

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

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

Fiskální útesy¹

V příštích několika týdnech se pozornost nepochybně zaměří na to, co světová média, a nejen ona, s oblibou označují za „fiskální útes“ (fiscal cliff). Tato metafora se týká vyjednávání o rozpočtové a fiskální politice USA. Jsme přesvědčeni, že bude nalezeno řešení, i když dnes nemůžeme říci, jak bude kompromis mezi demokracií a republikány a mezi prezidentem a Kongresem vypadat. Jasně je pouze to, že bude mít důležité ekonomické důsledky, a to nejen pro Spojené státy.

V mezičase se rozehrává bůhví kolikátá epizoda příběhu o krizi eura. Vše směřuje k efektivnějšímu fungování měnové unie, konečné řešení však zatím předloženo nebylo. To je nejdůležitější rozdíl mezi USA a eurozónou: za několik týdnů budeme vědět, jak vypadá budoucnost veřejných financí USA, zatímco Evropu budou stále trápit všemožné (staré i nové) pochybnosti a nejistoty.

V USA už se ekonomické vyhlídky vyjasňují, ačkoli růst v roce 2013 neočekáváme vyšší než letos. Evropa zůstává v sevření recese, která by mohla trvat až do poloviny roku 2013. Tou dobou už bude hlavní část reformů za námi a díky domácí poptávce se znovu objeví možnosti růstu.

Čtyřletá krize eura

Krize vstoupila do čtvrtého roku. Evropa se stále drží typu řízení bez strategického cíle s rozhodnutími obsahujícími nerealistické termíny. Skutečnost, že rozhodnutí jsou přijímána pouze v odezvě na tlak trhu, mnoho důvěry nebudí. Střídají se vlny optimismu a pesimismu. V posledních týdnech došlo u určitých otázkách k posunu v řešení, zatímco jinde se věci nehýbají z místa. V následujících týdnech a měsících se tento stav pravděpodobně nezmění.

Řecko a Španělsko zůstávají klíčovými body k řešení

Řecko musí čekat na další tranši evropské pomoci. Řada zemí v eurozóně dělá obstrukce. Je to pochopitelné, protože všichni si už uvědomili, že současný program pomoci k vyřešení dluhového problému Řecka nebude stačit. Evropa tyto peníze poskytne a současně je znovu žádána o odpis části dluhů. Nepochybně bude nalezeno řešení, zřejmě za minutu dvanáct. Řecko financuje své operace pomocí krátkodobých pokladničních poukázek u svých bank s podporou ECB za zády.

Španělským bankám již bylo přislíbeno 100 miliard eur finanční pomoci. Bude-li ESM² schopna poskytnout pomoc přímo do fondu na oddlužení španělských bank, nebude to mít žádné dopady na španělský vládní dluh a země nebude podléhat doзору velké trojky (MMF, EU, ECB). Tato možnost bude otevřena až poté, kdy bude převeden dohled nad evropskými bankami na ECB. Toho

¹ V této souvislosti je nutné rozlišovat mezi pojmy fiskální a monetární. Fiskální politika je součástí hospodářské politiky státu, která se snaží ovlivnit vývoj ekonomiky změnami a strukturou veřejných výdajů a daní. Naproti tomu monetární politika je nástroj centrální banky a jejím základním cílem je většinou hlídání a aktivní ovlivňování míry znehodnocení peněz – inflace. Metafora „fiskální útes“ vyjadřuje situaci, kdy je nutné najít rovnováhu mezi dvěma protichůdnými potřebami – mezi zachováním růstu ekonomiky a zároveň nezvyšováním deficitu veřejných financí.

² Evropský stabilizační mechanismus (ESM, anglicky European Stability Mechanism) je záchranný fond finanční pomoci pro země platící eurem, který by měl nahradit dočasná řešení, jimiž jsou Evropský nástroj finanční stability (EFSF, anglicky European Financial Stability Facility) a Evropský mechanismus finanční stabilizace (EFSM, anglicky European Financial Stabilisation Mechanism).

bodů jsme však zatím nedosáhli. Další možností je, že pomoc ESM bude převáděna do fondu na oddlužení španělských bank přes vládu. To by bylo nepříjemné pro premiéra Rajoye, protože velká trojka by v tom případě nepochybně zavedla přísná úsporná opatření.

- ECB může zavést program OMT³ kvalitativního uvolňování, pouze pokud Španělsko (nebo jiná země) přímo požádá o finanční výpomoc. Díky tomu mají země jako Španělsko silnou vyjednávací pozici. Pokud chce ECB intervenovat na kapitálových trzích, musí nejdříve pobídnout tyto země, aby požádaly o pomoc. Jejich vlády pak mohou dohadovat podmínky.
- Očekávání OMT vede k poklesu úrokových sazeb – nízké úrokové sazby znamenají, že Španělsko je i nadále financovatelné – země tedy o pomoc žádat nemusí – OMT nemůže začít...
- Tímto způsobem jsou propojena všechna hlavní témata. Pomoc španělským bankám závisí na bankovním dohledu, OMT závisí na pomoci Španělsku, pomoc Španělsku závisí na úrokových sazbách...

Firemní výnosy

Firemní zisky v USA si ve druhém a třetím čtvrtletí udržely vysokou úroveň z předcházejících čtvrtletí, otázka růstu už však nebyla na pořadu dne. Ve třetím čtvrtletí byly zisky na akcii pěti set největších společností v souboru S&P 500 o 1,4 % vyšší než ve stejném období o rok dříve. Tržby přestaly růst. Zdá se tedy, že zisky dosáhly svého stropu. Zisková výkonnost v Evropě se od amerických čísel výrazně liší. Ve třetím čtvrtletí stoupl obrát i zisk přibližně o 2 % – tedy o něco víc než v USA, to však nestačí na zaplnění široké mezery mezi výkonem firem v USA a v Evropě. Od poloviny roku 2011 se prudký růst zisků v USA razantně zpomalil. V Evropě dosáhly zisky na akcii rychlého vrcholu a ve třetím čtvrtletí dosahovaly přibližně 15 %.

V USA i v Evropě je pro rok 2013 předpovídán růst zisků o 9 %. To je pro americký trh rozumný předpoklad, zejména v případě, že se pozvednou globální hospodářské aktivity. V případě Evropy existují pochybnosti. Evropské trhy jsou více cyklické a hospodářské aktivity v Evropě budou příští rok nepochybně mnohem slabší než v USA.

Z poslední doby mne zaujaly zprávy, které se týkaly udílení Nobelových cen. Má pozornost se však nezaměřila ani tak na laureáty samotné (i když udělení ceny Evropské unii bylo zcela jistě zaujetí hodné), ale spíše na hospodaření Nobelovy nadace, která poprvé od roku 1949 snížila hodnotu ocenění pro odměněné.

Nadace má růstovou strategii, kdy neutrálně 50 % aktiv je vloženo do akcií, 20 % tvoří úrokové nástroje a 30 % alternativní investice. Je zřejmé, že v posledních letech akcie příliš nevydělyaly a ani alternativní investice, zastoupené převážně hedge fondy, nebyly příliš úspěšné. V prostředí klesajících úrokových sazeb spíše vydělávaly dluhopisy, jejich podíl byl však příliš nízký na to, aby převážily ztráty na akciích.

Nadace se rozhodla reagovat změnou investiční strategie, a to ústupem od akcií a navýšením investic v hedgeových fondech. Vzhledem k tomu, že letos akcie i dluhopisy vydělávaly v průměru kolem 10 %, zatímco hedgeové fondy jen něco přes 2 %, nešlo zřejmě o rozhodnutí správné.

Doufáme, že odměna úspěšným badatelům se nebude dále snižovat kvůli nepříliš šťastným rozhodnutím manažerů nadace. Rozhodnutím, ze kterých je cítit tlak těch, kteří se řídí emocemi a minulou výnosností jednotlivých druhů aktiv a přitom nerespektují investiční horizont, který je u takové nadace velmi dlouhý a přesahuje délku lidského života.

S uvedenými kroky ostře kontrastují vysoké náklady nadace, ať už správní náklady, nebo „náklady na rozhodování o výběru oceněných“. Ty dohromady činí cca 2,25 % ročně, což lze při uvážení objemu portfolia považovat za číslo vysoké.

Na rozdíl od Skandinávců jsme v ČSOB AM od akcií v minulém roce neutíkali a ani pro rok následující to nemáme v úmyslu. Jsme si vědomi toho, že úspěch ve správě peněz je možný pouze dodržováním investiční disciplíny a hodnocením informací a dat, nikoli podléháním emocím.

A dobře hospodařit.

Aleš Prandstetter, investiční stratég ČSOB Asset Management

2 NÁŠ POHLED NA PORTFOLIA

Akcie stále nemají konkurenci

Jediným prostředkem, jak se vyhnout ztrátě kupní síly nebo jak dosáhnout návratnosti kapitálu, je investování. Každý, kdo si tuto skutečnost uvědomuje, se musí přiklonit k akciím.

Doba je příznivá. Ve srovnání s firemními zisky (které dosahují rekordních hodnot) a hodnotou firemního majetku (který vytváří rekordní zisky) byly akcie jen zřídka levnější než dnes. Srovnáme-li je s nákladnými vládními dluhopisy, mohou investoři očekávat od investic do akcií bezprecedentně vysoké rizikové prémie.

Investice do hotovosti (klasických bankovních produktů) nenese téměř nic a vládní dluhopisy nabízejí velmi skromnou běžnou návratnost, která je ohrožena kapitálovými ztrátami i při tom nejmenším zvýšení úrokových sazeb. Ceny akcií ani nemusejí příliš

³⁾ Intervenční nástroj ECB s názvem přímé monetární transakce (Outright Monetary Transactions, OMT) je program zaměřen na intervenční nákupy na vybraných trzích s vládními obligacemi. Cílem tohoto nástroje je napomoci odstranit závazná pokřivení trhů s vládními dluhopisy, která brání řádnému fungování měnové politiky na celém území eurozóny.

stoupnout, aby svým výkonem překonaly ostatní třídy aktiv – jak se ostatně děje s jistými přestávkami od počátku kapitálových trhů.

I nadále jsou důvody, proč zvolit akcie, dostatečně pádné.

- Akcie jsou levné. Jsou momentálně o 25 % levnější než průměrný poměr ceny k ziskům za minulých 25 let.
- Průměrný dividendový výnos u evropských akcií v současnosti dosahuje téměř 4 %, víc než dvojnásobek úroku na desetiletých německých vládních dluhopisech. Výnos z dividend akcií mimo eurozónu v současnosti překonává i výnos firemních dluhopisů.
- Začíná být nedostatek akcií. Na burzu nevstupují téměř žádné společnosti a stále více firem vykupuje své akcie zpět. Zisky se tedy rozdělují mezi menší počet akcií, tudíž jsou výnosy na akci na ještě rychlejším vzestupu.
- Dlouhodobý investor se strategií koupit a držet je na tom pravděpodobně lépe s dividendou ve výši 4 %, která navíc každoročně roste o 5–10 %, než s pevnou úrokovou mírou 2 % u českých nebo 1,3 % u německých vládních dluhopisů.

Aktiové portfolio

Akcie držíme v současné době na neutrální až mírně podvážené pozici vzhledem k benchmarku, nicméně jde spíše o taktickou alokaci vzhledem k turbulencím, očekávaným při schvalování amerického rozpočtu, v dlouhém horizontu jsme na akcie pozitivní. I nadále je důležité zajištění rizika proti poklesu. Investiční nástroje, které nabízejí ochranu kapitálu, proto zaujímají důležité místo v rámci portfolia.

Preferujeme akcie s vysokými dividendami. Ty poskytují stabilnější návratnost než ostatní akcie a řadí se ke společnostem, které jsou nakloněny vykupování vlastních akcií. Tyto vykupované akcie také vyjadřují defenzivní povahu akciového portfolia.

Preferujeme spíše americké akcie před evropskými, dokonce i v případě, že druhé jmenované jsou levnější. Nejistota ohledně evropské dluhové krize pravděpodobně potrvá déle než rozpočtové problémy v USA. Americká ekonomika má navíc lepší vyhlídky na růst a ziskový výkon amerických firem poskytuje větší jistotu.

Dluhopisové portfolio

Maximálně omezujeme váhu vládních papírů v portfoliu. Preferujeme firemní dluhopisy a dluhopisy z rozvíjejících se trhů.

- Absolutní návratnost firemních dluhopisů je nízká, ale diferenciál úrokové sazby vůči vládním dluhopisům zůstává atraktivní i po prudkém poklesu v posledních měsících.
- Diverzifikované portfolio papírů s pevným výnosem z rozvíjejících se trhů může rychle vytvořit návratnost ve výši 3,5–4 %. Mnoho měn rozvíjejících se trhů je ve vztahu k euru stále značně podhodnoceno, takže jakékoli zhodnocení těchto měn zajistí extra návratnost.

Finanční trhy byly v uplynulém měsíci konfrontovány s celou řadou klíčových událostí. Po vítězství Baracka Obamy v amerických prezidentských volbách se rozhořela diskuse, do jaké míry je za stávající složité ekonomické situace země schopna činit zásadní politická rozhodnutí. Riziko paralýzy politické scény je eminentní, uvážíme-li, že zatímco republikáni ovládají Sněmovnu reprezentantů, demokraté mají k dispozici Senát a prezidentský mandát. Schopnost konstruktivní dohody napříč politickým spektrem bude nicméně prověřena již v nejbližším období, kdy se bude rokovat o prolongaci rozpočtových stimulů. Ty byly aktivovány ještě za úřadu George W. Bushe a jejich platnost má vypršet v lednu nového roku. Složitá jednání čekají i Evropu. Dopusud jednotný postup věřitelů Trojky (EU, Evropská centrální banka, Mezinárodní měnový fond), uplatňovaný vůči Řecku, byl poznamenán zásadním názorovým rozkolmem mezi EU, která usiluje o změkčení podmínek Řecku, a MMF, který trvá na dodržení původních parametrů.

Nervozita na trzích v uplynulém měsíci byla dále umocněna sérií ratingových downgradů. S odůvodněním, že klesající konkurenceschopnost francouzské ekonomiky limituje možnosti jejího dalšího rozvoje a růstu, snížila agentura Moody's rating Francie z úrovně AAA na AA+. Současně agentura Standard & Poor's snížila, s poukazem na významné politické riziko, rating Maďarska na BB (mimo investiční stupeň).

Trvajících míra nejistot, při absenci zjevných růstových faktorů, prospívala dluhopisům. Domácí dluhopisový trh byl současně pozitivně motivován také snížením sazeb ČNB, která posunula základní dvoutýdenní repo sazbu až na hranici technické nuly (0,05 %). V druhé polovině měsíce došlo na trhu domácích státních dluhopisů k mírné korekci, a to převážně vlivem poklesu zájmu z řad zahraničních investorů (prostředí nízkých úrokových sazeb společně s proklamací ČNB oslabit českou korunu bylo dostatečným důvodem). Zájem domácích investorů nicméně trvá dále a z části tak kompenzoval výpadek zahraniční poptávky.

V prostředí nízkých výnosů jsme tedy dále preferovali podnikové dluhopisy bonitních emitentů, převážně středních 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). Naproti tomu jsme ponižovali pozice ve státních dluhopisech krátkodobých splatností.

Vývoj na trhu rizikových aktiv (akcií) nebyl jednotným. Zatímco americký akciový trh byl nepříznivě ovlivněn bezprostředním rizikem „fiskálního útesu“ (–0,8 %), evropské akciové trhy profitovaly (+0,9 %), a to navzdory zmíněným rizikům. S ohledem na trvajících rizika budeme v nadcházejícím období nadále udržovat akciovou složku portfolií blízké 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.

sazby ČNB 1. listopadu poklesly na nová historická minima (ceny vzrostly). Hlavními důvody pro snížení repo sazby ČNB na hodnotu 0,05 % ročně jsou slabá výkonnost domácího hospodářství a absence inflačních tlaků. I když jsou výnosy českých státních dluhopisů na velmi nízkých úrovních, není z fundamentálního hlediska důvod k obavám z výraznějšího růstu výnosů (poklesu cen) českých státních dluhopisů. 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 nadvážené úrovni vzhledem k mírnému podvážení akciových investic.

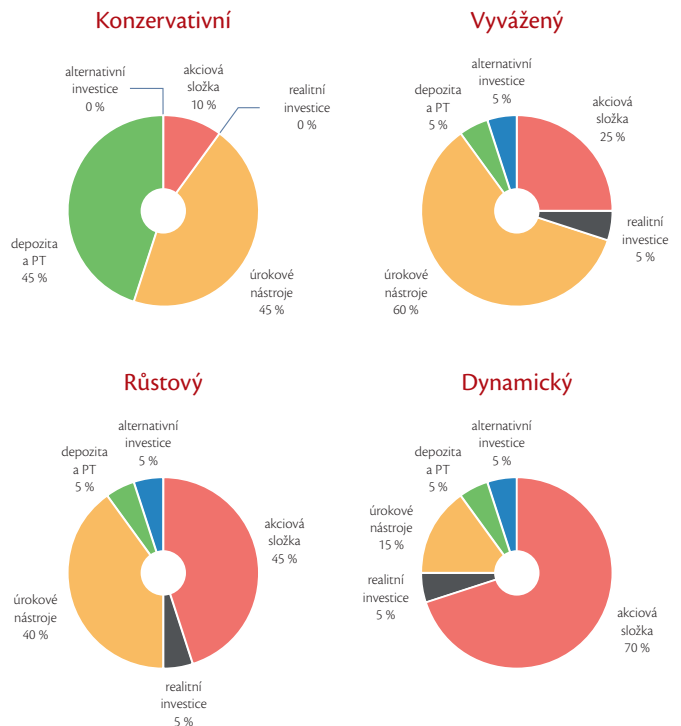
Martin Horák, portfolio manažer ČSOB Asset Management

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

Pro měsíc prosinec snižujeme akciovou expozici v portfoliích na neutrální až mírně podváženou úroveň. V minulých měsících akciové trhy nepotvrdily očekávání pozitivního vývoje v návaznosti na prorůstová opatření centrálních bank. V krátkodobém horizontu budou ceny akcií čelit dalším výzvám, jako jsou „fiskální útes“ a hrozba vyššího zdanění v USA a pokračující potíže se zadlužením periferních ekonomik a pokles hospodářské aktivity v Evropě. Makroekonomická data zveřejněná v listopadu potvrdila trend z minulých měsíců, tedy opatrný optimismus v USA a hospodářské zpomalení v Evropě. Opět velmi dobře si v USA vedl zejména trh práce, avšak v závěru měsíce mírně slabší data z trhu nemovitostí a průmyslu. Hospodářství eurozóny ve třetím čtvrtletí podle očekávání vykázalo mírně negativní mezičtvrtletní růst. Slabou výkonnost vykázal také klíčový německý průmysl, ovšem zde došlo alespoň k mírnému zlepšení podnikatelské důvěry. Z makroekonomického hlediska se toho tedy od minulého měsíce mnoho nezměnilo, nicméně poté, co se na akciových trzích nedostavil očekávaný pozitivní impulz po akcích centrálních bank, se hlavními tématy pro investory stávají spíše očekávané překážky budoucího růstu. Z konkrétních sektorů preferujeme investice do akcií technologických firem, dále do společností produkujících zboží dlouhodobé spotřeby a farmaceutických firem.

Podíl dluhopisové složky je pro měsíc prosinec nastaven na neutrální hodnotě. Na dluhopisových trzích se vyprchání optimismu ohledně prorůstových opatření centrálních bank projevilo v případě německých státních dluhopisů mírným poklesem výnosů (ceny mírně rostly). Výnosy českých státních dluhopisů po dalším snížení oficiální úrokové

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



3

PREFEROVANÁ TÉMATA

Zaměření – informační technologie

Analytici a investoři podceňují růstový potenciál technologického sektoru. Tento sektor je v pozici, kdy může získávat výhody z neustálé produktové inovace, investic do kapacity a z poptávky po rychlém nahrazování starších modelů novými. Výsledky za třetí čtvrtletí opět překonaly očekávání. Zisk byl o 3,6 % vyšší

(prognóza: +1,4 %) v kombinaci s obratem o 8 % vyšším. Přesto zůstávají prognózy zisku velmi konzervativní. Poměr ceny k výnosu ve výši 11,6 je výrazně pod hodnotou tohoto ukazatele pro širší trh USA (12,9). Z historického hlediska je vlastně extrémně nízký, jelikož v posledních patnácti letech byl tento sektor v průměru o 38 % dražší. To znamená, že je tu spousta prostoru pro příjemná překvapení.

Zaměření – odkup (buyback⁴) vlastních akcií v USA

Volíme (americké) společnosti, které vykupují vlastní akcie. To je v souladu s naší preferencí „hodnoty“ nad „růstem“, je to další posílení naší preference pro akcie s vysokým výnosem.

- V kontextu nízkých úrokových sazeb a atraktivního ocenění akcií se stále více společností rozhoduje vykupovat vlastní, levné akcie. Některé společnosti dokonce za tímto účelem emitují dluhopisy: levně si půjčí a výplata kuponu je stojí méně než výplata dividend.
- Vedení společností zná své podnikání nejlépe. Je také v nejlepší pozici na to, aby posoudilo budoucnost společnosti a hodnotu podílu ve společnosti. Firmy, které vykupují vlastní akcie v současném klimatu útlého ekonomického růstu, takto vysílají investorům důležitý signál.

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 generická 1 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.

Sektor sklouzl do pozice levného a defenzivního sektoru. Rozpočty výzkumu a vývoje jsou využívány racionálněji a náklady na marketing podléhají škrtnům. 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.

Je to sektor s vysokými a stabilními finančními toky, který usiluje o výplatu dividend akcionářům. Prognózovaný růst výnosů je však velmi nízký a zároveň pravděpodobnost poklesu je také malá. V roce 2013 bude otázka patentové ochrany méně významná, na řadu přijdou opět nové produkty a začnou 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.

**V USA i v Evropě
je pro rok 2013
předpovídán růst
zisků o 9 %.**



Zaměření – globální trendy

Významné globální trendy, jako jsou růst populace a globalizace, „pracují“ ve prospěch rozvíjejících trhů. Hospodářské základy rozvíjejících trhů jsou zdravé, je a bude dostatek pracovní síly, 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 trzích zpomaluje, je možné se vyhnout tvrdému dopadu. Podnikatelská důvěra v zemích BRIC opět stoupá. V protikladu naopak klesá aktivita ve vyspělém světě. Burzy na rozvíjejících trzích v posledních dvou letech zaostávají za všeobecným globálním indexem. V důsledku toho jsou nyní velmi levné a poměr ceny k výnosům je menší než 10. A není nízký pouze v historickém kontextu, je také o 15 % levnější než všeobecný globální index.

⁴ Buyback znamená zpětný odkup akcií v oběhu za účelem redukce počtu akcií existujících na (veřejném) trhu. Společnosti provádějí buyback zejména z důvodu neexistence lepšího využití pro svou volnou hotovost a znamená, že management považuje investici do akcií vlastní firmy za efektivnější (s ohledem na riziko) než jakýkoli jiný investiční projekt. Buyback je alternativou k výplatě dividend.

⁵ Generická alternativa léku – označuje nově vyráběné léčivo, jež využívá postupy, které byly před tím 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 (do kalkulace ceny se nepromítají větší vysoké náklady na výzkum a vývoj léku). Farmaceutické firmy se dělí na ty, jež se specializují na výzkum, výrobu a prodej nových léčiv, a na ty, jež podnikají výrobou generik.

U rozvíjejících se zemí pozorujeme posun v dynamice růstu od exportu a růstu poháněného investicemi k růstu orientovanému na domácí spotřebitele. Důležitým faktorem v těchto zemích je 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 – firemní dluhopisy

Ty 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. 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 dluhopisového portfolia.

Zaměření – konvertibilní dluhopisy⁶

Konvertibilní dluhopisy kombinují pozici u firemních dluhopisů a akcií. Přijmete-li nižší kupon, máte možnost, ač ne povinnost, dluhopis později směnít na akcie. Tyto dluhopisy tak lze srovnávat s akciovým fondem s ochranou kapitálu.

Zaměření – dluhopisy s vysokým výnosem v cizích měnách

Kromě korporátních dluhopisů zůstávají dluhopisy s vysokým výnosem v cizích měnách nezbytné k diverzifikaci dluhopisového portfolia. Pokud jde o hodnotu cenných papírů, je toto téma zajímavé zvláště ve srovnání s vládními dluhopisy ze Západu. Zájem o dluhopisy Německa a USA je nyní extrémně nízký. Dluhopisy rozvíjejících se trhů v místních měnách, na druhé straně, nabízejí průměrný výnos nad 3,5 %. Do vysoce výnosných dluhopisových fondů volíme velmi široké rozložení v Latinské Americe, ve střední Evropě, Asii a skandinávské dluhopisy. Kromě vyššího výnosu mohou investoři také těžit z možného zpevnění měny vůči euru. Nejdůležitější rizikové faktory pro rozvíjející se trhy jsou celosvětová recese a politická nestabilita v regionech. Politická rizika zůstávají nadále těžko předvídatelná, což je důvod, proč je účinná diverzifikace mezi různými měnami důležitá.

Zaměření – vodní průmysl

Nedostatek pitné vody je samozřejmě jedním z velkých problémů tohoto století. Ujistěte se, že rostoucí světová populace má dostatek pitné vody a jídla a tak podporuje hospodářský růst jak v rozvinutých, tak v rozvojových zemích, vyžaduje obrovské investice – nyní i v následujících desetiletích. Nicméně investice v Severní

Americe a Velké Británii se zpomalily, jako kdyby se infrastruktura potřebovala vyměnit pouze jednou za 150 let. Rychlá industrializace v rozvíjejících se ekonomikách často šla na úkor životního prostředí. Potřeba pro čištění vody se zde proto prudce zvýšila. Společnosti, podnikající v často regulovaném odvětví vodního hospodářství, mají trochu jiný byznys model než společnosti vystavené plné konkurenci. Jejich výhodou bývá stabilní marže, která je zajištěna právě regulací na základě uznaných nákladů výroby.

4 TYPY AKTIV

Hotovost

Bezpečí bez výnosu

Výnosy budou nadále nízké (rozhodně pod úroveň 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 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, 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.

⁶⁾ Konvertibilní dluhopis se od klasického korporátního dluhopisu odlišuje tím, že investor spolu s výplatou kuponu získává také právo směnít dluhopis za akcie dané společnosti v předem stanoveném poměru. To je možné díky zabudované opci, jejíž cena má pak vliv na výši kuponu, který je tak zpravidla nižší než v případě korporátních dluhopisů. Pro konzervativní investory, kteří stále chtějí mít možnost dosažení zajímavého zhodnocení v případě růstu akcií společnosti, je však tento dluhopis velmi atraktivní variantou.

České státní dluhopisy

Listopad byl pro dluhopisové investice poměrně příznivým měsícem. Výnos desetiletého německého státního dluhopisu mírně poklesl o 0,07 % (cena mírně vzrostla) a obdobný vývoj se odehrával také u ostatních států jádra eurozóny. Očekávanou událostí na českém dluhopisovém trhu bylo zasedání bankovní rady ČNB 1. listopadu, kde došlo po měsíci k dalšímu snížení 2týdenní repo sazby na historicky nízkou úroveň 0,05 % ročně, přičemž hlasování skončilo opět poměrem 5:2. Důvodem pro toto snížení je absence finančních tlaků v ekonomice a její celková slabá výkonnost. Dluhopisy na snížení repo sazby reagovaly dalším poklesem výnosů (růstem cen), jež se tak dostaly až na nová historická minima. Ve druhé polovině měsíce pak došlo ke korekci a výnosy mírně vzrostly (ceny poklesly). V celkovém měsíčním vyjádření výnosy českých státních dluhopisů poklesly po celé délce výnosové křivky velmi rovnoměrně o přibližně 0,2 %. Primární aukce CZGB 3,4/2015 proběhla s rekordně nízkým výnosem do splatnosti 0,29 % ročně. Nový rekord byl dosažen také u primární aukce s delší dobou splatnosti CZGB 3,85/2021, kde byl minimální upsaný výnos na úrovni 1,89 % ročně.

Akcie

Nízké ocenění proti 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 obavy z negativního dopadu recese v Evropě na zbytek světa, obavy 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 překlénout. 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 12,9 (S&P 500) a 10,9 (MSCI Europe) se pohybuje mezi 20 a 35 % pod dlouhodobým průměrem. Dividendový výnos (4,0 % 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 nepředpovídáme 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.

**Jediným
prostředkem,
jak se vyhnout
ztrátě kupní síly
nebo jak dosáhnout
návrtnosti kapitálu,
je investování.**

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 1 600 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 k 5. 12. 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 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

		12/2012	03/2013	06/2013	12/2013
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	0,20	0,40	0,65	0,75
	5Y sazba	0,77	1,00	1,65	2,05
	10Y sazba	2,00	2,05	2,35	2,75
	USD/CZK	19,38	19,60	20,00	20,25
	EUR/CZK	25,20	24,50	24,40	24,30
EUR	Základní sazba	0,75	0,50	0,50	0,50
	2Y sazba	-0,04	0,00	0,20	0,30
	5Y sazba	0,30	0,45	1,05	1,70
	10Y sazba	1,30	1,35	1,75	2,25
USD	Základní sazba	0,25	0,25	0,25	0,25
	2Y sazba	0,23	0,30	0,50	0,70
	5Y sazba	0,60	0,85	1,50	1,80
	10Y sazba	1,57	1,75	2,25	2,50
	USD/EUR	1,30	1,25	1,22	1,20

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	+0,7	+1,9	+3,3	+2,4
EMU	+1,4	-0,5	+0,1	+2,7	+2,5	+1,9
USA	+1,8	+2,2	+2,0	+3,2	+2,1	+2,0

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg