

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

	Období	Údaj	Posl. změna
Inflace	12/2012	2,40 %	-0,30 %
HDP	3Q/2012	-1,30 %	-0,30 %
Nezaměstnanost	12/2012	9,40 %	0,70 %
Základní sazba ČNB	01/2013	0,05 %	0,00 %

Západ drží dietu

Evropa v roce 2013 bude držet stejně přísnou dietu jako v předchozích dvou letech. Řekové, Portugalci a Španělé budou opět muset přinést největší oběti, ale v roce 2013 budou muset rázně omezit utrácení i Britové a rozhodně také Francouzi. Eurozóna potřebuje uspořit 1,1 % celkového HDP.

Koncem roku 2012 se USA vyhnuly pádu do rozpočtové propasti na poslední chvíli. V průběhu nadcházejících měsíců bude nutné, aby demokraté a republikáni přišli s velmi ráznými omezeními výdajů. Americká ekonomika rozhodně pocítí úsporná opatření ve výši 1,8 % HDP – tyto snahy budou rozsáhlejší než v roce 2012 a také obtížnější než v eurozóně.

Víra v růst

Rok 2013 bude pro Západ pravděpodobně rokem nejrozsáhlejších úspor v oblasti výdajů za poslední dvě desetiletí. Ačkoli hospodářství tyto úspory určitě pocítí, růstu to nezabrání. Existuje mnoho kompenzujících faktorů, včetně očekávaného dalšího ochlazení inflace, politiky levných peněz ze strany centrálních bank, spotřebitelů na rozvíjejících se trzích i možného zotavení amerických firemních investic.

- Poslední ukazatele v USA naznačují, že navzdory těsnějším fiskálním omezením by mohla ekonomika i nadále skromným tempem růst.

Očekáváme růst HDP o cca 2 % v roce 2013 – stejně jako v předchozím roce.

- Po těžké první polovině roku je možné, že i Evropa začne vykazovat lepší růstové statistiky od poloviny roku 2013. Celkově očekáváme víceméně nulový růst. To je lepší než v roce 2012, ale absence růstu znamená, že úsporná opatření se dostatečně nepromítají do zlepšených rozpočtových ukazatelů. Toto snižuje politickou vůli k dalším škrtům.
- Loni výrazně zpomalil růst v Asii, poslední ukazatele důvěry však demonstrují, že tvůrci politik dokázali zarazit pokles. Tamní hospodářská obloha už se začíná vyjasňovat.

Evropské reformy mizí

Mario Draghi, prezident Evropské centrální banky, v srpnu 2012 prohlásil, že ECB udělá vše, co je v její moci, aby zachránila euro, které označil za „nevratné“. Od té doby se krize eura zklidnila. Úvěrová rozpětí mezi různými zeměmi, kde euro platí – užitečný to ukazatel krize eura – jsou nyní v průměru nižší než před rokem. To je dobrá zpráva, ale zároveň to bohužel znamená, že tvůrci evropských politik už nemají pocit naléhavosti. Nezbytné reformy se od evropského summitu konaného 28. června 2012 zastavily. Bez tlaku finančních trhů politici zjevně nejednají.

Averze k riziku klesá, ale stále je vysoká

Navzdory poměrně klidné situaci na dluhopisových trzích a rostoucím cenám akcií v posledních týdnech se mnoho institucionálních i soukromých investorů i nadále zdráhá přijímat přílišné riziko. To vyústilo ve značný rozdíl mezi oceněním akcií a rizikovějších aktiv a ostatních tříd aktiv. Tato averze k riziku samozřejmě není zcela nepodložená. Investiční rizika jsou v současnosti vyšší než normálně, zejména z důvodů:

- Nejistoty týkající se rozpočtové politiky USA, ačkoli toto riziko v průběhu posledního měsíce prudce kleslo.
- Nových vzplanutí krize eura. Toto riziko ve srovnání s dobou před měsícem stoupl.
- Růstu nezaměstnanosti v USA i jinde. Růst zaměstnanosti je i nadále důležitou podmínkou udržitelného zotavení. Riziko se v posledních týdnech v tomto ohledu nezměnilo.
- Ceny ropy. Zdá se, že riziko vyšších cen ropy se v posledních týdnech snížilo.

Situace začíná být napjatá. Nikoli z důvodu šíření recese či krize. Trhy začínají být v napětí s tím, jak portfolio manažeři, analytici i strategové horečně přemýšlejí, co bude tím nejvýnosnějším aktivem v roce 2013. A spolu s nimi přemýšlejí i drobní investoři, občané, prostě každý, kdo má jen trochu úspor a snaží se čelit neradostné realitě v podobě takřka nulových úroků na vkladech.

Akcie již prostě nějak dlouho rostou. V poslední fázi je to sice jen několik týdnů, přesto u mnohých raší pocit, že situace není zas tak růžová, jak by růst napovídal. Na druhou stranu dluhopisy začínají korigovat a záporné výnosy dluhopisových fondů od začátku roku nenechávají nikoho na pochybách, že se cosi začíná dít. A přestože se dít teprve začíná, již existuje termín, který by měl celý proces popisovat – a to „Velká rotace“ (Great Rotation).

V čem by tedy měla Velká rotace spočívat? Obecně ve výměně dluhopisů za jiné druhy aktiv. Ponejvíce za akcie, ale poptávka by mohla stoupnout i po nemovitostech. Investoři totiž přece jen nakonec uvěří v to, že držet aktiva s takřka nulovým výnosem není dobré ani jako obranná varianta proti ztrátám. Ke konci letošního roku by se totiž mohlo již častěji než nyní objevovat v novinách slovo inflace. Mluvíme však o USA, a ty bývají před Českou republikou o několik délek (rozuměj roků) napřed.

Nemyslíme si, že akciím vydrží po celý letošní rok tak nízká kolísavost, jaké dosahovaly v lednu. Trhy budou více rozkývané, zvláště pokud Velká rotace nabere dechu. Ale přestože akcie tak nějak dlouho rostou, neměly by letos být v poli poražených.

Aleš Prandstetter, investiční stratég ČSOB Asset Management

2 NÁŠ POHLED NA PORTFOLIA

Alternativy neexistují

Investice do hotovostních instrumentů nevytvoří návratnost ani v roce 2013. Vládní dluhopisy nabízejí nedostatečnou běžnou návratnost, u níž hrozí riziko, že i nejmenší zvýšení úrokových sazeb ji zcela vynuluje. Jedinou možností, jak dosáhnout skutečné návratnosti aktiv, jsou jiné než pevně úročené nástroje.

Investoři, kterým jde o návratnost, volí akcie.

- Ceny akcií nemusí příliš stoupnout, aby předešly výkon ostatních tříd aktiv.
- Samotný dividendový výnos z akcií často přesahuje návratnost investice do dluhopisů nebo hotovosti.

Akcie jsou levné. Například za průměrnou evropskou akcií v současnosti zaplatíte 11,6násobek očekávaného zisku za příštích 12 měsíců. Za posledních 20 let byl poměr ceny k výnosům přibližně na úrovni 14,5.

Akciové portfolio

Zajištění rizika poklesu je stále důležitým opatřením. Schémata, která nabízejí zajištění kapitálu nebo garantují výchozí úroveň, poskytují ceněnou ochranu proti poklesu.

Preferujeme **americké akcie** před jejich evropskými protějšky. Nejistota související s evropskou dluhovou krizí pravděpodobně potrvá déle než rozpočtové problémy USA. Americká ekonomika nabízí lepší růstové vyhlídky a i trendy výnosů vypadají u amerických podniků lépe než u evropských.

Zajišťujeme, aby mělo akciové portfolio zdravý základ ve formě **akcií s vysokými dividendami**. Tyto akcie nabízejí vysoký běžný výnos a jsou méně kolísavé. Akcie amerických firem s politikou zpětného odkupu vlastních akcií jsou také často defenzivního charakteru.

Navíc klademe důraz na řadu růstových možností v dlouhodobém horizontu. Mezi akcie, které jsou momentálně atraktivní, patří **akcie technologických společností**. Analytici i investoři často podceňují vysoký růstový potenciál tohoto sektoru navzdory tomu, že jsou tyto akcie relativně levné.

Portfolio dluhopisů

Co největší měrou omezujeme váhu státních dluhopisů. Nejen že téměř nic nepřináší, ale jsou i vysoce zranitelné vůči jakémukoli zvýšení úrokových sazeb. Vyššího výnosu při stejném riziku lze dosáhnout kombinací firemních dluhopisů a dluhopisů z rozvíjejících se trhů.

V uplynulém měsíci investoři přeskupovali své prostředky ve prospěch rizikovějších aktiv. Důsledkem byl růst akciových trhů, doprovázený současným růstem výnosů dluhopisových instrumentů (pokles cen).

Americký akciový index S&P 500 se v závěru měsíce dostal přes hranici 1 500 bodů a dosáhl tak pětiletých maxim. Příznivé je, že oživení akciových trhů šlo ruku v ruce s fundamentálními daty (oživení realitního trhu, příznivé hospodářské výsledky firem) a nebylo důsledkem ryze umělých (peněžních) stimulů. Naopak ECB pozvolna svou bilanci snižuje, což je jednoznačným důkazem klesajícího napětí uvnitř eurozóny (potřeba bank využívat levných zdrojů ECB klesá). Akciovou složku v portfoliích jsme tak vlivem výše uvedených faktorů mírně navýšovali.

Situace na dluhopisovém trhu se naproti tomu vyvíjela zcela opačným směrem. Výnosy na domácím dluhopisovém trhu v uplynulém měsíci vzrostly a kopírovaly tak beze zbytku dění na okolních trzích. Aukce domácích státních dluhopisů s tříletou a desetiletou splatností v druhé polovině měsíce nicméně potvrdily, že zájem institucionálních investorů o domácí dluhopisy dále trvá.

Duraci dluhopisové složky portfolií jsme nadále udržovali pod neutrální úroveň, převážně s ohledem na rizika růstu výnosů fixně úročených aktiv. Při výběru investic tak byly preferovány instrumenty kratších a středních splatností, stejně tak jako i dluhopisy s proměnlivými kupony, které jsou vůči růstu tržních sazeb rezistentní. Do odpovídajících portfolií byly v uplynulém měsíci pořízeny také i nové podnikové emise variabilně úročených korunových dluhopisů General Electric, Crédit Agricole a LeasPlan.

Jan Bureš, portfolio manažer ČSOB Asset Management

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

Pro měsíc únor nastavujeme akciovou expozici v portfoliích na mírně pozitivní úroveň. Začátek nového roku přinesl silný růst akciových trhů, který byl povzbuzen částečnou dohodou amerického Kongresu ohledně fiskálních opatření, čímž zákonodárci získali další čas pro vyjednávání v příštích týdnech. Stimulujícím faktorem byla také některá makroekonomická data, jež naznačují odraz ode dna v rámci globální ekonomiky, a také silný příliv peněz do akciových fondů ze strany drobných investorů, což je změna oproti statistice posledních let. Přes tento optimismus začínají institucionální investoři krátkodobě očekávat korekci či alespoň konsolidaci na trzích, jelikož mnoho akciových indexů posílilo o více než 10 % za poslední 2–3 měsíce.

Podíl dluhopisové složky je pro měsíc únor nastaven na velmi mírně negativní hodnotě. Leden byl pro evropské dluhopisy negativním měsícem, když výnosy dluhopisů zemí eurozóny rostly (ceny klesaly). Situace je způsobena výhledem na investice v novém roce a přáním, spíše než přesvědčením, začátku ekonomického oživení a s tím spojeného růstu firemních zisků. V zemích eurozóny nedošlo k žádnému výraznému vývoji, kreditní marže tak zůstávaly téměř bez změn. K mírnému růstu výnosů (poklesu cen) došlo rovněž u německých státních dluhopisů a právě vývoj v Německu může být, při nízké obchodní aktivitě, určující pro české státní dluhopisy. Po podzimním snižování oficiální úrokové sazby ČNB nepřišla v lednu žádná překvapivá makroekonomická data. 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, potažmo v Americe, kde se stále mohou objevit nové negativní zprávy. Duraci dluhopisových portfolií v krátkodobém horizontu držíme pod neutrální úroveň.

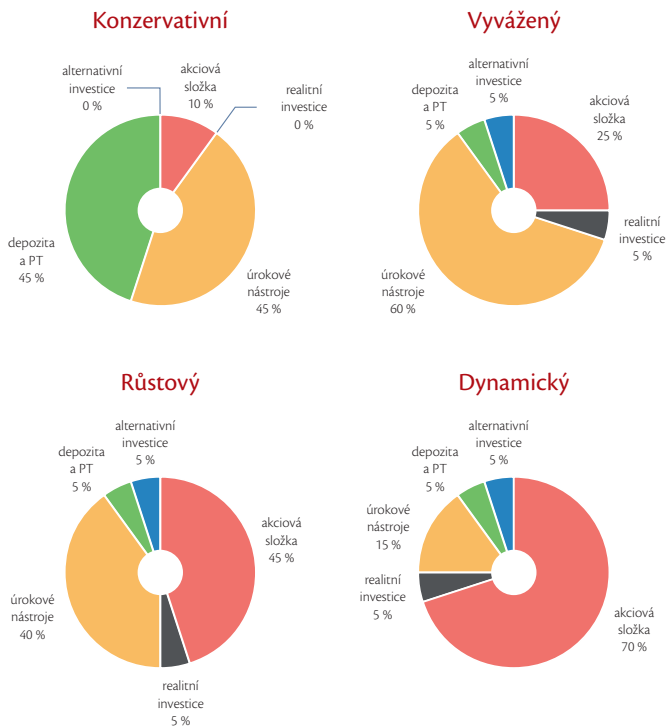
Podíl investic do nástrojů peněžního trhu je na neutrální hodnotě.

Jaroslav Škvor, 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.

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



3

PREFEROVANÁ TÉMATA

Zaměření – technologie

- Analytici a investoři podceňují růstový potenciál technologického sektoru. Tento sektor je v pozici, kdy může získávat výhody z neustálé produktové inovace, investic do výrobních kapacit a poptávky po rychlé modernizaci.
- Výsledky za třetí čtvrtletí roku 2012 opět překonaly očekávání. Předběžná data naznačují, že výsledky za čtvrté čtvrtletí budou rovněž lepší než průměr trhu. Indikace zatím vypadá následovně: výnosy o 7,5 % vyšší ve srovnání s +1,2 % na širším trhu USA. Přesto zůstávají prognózy zisku velmi konzervativní.
- Poměr ceny k výnosu ve výši 12,3 je pod hodnotou tohoto ukazatele pro širší trh USA (13,0). Z historického hlediska je v podstatě extrémně nízký, protože v posledních patnácti letech byl tento sektor v průměru o 38 % dražší. Sektor by se proto měl obchodovat s premií, nikoli s diskontem. Je tu spousta prostoru pro příjemná překvapení.

Zaměření – odkup (buyback¹⁾) vlastních akcií v USA

- Vybíráme (americké) společnosti, které zpětně odkupují vlastní akcie. Je to v souladu s naší preferencí „hodnoty“ nad „růstem“ a preferencí USA před Evropou. Rovněž to posiluje naši preferenci pro akcie s vysokými výnosy.

¹⁾ 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.

- V prostředí nízkých úrokových sazeb a atraktivních ocenění akcií volí cestu zpětného odkupu vlastních, levných akcií stále více společností.
- Manažeři jsou v nejlepší pozici, kdy mohou zhodnotit budoucnost společnosti a hodnotu její akcie. Společnosti, které v současném klimatu slabého hospodářského růstu zpětně odkupují vlastní akcie, tím vysílají důležitý signál směrem k investorům.

Zaměření – firemní dluhopisy

Firemní dluhopisy jsou na tom pořád dobře. Hlad po přijatelných běžných výnosech bez nutnosti přijímat zbytečně vysoké riziko stále existuje a zajišťuje, že poptávka po důvěryhodných firemních cenných papírech zůstane vysoká. Rozpětí sazeb mezi firemními a vládními dluhopisy je v současnosti v průměru 1,5 procentního bodu, což je víc než dost na kompenzaci případného úpadku. Je to tak proto, že firmy jsou i nadále velmi opatrné, co se týče nových investic, a to má pozitivní vliv na jejich finanční situaci. Na trhu dluhopisů očekáváme náladu, která firemní dluhopisy dále podpoří. Očekávaný omezený nárůst výnosů u státních dluhopisů bude mít na ceny firemních dluhopisů menší vliv, protože tento nárůst vyrovná opačný pohyb u rizikových marží. Naší preferencí jsou především firemní dluhopisy finančního sektoru. Ty nadále nabízejí o něco vyšší výnos a různé nové právní předpisy a regulace zajišťují neustálé zlepšování jejich likvidity a platební schopnosti.

Rok 2013 bude pro Západ pravděpodobně rokem nejrozsáhlejších úspor v oblasti výdajů za poslední dvě desetiletí.

Zaměření – konvertibilní dluhopisy²

Konvertibilní dluhopisy jsou firemní dluhopisy, u nichž se kombinuje nízký kupon s akciovou opcí: právo vyměnit dluhopis za akcii. V posledních měsících nejen že byl výkon akciových trhů velmi dobrý, i firemní dluhopisy na tom byly výborně. To znamená vysoký výkon na straně konvertibilních dluhopisů, pokud tedy nebereme v úvahu směnné kurzy. Silné euro – zejména ve vztahu k japonskému jenu a americkému dolaru – většinu těchto výnosů vynulovalo. Zajištěné instrumenty tedy dosahovaly významně lepších výkonů než nezajištěné. Ve srovnání s dluhopisy jsou akcie stále levné, takže dlouhodobé předpovědi jsou pozitivní. I výhledy konvertibilních dluhopisů jsou příznivé díky míře participace ve vztahu k růstu akciového trhu, která se momentálně pohybuje okolo 40 %. Výhledy firemních dluhopisů jsou stále dobré: očekáváme další zúžení rozpětí u vládních dluhopisů. Jelikož jsou konvertibilní dluhopisy daleko méně citlivé na pohyby úrokových měr, budou tyto dluhopisy v případě náhlé změny kurzů vystaveny menším nepříznivým účinkům.

Zaměření – dluhopisy s vysokým výnosem v cizích měnách

Spolu s firemními dluhopisy zůstávají dluhopisy s vysokým výnosem v cizích měnách nezbytnou formou diverzifikace dluhopisového portfolia. Ekonomické základy rozvíjejících se trhů jsou pevné, hladiny dluhu nižší než na Západě a i rozpočty jsou vyrovnanější. Obnova zdravých vládních financí není ve většině rozvíjejících se trhů na pořadu dne a daňové pobídky jsou tedy možné. Navzdory skutečnosti, že

hospodářský růst na těchto trzích zpomaluje, lze se vyhnout tvrdému dosednutí na zem. Mluvíme-li o zhodnocení, toto téma je pořád zajímavé kvůli vyšší úrovni výnosů, zejména ve srovnání se státními dluhopisy na Západě. Úroky u německých a amerických dluhopisů jsou v současnosti extrémně nízké. Dluhopisy zemí rozvíjejících se trhů v místní měně naproti tomu nabízejí atraktivní rizikovou prémii. Do vysoce výnosných dluhopisových fondů volíme velmi široké rozložení v latinskoamerických, středoevropských a asijských dluhopisech. Pro investory to znamená výhody nejen ve formě vyššího běžného výnosu, nýbrž i případného posilování dané měny vůči euru. Nejdůležitějšími rizikovými faktory jsou u rozvíjejících se trhů celosvětová recese a politická nestabilita v regionech. Politická rizika je těžké předvídat, a proto je důležitá efektivní diverzifikace mezi různé měny.

Zaměření – zdravotnictví a farmacie

V posledních deseti letech ztratil tento sektor pověst růstového odvětví. Navzdory obrovským rozpočtům na výzkum bylo na trh uvedeno jen několik nových produktů s vysokým potenciálem. Současně s tím končí patentová ochrana stávajících vysoce ziskových produktů. Nic z toho není novinka a sektor měl spoustu času přijmout obranná opatření. V důsledku klesajícího zhodnocení se sektor změnil z drahého růstového v levný defenzivní, částečně i proto, že manažeři kladou stále větší důraz na tvorbu hodnoty firmy. Rozpočty na výzkum a vývoj jsou využívány

racionálněji a dochází ke škrťům v marketingových výdajích. Aktivita, které netvoří součást základního podnikání a jsou v rozvaze podhodnoceny, se rozprodávají a výnosy inkasují. Takto získané prostředky jsou pak využívány k výplatě vyšších dividend a financování strategických akvizic.

Je to sektor s vysokými a stabilními příjmovými toky, který usiluje o vrácení hodnoty akcionářům. Předpovídaný růst příjmů je však velmi nízký a pravděpodobnost zklamání podobně malá. Už tedy nejde o přiběh růstu, ale o přiběh zhodnocení. V roce 2013 bude otázkou patentové ochrany méně významná, obnoví se přísun nových produktů a začnou přicházet první povolení. Se zvyšováním prosperity rozvíjejících se trhů bude narůstat poptávka po lepším zdravotnictví, vytvoří se tedy nové trhy. V USA má pozitivní efekt i program „Obamacare“ – reforma zdravotnictví, která rozšířila počet lidí se zdravotním pojištěním. Toto je tedy jeden z mála sektorů, u nichž analytici zvyšují, nikoli snižují předpovědi výnosů.

Zaměření – akcie s vysokými dividendami a zpětným odkupem

Silné zotavení výnosů, bohaté hotovostní pozice a atraktivní hladiny ocenění vedou mnoho společností k rozdělování (nebo zvyšování) dividend a zpětnému výkupu vlastních akcií. V obojím případě je část nadbytečných prostředků rozdělována zpět akcionářům. V současném

²⁾ 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.

prostředí s nízkými úroky vytváří držba hotovosti v rozvaze velmi nízký příjem a společnosti si mohou velmi levně půjčovat. V obou případech lze tyto peníze využít ke zpětnému výkupu zbývajících akcií, protože úspory na dividendách převyšují ušlý úrok z hotovosti nebo náklady na úvěr. Je však důležité, aby byly akcie vykupované v rámci těchto programů nakonec zrušeny. Pouze v takovém případě se totiž zvýší relativní výnos akcionářům, kteří si ponechají své akcie, a hodnota pro akcionáře. Zpětný výkup je signál vedení společnosti, že jsou akcie podhodnoceny.

Rozdělované dividendy plynou ihned akcionářům. Dividendy jsou také mnohem silnějším signálem, že cílem je budovat stabilní hodnotu pro akcionáře: snížení dividend je pro podniky posledním krokem, ukončení programu zpětného výkupu je mnohem snadnější. Pro investora představují vysoké dividendy od relativně stabilních společností dobrou alternativou k prudce se snižujícímu výnosu z dluhopisů.

Akcie společností, které rozdělují vysoké procento zisků, podávají v dlouhodobém horizontu lepší výkon než jejich protějšky ze stejného odvětví. Je to tím, že vysoké výplaty zisku jsou výrazem efektivní finanční politiky, v jejímž rámci se spouštějí pouze projekty s nejvyšší ziskovostí a přebytečná hotovost se nekumuluje ve společnosti ani neutrácí za ztrátové projekty z marnivosti. V delším časovém horizontu jsou vyplacené dividendy nejdůležitější složkou návratnosti kapitálu. Jejich význam se opět zvýší v momentě, kdy se burzy po prudkém růstu stabilizují.

Zaměření – vodní průmysl

Nedostatek pitné vody je zjevně jednou z největších výzev století. Zajištění pitné vody a potravy pro zvyšující se počet obyvatel světa a podpora hospodářského růstu ve vyspělých i rozvojových zemích vyžadují vysoké investice – nyní i v následujících desetiletích. Investice v Severní Americe i Spojeném království zpomalily, jako kdyby byla výměna vodovodní infrastruktury nutná pouze jednou za každých 150 let. K rychlé industrializaci rozvíjejících se ekonomik docházelo časem na úkor životního prostředí. Prudce se tedy zvýšila potřeba úpravy vody. 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 úrovní 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. 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 byl bezpečně podpořen averzí k riziku a návratem k základním kvalitám. Německé i americké desetileté sazby jsou nyní 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 a MMF, aby dokázaly financovat vládní zadlužení, ale Itálie a Španělsko bojují s udržením důvěry investorů. Mezitím se krok za krokem reformuje institucionální rámec EMU. Bude vyžadováno spoustu času (a spoustu trpělivosti), než začne 17 demokracií zpívat podle stejných not, v každém případě více času, než jsou finanční trhy připraveny poskytnout.

České státní dluhopisy

Leden byl pro dluhopisové investice mírně nepříznivým měsícem. Výnos desetiletého německého státního dluhopisu vzrostl cca o 0,35 % (cena poklesla) a stejným směrem se ubíraly výnosy na domácím trhu, když výnos desetiletého českého státního dluhopisu vzrostl o 0,12 % (cena poklesla). Na krátkém konci výnosové křivky vzrostly v lednu výnosy o něco mírněji (cca 0,05–0,1 %). Na středních splatnostech státní dluhopisy vzrostly přibližně o 0,15–0,25 %. Domácí fundamentální faktory jsou spíše příznivé, nicméně vývoj v celé Evropě je určující. Obchodní aktivita byla v lednu velmi nízká, investoři se především soustředili na primární aukce. Především dva nové dluhopisy se splatností 3 a 6 let příjemně obohatily nabídku českých 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 oživení přetrvávají značné pochybnosti ohledně udržitelnosti vývoje hospodářských cyklů. Jsou zde obavy z vyčerpávající recese v Evropě, patu kolem různých významných aspektů krize eura, turbulence na Středním východě, snížení růstového

³⁾ Hedge fond je speciální investiční fond. Je vysoce rizikovou investicí, která může přinést vysoký výnos, ale také vysokou ztrátu. Snaží se o absolutní výnos nezávislý na obecném ekonomickém vývoji a vývoji kapitálových trhů.

potenciálu Číny a zejména, zda hospodářský růst v USA lze udržet i v případě „normální“ politiky centrální banky a rozpočtových stimulů. Protože podpora bude nadále přicházet z měnové fronty. Dlouhodobé úrokové sazby jsou již 3 roky blízke nule – dokonce nižší než inflace. V kombinaci s masivními injekcemi likvidity od centrálních bank by měly zabránit zhoršování situace.

Nejistota však zůstává velká a nadále tlačí na ceny. Skutečnost, že v mezidobí zisky firem dosáhly vysokých hodnot, není dostatečně uznávána. Použijeme-li jakékoli standardy, jsou akcie velmi levné. Ukazatel ceny k výnosům ve výši 13,6 (S&P 500) a 12,2 (MSCI Europe) se pohybuje mezi 10 a 20 % pod dlouhodobým průměrem. Dividendový výnos (3,75 % v Evropě) je výrazně vyšší než desetileté úrokové sazby. I kdyby zůstaly 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 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 realitou. Sektor poskytuje tradiční výhodu dividendového výnosu. To však již není zvláště silná stránka, protože mnoho firem působících v jiných sektorech nabízí totéž.

Alternativní investice

Hedge fondy³ 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 ke 4. 2. 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.

³⁾ Hedge fond je speciální investiční fond. Je vysoce rizikovou investicí, která může přinést vysoký výnos, ale také vysokou ztrátu. Snaží se o absolutní výnos nezávislý na obecném ekonomickém vývoji a vývoji kapitálových trhů.

Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a kurzů

		02/2013	05/2013	08/2013	02/2014
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	0,25	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	19,00	19,40	20,10	20,33
	EUR/CZK	25,60	24,70	24,60	24,40
EUR	Základní sazba	0,75	0,50	0,50	0,50
	2Y sazba	0,25	0,25	0,30	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	0,40	0,45	0,50	0,70
	5Y sazba	0,90	0,95	1,50	1,80
	10Y sazba	1,95	1,90	2,25	2,50
	USD/EUR	1,35	1,27	1,23	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	-1,0	+0,3	+1,9	+3,3	+2,3
EMU	+1,4	-0,4	-0,2	+2,7	+2,5	+1,9
USA	+1,8	+2,2	+2,0	+3,2	+2,1	+1,9

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg