



1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

	Období	Údaj	Posl. změna
Inflace	11/2012	2,70 %	-0,70 %
HDP	3Q/2012	-1,50 %	-0,30 %
Nezaměstnanost	11/2012	8,70 %	0,20 %
Základní sazba ČNB	12/2012	0,05 %	0,00 %

Výhled do roku 2013

Navzdory všem obavám a nejistotě ohledně hospodářského růstu a veřejných financí byl rok 2012 pro investory rokem dobrým. Vhodně diverzifikované **akciové portfolio** během minulého roku přineslo výnos cca 12 % díky vyšším cenám a dividendám. Český **státní dluhopis** se splatností deset let vynesl téměř 20 %. **Peněžní trh** a **krátkodobé vklady** přinesly maximálně kolem 2 %.

S tímto konstatováním můžeme rok 2012 opustit a pojdme se raději podívat na to, co může přinést rok 2013, neboť investování je hlavně o pohledu do budoucna.

Krize eura

Rok 2012 nepřinesl odchod Řecka z eurozóny ani konec eura, avšak velké problémy k řešení zůstávají i nadále. Evropský fiskální pakt je navržen tak, aby zaručoval rozpočtovou disciplínu v zemích eurozóny. V plánu je celoevropský bankovní dohled ze strany Evropské centrální banky a trvalý Evropský mechanismus stability (ESM¹) je určen k poskytování finanční pomoci členským státům. V roce 2013 musí Evropa ještě tyto aspekty rozpracovat do konkrétních podmínek.

V centru pozornosti zůstává Španělsko, ale tato země je příliš hrdá na to, aby se dostala pod evropskou nucenou správu. Výsledkem je paradoxní situace: dokud trh důvěřuje politice ECB, zůstávají španělské úrokové sazby nízké, Španělsko necítí žádný tlak a potřebu požádat o pomoc a ECB následně nemůže začít konat.

Veřejné finance

Po třech letech reorganizace a omezování výdajů jsou veřejné finance v eurozóně jako celku v lepším stavu než ve Velké Británii, USA či Japonsku. Země eurozóny však budou muset v roce 2013 realizovat stejné rozpočtové kroky jako v loňském roce. Tyto kroky budou muset být provedeny ve stejném rozsahu a stejnými zeměmi.

V USA přinese rok 2013 významné změny. Ačkoli byl v hodině dvanácté přijat kompromis ohledně fiskálního útesu², proces bude nutně pokračovat, neboť opatření budou muset být širší a razantnější. Demokraté a republikáni mají do konce února čas na to, aby dosáhli kompromisu ohledně dlouhodobého programu úspor a reform. Tato opatření budou mít určité dopady na ekonomiku, ale není dosud jasné, jakou budou mít váhu či na jak dlouhou dobu bude jejich realizace rozložena.

Dluhová krize

Finanční krize, která je doprovázena krizí na trhu nemovitostí nebo která je krizí na trhu nemovitostí vyvolána, obvykle trvá přibližně pět až šest let. Nastal tudíž čas ke změně trendu. Zdá se, že v USA se úvěrová politika bank již dostala do normálu. V Evropě jsou však i nadále uplatňovány přísné úvěrové standardy.

¹ 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).

² Fiskální útes vyjadřuje situaci, kdy je nutné najít rovnováhu mezi dvěma protichůdnými potřebami – mezi zachováním růstu ekonomiky a zároveň nezvyšováním deficitu veřejných financí.

Americké domácnosti již významně snížily úroveň svého zadlužení a těží z oživení na trhu s bydlením. V EMU budou muset vlády v příštím roce zachovat i nadále své úsporné programy. V letech 2014 a 2015 budou výdajové škrty nezbytné pouze v polovičním rozsahu. Spojené státy ozdravení veřejných financí ve skutečnosti teprve čeká.

Politické prostředí

V roce 2013 se bude konat jen málo voleb. Podstatné budou parlamentní volby v Německu, které se budou konat na přelomu září a října. A pak možná italské parlamentní volby v únoru a březnu budou mít dopady přesahující národní hranice. Zdá se, že dojde ke změně vlády, bohužel však nebude zavedena žádná politika zajišťující rychlejší či přísnější reformy. Bude zajímavé sledovat, jaká bude reakce finančních trhů. V jiných zemích se budou volby konat až za hodně dlouhou dobu: ve Velké Británii nejpozději v květnu 2015 a ve Španělsku v prosinci 2015, zatímco Američané jdou k volebním urnám v listopadu 2016 a Francouzi až v roce 2017. Očekáváme, že světoví lídři v roce 2013 prokážou větší rozhodnost než v roce 2012.

Měnová politika

Hlavní starostí centrálních bankéřů bude udržení hospodářského oživení v USA a boj proti recesi v Evropě. Ani v roce 2013 nebude problém představovat inflace, takže se centrální banky budou moci soustředit výhradně na růst. Mají k tomu více než dostatek zdrojů: pokud se dá někde hovořit o bezedných studnách, pak jsou to právě trezory centrálních bank.

Hospodářské oživení

V roce 2012 světová ekonomika vzrostla o 2–2,5 %. To je však výrazně pod trendovým růstem ve výši 3–3,5 %. Tento údaj rovněž zakrývá rostoucí cyklické rozdíly mezi jednotlivými zeměmi a regiony. Rizika nového propadu sice nebyla eliminována, přesto počítáme s mírně vyšším růstem než v roce 2012. Recese v eurozóně by mohla trvat až do poloviny roku 2013. Do té doby bude valná část reformy dokončena a bude opět vytvořen prostor pro mírný nárůst domácí poptávky.

Rozvíjející se trhy / Čína

Již tradičně jsou na začátku roku příznačná varování o krachu v Číně. Je dost dobře možné, že se jedná o pozůstatek myšlení z minulého století, kdy každé desetiletí na rozvíjejících se trzích došlo ke krizi. Příběh o silném čínském růstu i nadále vzbuzuje úžas a zároveň i nedůvěru. Nicméně dnešní svět není stejný jako před deseti lety. Hospodářský rozvoj je financován interně a nikoliv kolísavým a v některých případech spekulativním zahraničním kapitálem. To vytvořilo solidní základy a zabraňuje vzniku významných makroekonomických nerovnováh. Čína již není pro Západ pouhou továrnou, ale stále více i důležitým spotřebitelským trhem.

Inflace

Inflace v roce 2012 nepředstavovala téměř žádný problém a není pravděpodobné, že by tomu v roce 2013 bylo jinak. Pokud neočekávaně anebo výrazně nevzrostou ceny komodit, inflace by se mohla během roku 2013 i snížit.

Úrokové sazby

Hotovost nabízí jistotu (prakticky) nulového výnosu. Centrální banky budou v roce 2013 i nadále uplatňovat politiku nízkých úrokových sazeb, což bude držet nízkou i výnosy z dluhopisů. Prudký nárůst úrokových sazeb se v této fázi zdá vysoce nepravděpodobný.

Úrokové rozdíly mezi jednotlivými zeměmi eurozóny by mohly i nadále silně kolísat, poněvadž EMU má před sebou ještě řadu obtížných problémů k řešení. Avšak během všech těchto krizí se EMU reformuje a s tím, jak trh začíná tuto skutečnost zohledňovat, úrokové sazby by se mohly dále sbližovat. To by znamenalo poněkud vyšší německou sazbu (referenční sazba v EMU) a poněkud nižší španělskou či italskou sazbu.

Alternativy eura

Jsmo přesvědčeni, že rozpočtové problémy v USA budou vyřešeny rychleji než problémy v EMU. Ve Spojených státech musí být dosaženo konsenzu mezi dvěma stranami, zatímco v EMU se konzultací účastní 17 členských států, centrální banka, komise a řada ústavních soudů. Z toho mohou těžit podhodnocené měny, jako jsou americký dolar a norská či švédská koruna.

Firemní zisky

Na začátku nového kalendářního roku analytici obecně očekávají nárůst zisků na úrovni 11–13 %. Podle prognóz by v roce 2013 měly zisky vzrůst v průměru pouze o 9,5 %. To je realizovatelné u amerických společností, ale pokud jde o dosažení podobných zisků u evropských firem, jsme méně optimističtí.

Ocenění

To, co platilo v letech 2009, 2010 a 2011, platí ještě více ke konci roku 2012: akcie jsou mimořádně levné a dluhopisy přehnaně drahé. Tento rozdíl v ocenění vede k některým zvláštním vztahům.

- Zdá se například, že nikoho již nepřekvapují záporné úrokové sazby. Během uplynulého roku byli někteří investoři připraveni zaplatit cenu za absolutní jistotu.
- Firmy si mohou půjčovat levněji než banky (emitovat dluhopisy s nižším kupónem). Poskytovatelé úvěrů tedy platí za získání finančních prostředků více než jejich klienti. Tento fakt je zřetelný především v USA.
- Dividendový výnos z akcií je nejen vyšší než bezriziková úroková sazba, ale je i vyšší než úrok, který firma musí platit majiteli dluhopisu.

Zdá se, že korekce je nevyhnutelná. V určitém okamžiku – možná v roce 2013 – přijdou investiční toky, které tento rozdíl sníží. Bude se pravděpodobně jednat o kombinaci korekce cen levných položek (akcií) směrem vzhůru a korekce cen drahých položek směrem dolů (tj. nárůstu úrokových sazeb).

Skončil rok 2012 a můžeme si dovolit trochu bilancovat. Prvním a zcela nepopíratelným faktem je, že byl rokem pro investory úspěšným, a to bez ohledu na to, zdali měli v portfoliích více dluhopisů, nebo akcií. Dokonce lze konstatovat, že odvážnější byli odměněni. Mezi nejvýnosnější akciové investice patřily banky (z hlediska odvětvového) nebo některé rozvíjející se ekonomiky v čele s Tureckem (z hlediska teritoriálního). U dluhopisů byly výnosné dluhopisy s delší splatností (lépe řečeno durací) a ty, které v sobě obsahovaly více kreditního rizika. Reálně prodávali pouze ti neopatrnější, kteří drželi své úspory v hotovosti.

Jak se tento zpětný pohled liší od pohledu na počátku roku 2012? Jen málokdo čekal, že by výborného výsledku mohly dosáhnout obě hlavní kategorie aktiv. A přece k tomu došlo. Jak je to možné? Stačí se podívat na hlavní trendy minulého roku. Tím prvním byl beze sporu tlak centrálních bank i dalších autorit s vlivem na měnovou politiku, aby úroky šly ještě níže a dále tak podpořily skomírající hospodářství a zaměstnanost. Na druhou stranu, během roku někdy plíživěji, někdy razantněji rizika armagedonů a jiných černých scénářů postupně pomíjela. Odcházení katastrofických vizí přece jen dodalo trochu kuráže jak spotřebitelům, tak šéfům firem, aby trochu více jednali a zvedli se z koutku, ve kterém dosud ustrašeně seděli.

Co nám rok 2012 napovídá pro rok 2013? Zcela jistě nezmizí nervozita, zcela jistě se nezvedne vlna optimismu. Ale trend, který byl v roce 2012 započat, by měl pokračovat. Možná bude rok 2013 velmi podobný tomu minulému, ale budeme se mnohem více přibližovat normalizaci ekonomických podmínek. Pokud vše dobře půjde, hlasy volající po ukončení nestandardních opatření typu kvantitativního uvolňování budou slíct. A s nimi budou slábnout argumenty držitelů dluhopisů a zlatých cihel.

Aleš Prandstetter, investiční stratég ČSOB Asset Management

2

NÁŠ POHLED NA PORTFOLIA

Akcie nemají konkurenci

Investice do nástrojů peněžního trhu nenese téměř nic a vládní dluhopisy nabízejí velmi skromnou běžnou návratnost, která je ohrožena kapitálovými ztrátami i při tom nejmenším zvýšení úrokových sazeb. Jedinou možností, jak dosáhnout výnosu z aktiv, je investovat.

Každý, kdo chce zhodnotit svůj majetek, bude investovat do akcií.

- Ceny akcií nemusí vzrůst o mnoho, aby akcie přinesly vyšší výnos než jiné druhy aktiv.
- Pouhý dividendový výnos z akcií často převyší výnos z investic do dluhopisů nebo hotovosti.

- Akcie jsou levné. Za průměrnou evropskou akcií v současnosti zaplatíte 11násobek očekávaného zisku za příštích 12 měsíců. Během posledních 20 let byl poměr mezi cenou akcie a ziskem na akci na úrovni 14,5.

Obavy z nové recese (která by měla tvrdý dopad na společnost) nebo ze zhroutení finančního systému kvůli problémům v eurozóně stále brání velkému množství investorů v tom, aby investovali do akcií. Není to vyloženě nesprávné uvažování. Považujeme averzi k riziku za přehnanou, nicméně investiční rizika jsou vyšší než obvykle.

Dluhopisové portfolio

Omezujeme váhu státních dluhopisů, co nejvíce je to možné. Nejen že jsou velmi drahé, ale jsou i vysoce zranitelné vůči jakémukoliv nárůstu úrokových sazeb. Vyšší výnos při stejném riziku lze získat na základě kombinace firemních dluhopisů a dluhopisů z rozvíjejících se trhů.

Firemní dluhopisy sice nabízejí již jen málo možností vydělat na zvýšení ceny, avšak nabízejí v současnosti vyšší běžný výnos než státní dluhopisy. Ještě lepší zhodnocení nabízejí tzv. dluhopisy s vysokým výnosem. Investoři mohou rovněž těžit z možného posílení měny vůči euru. Je důležité zajistit dobré rozložení mezi různé měny. Máme významnou pozici v amerických dolarech (viz zaměření na americký dolar).

Akciové portfolio

Preferujeme spíše americké akcie před evropskými. 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.

Dáváme si pozor na to, aby akciové portfolio mělo solidní základ v podobě akcií s vysokými dividendami. Tyto akcie nabízejí vysoký běžný výnos a jsou méně kolísavé. Akcie amerických firem uplatňujících politiku zpětného odkupu vlastních akcií jsou také obvykle defenzivní povahy.

Kromě toho klademe důraz na řadu růstových možností v dlouhodobém horizontu. Kromě jiného jsou zajímavé akcie technologických společností: analytici a investoři mají tendenci podceňovat obrovský růstový potenciál tohoto sektoru navzdory tomu, že jsou tyto akcie relativně levné.

Hlavním generátorem zvýšené volatility na trzích v uplynulém měsíci byla nejistota pramenící z probíhajících debat mezi republikány a demokraty, které se týkaly podoby a charakteru fiskálních stimulů. Případný neúspěch při hledání politického konsensu by prakticky znamenal vyšší zdánění většiny Američanů, což by zprostředkovaně vyústilo v pokles spotřebitelské poptávky a propad Spojených států do recese. Částečnou oporu nalézaly akciové trhy v dílčích stimulačních opatřeních z řad některých evropských zemí. Konkrétně polská centrální banka snížila svou klíčovou sazbu poté, co tamní ekonomika překvapila nižším růstem, než bylo všeobecně očekáváno. V Maďarsku naproti tomu stály za prosincovým snížením sazeb převážně nižší míra inflace

a relativně stabilní měnový kurz. Ten je již tradičně, vedle standardních rizik (inflace, hospodářský růst), centrální bankou velmi obezřetně sledován, neboť stále poměrně významná část privátních půjček v zemi je denominována v cizí měně. Jakékoliv výraznější oslabení tamní měny pak dluhy prodražuje a oslabuje platební disciplínu.

Akciová složka portfolií byla s ohledem na nezanedbatelné politické riziko na americkém trhu, které v sobě skrývalo poměrně silný „výbušný“ potenciál, ponechána na neutrální úrovni.

Také dluhopisová složka portfolií byla s ohledem na nejednoznačnost rizik ponechána důračně neutrální. Rizika pozvolného růstu výnosů navíc vnímáme, ve srovnání s jejich případným dalším poklesem, jako pravděpodobnější. Domácí dluhopisový trh prakticky vyčerpal možnosti dalších zisků pramenících z výraznějšího poklesu sazeb (aktuálně je klíčová sazba de facto na nule). Měnověpolitické stimuly tak mohou probíhat skrze oslabení měnového kurzu, případně méně standardní nástroje, u kterých již ale nemusí být vazba na tržní sazby tak těsná (vyjma aktivního vstupu centrální banky na sekundární dluhopisový trh). Většina investic tak byla směřována do podnikových dluhopisů bonitních emitentů středních splatností, jejichž výnosy v sobě nadále odrážejí relativně zajímavé rizikové prémie a tím i prostor pro dodatečné zisky.

Jan Bureš, portfolio manažer ČSOB Asset Management

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

Pro měsíc leden nastavujeme akciovou expozici v portfoliích na neutrální úroveň. Hlavní riziko pro akciové trhy, kterým byl na přelomu roku „fiskální útes“, se podařilo pro tentokrát zažehnat, nicméně makroekonomický výhled na rok 2013 zůstává nejasný. Přece jen více optimismu než Evropa poskytuje v tomto směru USA. V prosinci zveřejněná data potvrdila příznivý vývoj na trhu práce a k mírnému zlepšení došlo také na trhu nemovitostí. V tomto měsíci došlo také k růstu průmyslové výroby. Výhled pro rok 2013 je ovšem zastíněn slabšími hodnotami podnikatelské důvěry. Vývoj v Evropě v minulém měsíci nedoznal výrazných změn a pokračuje zde zpomalení ekonomické aktivity. V Německu došlo k poklesu průmyslové výroby, avšak k nárůstu nových průmyslových objednávek. Příjemným překvapením bylo v prosinci zlepšení podnikatelské důvěry, a to zejména zlepšení výhledu do budoucna. Z makroekonomického hlediska se toho tedy od minulého měsíce mnoho nezměnilo a rovněž vývoj cen na akciových trzích byl poměrně poklidný, když americké akcie (S&P 500) stagnovaly a evropské akcie (DJ Eurostoxx 50) si připsaly mírný zisk. 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 leden nastaven na neutrální hodnotě. Prosinec byl pro evropské dluhopisy opět poměrně příznivým měsícem. Zklidnění situace okolo dluhopisové krize se projevilo především dalším poklesem výnosů (růstem cen) periferních zemí eurozóny. K mírnému poklesu výnosů (růstu cen) došlo také u německých státních dluhopisů. Obdobný vývoj jako v Německu se při nízké obchodní aktivitě udál také u českých státních dluhopisů. Po podzimním snižování oficiální úrokové sazby ČNB nepřišla v prosinci žádná překvapivá makroekonomická data, snad jen s výjimkou o něco nižší inflace, což bylo pro dluhopisy příznivé. 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 neutrální hodnotě.

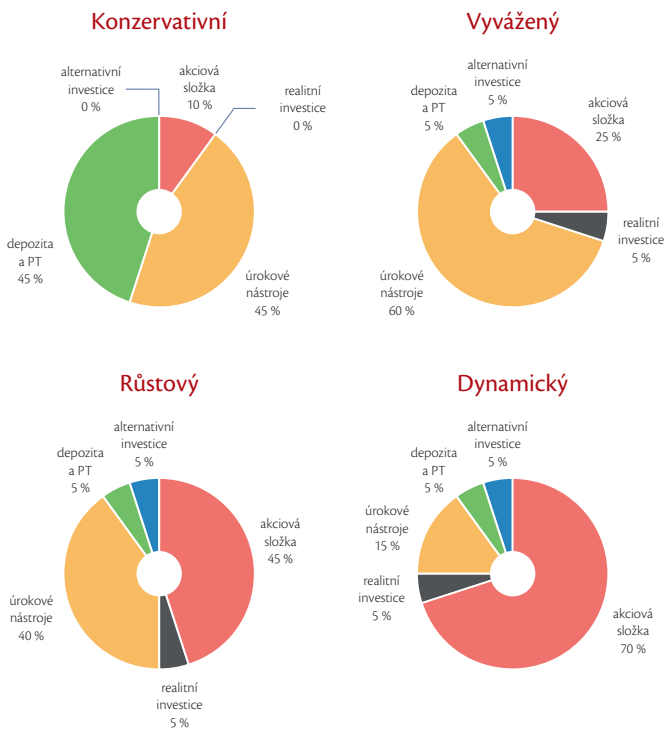
Martin Horák, portfolio manažer ČSOB Asset Management

Pro institucionální klienty bývá typický důraz na vysokou likviditu, bezpečnost a obvykle i relativně krátký investiční horizont. Proto je pro ně směřodatný 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.



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



3 PREFEROVANÁ TÉMATA

Zaměření – technologie

Analytici a investoři mají tendenci podceňovat 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. Přesto zůstávají prognózy zisku velmi konzervativní.
- Poměr ceny k výnosu ve výši 11,9 je pod hodnotou tohoto ukazatele pro širší trh USA (12,6). 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 (buyback³) vlastních akcií v USA

Volíme (americké) společnosti, které vykupují vlastní akcie. To je v souladu s naší preferencí „hodnoty“ nad „růstem“ a USA nad Evropou. Je to také 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.
- 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 sou-

časném klimatu slabého 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. Vliv ale má i „Obamacare“ – reforma zdravotnictví, která rozšířila počet pojištěných. Na druhou stranu je možné očekávat určité škrty v rámci šetření amerického rozpočtu. To vše ale není nic nového a sektor měl čas vyvinout si obranu. Sektor sklouzl do pozice 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 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 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 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.

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.

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,

³⁾ 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.

kteří na tento vývoj reagují, jde o zdaleka nejdůležitější zdroj růstu obrátu. A ziskové marže jsou velmi často mnohem vyšší než na domácích trzích.

Zásadní trend se pak týká surovin – ve střednědobém horizontu povede hospodářský růst k jejich nedostatku. Do popředí se pak dostanou technologie, dbající na efektivní využití vzácných zdrojů. Důraz na nové technologie bude umocněn uplatněním v sektorech, jako je zdravotnictví.

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 dluhopisy⁴

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 ochrannou kapitálou. My však preferujeme spíše posledně uvedenou kategorii.

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 rozvinutých zemí. 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. Ujistění se, že rostoucí světová populace má dostatek pitné vody a jídla a 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 dojde k mírnému nebo 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 % 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

Centrální banky budou v roce 2013 i nadále uplatňovat politiku nízkých úrokových sazeb, což bude držet nízko i výnosy z dluhopisů. Prudký nárůst úrokových sazeb se v této fázi zdá vysoce nepravděpodobný.

⁴ Konvertibilní dluhopis se od klasického korporátního dluhopisu odlišuje tím, že investor spolu s výplatou kuponu získává také právo směnit 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.

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 Evropu (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.

České státní dluhopisy

Prosinec byl pro dluhopisové investice dalším 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. České státní dluhopisy si vedly ještě o něco lépe, když výnos desetiletého dluhopisu poklesl o 0,13 % (cena vzrostla). Na krátkém konci výnosové křivky zůstaly v prosinci výnosy stabilní a výnosy střednědobých státních dluhopisů poklesly přibližně o 0,10 %. Příčinou dobré prosincové výkonnosti byl zejména obdobný vývoj v celé Evropě a také pokles meziroční inflace spotřebitelských cen na 2,7 % (-0,2 % meziměsíčně). Obchodní aktivita byla však v prosinci velmi nízká a navíc nebyla na programu ani žádná primární aukce státních dluhopisů. Emisní aktivita na poli státních dluhopisů v letošním roce by měla být poměrně umírněná vzhledem k předfinancování části potřeby Ministerstva financí v minulém roce. Ze strany nabídky tedy nehrozí tlak na ceny českých státních dluhopisů.

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 příliš nepolevují. Šíří se obavy z negativního dopadu recese v Evropě na zbytek světa, obavy z trvale vysokých cen ropy a potravin a neuspokojivého růstu pracovního trhu v USA. Na druhou stranu panuje optimismus ohledně uspokojivého řešení situace amerického rozpočtu. 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.

Nejistota však zůstává velká a nadále tlačí na ceny. Skutečnost, že v mezidobí zisky firem vzrostly, není dostatečně uznávána. Použijeme-li jakékoli standardy, jsou akcie k dispozici za výhodné ceny. Ukazatel ceny k výnosům ve výši 13,4 (S&P 500) a 11,3 (MSCI Eu-

rope) se pohybuje mezi 10 a 20 % pod dlouhodobým průměrem. Dividendový výnos (3,9 % 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 širouce 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 nezažívá jakkoliv výrazné nadhodnocení nemovitostí, nicméně stále, zejména v Evropě, existuje. Je tedy pravděpodobné, že někde dojde k poklesům, což znamená, že stávající diskonty vůči účetní hodnotě majetku, které sektor poskytuje, jsou spíše iluzí než ekonomickou realitou. Sektor poskytuje tradiční výhodu dividendového výnosu. To však již není jeho zvláště silná stránka, protože mnoho firem působících v jiných sektorech dělá totéž.

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 3. 1. 2013). 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

		01/2013	04/2013	07/2013	01/2014
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	0,10	0,40	0,65	0,75
	5Y sazba	0,70	1,00	1,65	2,05
	10Y sazba	1,90	2,05	2,35	2,75
	USD/CZK	19,61	19,76	20,16	20,33
	EUR/CZK	25,50	24,70	24,60	24,40
EUR	Základní sazba	0,75	0,50	0,50	0,50
	2Y sazba	0,06	0,05	0,20	0,30
	5Y sazba	0,50	0,50	1,05	1,70
	10Y sazba	1,51	1,50	1,75	2,25
USD	Základní sazba	0,25	0,25	0,25	0,25
	2Y sazba	0,26	0,30	0,50	0,70
	5Y sazba	0,80	0,85	1,50	1,80
	10Y sazba	1,89	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	+1,9	-0,9	+0,7	+1,9	+3,3	+2,3
EMU	+1,4	-0,4	-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