluhopisových výnosů skupováním střednědobých a dlouhodobých dluhových cenných papírů v masovém měřítku. To také prudce snížilo výnosy z dluhopisů v hlavních zemích EMU. Tento trend nepopíratelně podporuje averze k riziku a přimknutí k základním kvalitám. Německé i americké desetileté sazby jsou nyní v důsledku toho pod úrovní inflace. Ačkoli tedy v nejbližší budoucnosti neočekáváme prudký růst výnosů z dluhopisů, není již mnoho prostoru pro další pokles referenční sazby. Investoři by měli vzít v úvahu zvyšující se dlouhodobé sazby jak ve středním, tak v dlouhodobém horizontu.

V rámci EMU jsou teď úrokové sazby velmi nestálé. Nejenže byly Řecko, Portugalsko, Irsko, Kypr a Španělsko nuceny požádat o pomoc Evropské unie (vlastně zejména Německo) a MMF (pro své banky), aby dokázaly financovat vládní zadlužení. Také Itálie má problémy s udržením důvěry investorů. Mezitím se reformuje institucionální rámec EMU. Než začne 17 demokracií zpívat podle stejných not, bude to nějakou dobu trvat – každopádně delší dobu, než jakou jsou finanční trhy připraveny poskytnout.

České státní dluhopisy

Říjen byl na dluhopisových trzích poměrně poklidným měsícem. Výnos desetiletého německého státního dluhopisu mírně vzrostl o 0,03 % (cena mírně poklesla) a stejný vývoj se odehrával také u ostatních států jádra eurozóny. České státní dluhopisy však za sebou mají další pozitivní měsíc, když výnos desetiletého státního dluhopisu poklesl o 0,17 % (cena vzrostla) a dostal se tak na historické minimum. Také u kratších splatností se projevil dozvuk snížení repo sazby ČNB z konce září a na krátkém konci výnosové křivky došlo k poklesu výnosů přibližně o 0,10 %. Výnosy střednědobých státních dluhopisů pak poklesly přibližně o 0,20 %. Zájem o české státní dluhopisy byl podpořen nejen nižší rizikovou averzí, ale také vyjádřeními některých představitelů ČNB o možném budoucím snížení oficiální úrokové sazby na hodnotu blízkou nule. Důvody pro možné snížení zůstávají nezměněny, tedy absence finančních tlaků v ekonomice a její celkové slabá výkonnost. Primární aukce CZGB 4,6/18 proběhla s rekordně nízkým výnosem do splatnosti 1,52 % ročně. Rovněž u primární aukce s delší dobou splatnosti CZGB 3,85/21 došlo k vyrovnání historicky nejnižšího výnosu na úrovni 2,15 % ročně.



Akcie

Nízké ocenění oproti tlaku nejistoty

Ve čtvrtém roce slabého ekonomického růstu přetrvávají značné pochybnosti ohledně udržitelnosti trendů hospodářských cyklů. Tyto pochybnosti v poslední době nejen že nepolevují, nýbrž narůstají. Šíří se strach z negativního dopadu recese v Evropě na zbytek světa, strach z trvale vysokých cen ropy a potravin a nespokojivého růstu pracovního trhu v USA, ale nejvíc ze všeho z nejistoty související s americkým rozpočtem a výší daní a jejich vlivu na světovou ekonomiku, protože již teď je jisté, že rozpory mezi republikány a demokraty prostě nejde překlenout. Dlouhodobé úrokové sazby jsou již 3 roky blízké nule – dokonce nižší než inflace. V kombinaci s masivními injekcemi likvidity od centrálních bank fungují jako hráz bránící zhoršování situace.

Použijeme-li jakékoli standardy, jsou akcie k dispozici za výhodné ceny. Ukazatel ceny k výnosům ve výši 13,6 (S&P 500) a 10,1 (MSCI Europe) se pohybuje mezi 20 a 35 % pod dlouhodobým průměrem. Dividendový výnos (4,1 % v Evropě) je výrazně vyšší než desetileté úrokové sazby. Zůstanou-li po deset let ceny akcií stejné, výnos z nich i tak převyší návratnost u dluhopisů.

Akcie s ochranou kapitálu

Ochrana není luxus

Nedávná minulost jasně ukázala, jak rychle mohou akciové trhy podléhat masivním výprodejům a extrémní averzi k riziku. Turbulentní období na finančních trzích bývala obvykle krátká, v posledních letech se však prokázalo, že neklid může přetrvávat i delší dobu. Investiční rizika jsou široce rozložena a lze je přičítat faktorům jako například nevyrovnané veřejné finance (což platí nejenom pro Řecko a Španělsko), 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. 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

Vyplatí se snižovat zadlužení

Sektor se poučil z finanční krize v letech 2008 až 2009. Rozvahy jsou méně zatížené dluhem než předtím, přesto však financování zůstává největší starostí. Obtížné provozní prostředí pro banky může způsobit, že se zastaví přísun financí. V tuto chvíli nepředpokládáme žádné problémy s financováním, jelikož realitní společnosti mají přímý přístup na dluhopisový trh. Očekáváme, že opatření přijatá ECB v průběhu tohoto roku budou mít pozitivní vliv a pomůžou bankám vyřešit jejich problém s likviditou. Nejedná se pouze o realitní společnosti, ale i o trh jako takový, který se nyní nachází v lepší pozici než v roce 2007 před krizí. Většina regionů již není výrazně nadhodnocena, tak jako tomu bylo před několika lety. Řada společností nabízí atraktivní dividendový výnos, který se může hodit v době nejistoty.

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

Zůstanou-li úrokové sazby na velmi nízké úrovni, budou akcie v dlouhodobém horizontu představovat lepší ochranu proti riziku růstu úrokové sazby a inflace.

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 prémie 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 1 600 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.

Upozornění:

Materiál *Ekonomika a trhy* je připraven odborníky ze společnosti ČSOB Asset Management, a.s., investiční společnost, člen skupiny KBC. 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 29. 10. 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 privátního 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.

Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a kurzů

| | | 11/2012 | 02/2013 | 05/2013 | 11/2013 |
|-----|----------------|---------|---------|---------|---------|
| CZK | Základní sazba | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 |
| | 2Y sazba | 0,39 | 0,50 | 0,75 | 0,85 |
| | 5Y sazba | 0,95 | 1,05 | 1,70 | 2,10 |
| | 10Y sazba | 2,14 | 2,15 | 2,45 | 2,85 |
| | USD/CZK | 19,33 | 19,07 | 19,00 | 18,91 |
| | EUR/CZK | 25,00 | 24,60 | 24,50 | 24,40 |
| EUR | Základní sazba | 0,75 | 0,50 | 0,50 | 0,50 |
| | 2Y sazba | 0,04 | 0,05 | 0,25 | 0,35 |
| | 5Y sazba | 0,50 | 0,50 | 1,05 | 1,70 |
| | 10Y sazba | 1,50 | 1,50 | 1,75 | 2,25 |
| USD | Základní sazba | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 |
| | 2Y sazba | 0,29 | 0,30 | 0,50 | 0,70 |
| | 5Y sazba | 0,74 | 0,85 | 1,50 | 1,80 |
| | 10Y sazba | 1,72 | 1,75 | 2,25 | 2,50 |
| | USD/EUR | 1,29 | 1,29 | 1,29 | 1,29 |

Zdroj: ČSOB, ČSOB AM, KBC AM

Ekonomický výhled

| | HDP (roční změna, v %) | | | Inflace (průměrná roční změna, v %) | | |
|-----|---------------------------|------|------|--|------|------|
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2011 | 2012 | 2013 |
| CZ | +1,7 | -0,9 | +1,0 | +1,9 | +3,3 | +2,3 |
| EMU | +1,4 | -0,5 | +0,3 | +2,7 | +2,5 | +2,0 |
| USA | +1,8 | +2,1 | +2,0 | +3,2 | +2,0 | +2,0 |

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg