



## 1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

### Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

	Období	Údaj	Posl. změna
Inflace	01/2013	1,90 %	-0,50 %
HDP	4Q/2012	-1,70 %	-0,40 %
Nezaměstnanost	01/2013	8,00 %	0,60 %
Základní sazba ČNB	02/2013	0,05 %	0,00 %

### Hledání růstu

Možná je ještě příliš brzy na přilet prvních vlaštovek a jarní rozkvět, ale důvěra v hospodářské oživení stoupá. Ukazatele, které hledí do minulosti, jsou samozřejmě stále smutné, ukazatele blízké budoucnosti jsou nicméně o poznání veselejší. Ve světle lepších nálad spotřebitelů i podnikatelů jsou nejasná situace v rozpočtové politice USA i krize eura vnímány jako menší hrozba.

V USA budou letos škrty radikálnější než loni, ale jejich dopad na růst zůstane relativně omezen, protože tvůrci politiky zvolili opatření, která růst v maximální možné míře uchrání. Například daně se zvýšily pouze u příjmů převyšujících 450 000 USD. Bude-li pokračovat zotavování trhu práce, další snižování inflace a začnou-li domácnosti utrácet úspory, vznikne větší prostor pro zvýšení spotřeby. Pozitivně může přispět i další zotavení stavebnictví a trhu s bydlením. Navzdory všem těmto pozitivním faktorům však letos očekáváme hospodářský růst „pouze“ o 2,1 %. To dokládá stupeň křehkosti hospodářského zotavování.

Ekonomika v eurozóně jako celek pravděpodobně v roce 2013 neporoste. Nulový růst skrývá slabý první půlrok a zotavování v druhé polovině roku. Nemíjí připomínat, že mezi jednotlivými

mi eurostáty existují významné rozdíly. Německo zůstává v čele, ale už neutáhne všechny ostatní. V mezičase Francie, druhá největší ekonomika v EMU, opakovaně nedokáže sílit. Navíc vykazuje zjevné známky únavy z úspěšných opatření.

V Asii dokázaly vlády zpomalení ekonomického růstu zastavit. Letošní rok bude pravděpodobně kopírovat ten loňský: solidní hospodářský růst tažený stejnými regiony. Čínská ekonomika v posledních měsících nabírá na obrátkách. Ve čtvrtém čtvrtletí roku 2012 zaznamenala růst 7,9 % na ročním základě. Čínská vláda přitvrzuje v boji proti nadhodnoceným nemovitostem.

### Levná měna v boji o hospodářský růst

V posledních týdnech jsme zaznamenali pokusy o oslabení amerického dolaru, libry a zejména japonského jenu (29 %) vůči euru. Řada pozorovatelů to považuje za první signály měnové války, při níž jednotlivé země provádějí aktivní směnnou politiku s cílem oslabit vlastní měnu.

Levná měna podporuje vývoz a stimuluje tedy hospodářský růst země na úkor jejích obchodních partnerů. Levnější měna může ovšem také zvyšovat inflaci. „Vítězem“ měnové války je země s nejvyšší tolerancí vůči inflaci, jejíž růst na slabší měnu reaguje nejsilněji.

Aktivní kurzovou politiku provádí pouze Japonsko, které se snaží oslabit vlastní měnu všemi možnými způsoby. Japonský jen stoupl (vůči dolaru) mezi koncem roku 2006 a polovinou roku 2012 o více než třetinu. Zdá se, že postup funguje: od poloviny roku 2012 se jen zbavil už téměř 20 % hodnoty vůči americkému dolaru. Konkurenceschopný jen by měl stimulovat japonský vývoz. A vyšší inflace by se v zemi, kde většina cen za posledních deset let klesla, rovněž projevila jako vítaný bonus.

Japonsko je jedinečné. Nestojíme tedy na prahu všeobecné měnové války. Poslední pohyby měnových kurzů nejsou výjimečné, tvoří nicméně částečnou korekci pohybů za několik posledních let.

Kdyby mělo dojít k měnové válce, tato by se měla omezit na střet Japonska a rozvíjejících se ekonomik v regionu. V takovém případě by riziku největších ztrát čelily Tchaj-wan a Jižní Korea – v obou případech jde o ekonomiky orientované na vývoz. Zdá se nepravděpodobné, že by dokázaly oslabit vlastní měny ještě více než jen. Ohrozily by tím stabilitu dvoustranných směnných kurzů v regionu a staly se možným zdrojem chaosu. Obě země jsou také velmi citlivé na vyšší ceny potravin a komodit, což by se rychle projevilo na inflaci.

Americká výsledková sezóna opět vzala vítr z plachet škarohlídům čekajícím korekci na rizikových aktivech, zejména akciích. Ačkoli evropské firmy (mimo německých) se potýkají spíše s poklesem tržeb a sotva udržují zisk, americké společnosti z indexu S&P 500 jsou na tom o mnoho lépe. Růst zaznamenaly v USA především sektory zdravotnictví a finančnictví, a to jak na poli tržeb, tak zisku. V USA také předstihové indikátory naznačují obrat k lepšímu. Zlepšením, které již můžeme považovat za potvrzené, prochází zejména realitní sektor, jehož zlepšenou kondicí osobně považuji za klíčovou pro nastartování spotřebitelské poptávky a ekonomiky jako celku.

Přestože ceny akcií jsou na maximech, nejsou odtrženy od reálného světa ekonomik a firem. Zisky firem dosahují maxim a reálně předpokládáme jejich další růst. Není tedy důvod se divit, že akciové indexy tuto situaci reflektují.

Ale jsou i další indicie, které napovídají, že by nás mohla čekat z akciového pohledu tučnější léta. Proslulý investiční guru Warren Buffett se nechal slyšet, že se chystá k dalším akvizicím, aby utratil volnou hotovost, a zároveň prohlásil, že je zvědavý na úprk z aktiv, až se začnou zvedat sazby, přičemž měl na mysli zejména dluhopisy. A nejen Buffett, ale i další stratégové se přiklánějí k tomu, že větší obavy ze ztrát vidí u dluhopisů než u akcií. My se k nim přidáváme.

*Aleš Prandstetter, investiční stratég ČSOB Asset Management*

## 2 NÁŠ POHLED NA PORTFOLIA

### Alternativy neexistují

Investice do hotovosti vydělá stěží 1 %. Státní dluhopisy nabízejí mizivou běžnou návratnost, jež čelí riziku úplného vynulování při sebemenším růstu úrokových sazeb. Firemní dluhopisy a dluhopisy z rozvíjejících se trhů i nadále nabízejí pěknou potenciální návratnost, ale každý, kdo chce dosáhnout skutečného růstu aktiv, se rozhodne pro akcie.

- Samotný **dividendový výnos z akcií** (v Evropě průměrně 3,65 %) často vynáší víc než investice do dluhopisů nebo hotovosti.

- **Akcie jsou levné.** Za průměrnou evropskou akcií v současnosti zaplatíte 11,8násobek výnosu v dalších 12 měsících. I americké akcie se kotují s diskontem přes 20 % z průměrného poměru ceny k výnosům vůči průměru za posledních patnáct let.
- Samozřejmě že akcie jsou rizikovější. Ale **do jaké míry si bezrizikovitost zachovají dluhopisy**, dojde-li k růstu inflace a/nebo úrokových sazeb?

### Akciové portfolio

#### Preferujeme americké akcie před evropskými

- Ačkoli pro rozpočtové problémy USA se hledá trvalé řešení, ve vztahu k zásadnímu řešení krize eura se dělá příliš málo.
- V mezičase se hospodářské rozdíly mezi USA a Evropou rozšiřují.
- Americké společnosti jsou také ziskovější než jejich evropské protějšky.

**Akcie s vysokými dividendami poskytují akciovému portfoliu solidní základnu.** Akcie nabízejí vysoký běžný výnos, jsou méně nestabilní, dokonale splňují požadavky strategie „koupit a držet“ a nabízejí možnost zpětného odkupu nebo převzetí.



### Dluhopisové portfolio

Firemní dluhopisy preferujeme před státními. U firemních dluhopisů lze pořád dosáhnout malých cenových zisků, navíc nabízejí vyšší běžný výnos než státní dluhopisy.

Dluhopisy rozvíjejících se trhů nabízejí ještě vyšší úroky. Navzdory relativně kvalitním finančním/ekonomickým základům jsou u nich hladiny úroků stále mnohem vyšší než v západních ekonomikách.

- Diverzifikované portfolio papírů s pevným výnosem z rozvíjejících se trhů (Jižní Korea, Malajsie, Mexiko, Brazílie, Polsko a Jihoafrická republika) může rychle vytvořit návratnost ve výši 5 až 5,5 %.
- Možná konsolidace místních měn vůči euru by mohla přinést další zisk. Vždy bude důležité dobré rozdělení mezi různé měny.

Absence negativních makroekonomických zpráv a poměrně dobrá firemní výsledková sezóna byly primárními zdroji růstu trhu rizikových aktiv v prvním měsíci v roce. Ceny akcií rostly a jejich volatilita, která je odrazem vnímaného rizika, poklesla. Situace naproti tomu neprosplvala bezpečným aktivům (dluhopisovým instrumentům), jejichž ceny klesaly.

V únoru se situace na trzích oproti lednovému měsíci ale změnila. Evropské akciové trhy reagovaly poklesem na zveřejněná data mezikvartálního růstu HDP Německa a Francie, které vykázaly překvapivě nižší míru růstu, než bylo obecně očekáváno. Zatímco v případě Německa nejsou výsledky tak bolestivými (řada předstihových ukazatelů poukazuje na jeho růstový potenciál v následujících obdobích), Francie svými horšími výsledky v segmentu předstihových indikátorů ukazuje na potřebu rozsáhlejších strukturálních reforem.

Zásadním z pohledu vývoje rizikových aktiv se ale staly překvapivé výsledky italských parlamentních voleb. Volební pat, který nepřinesl levice ani pravici většinu potřebnou k vládnutí, se stává s ohledem na výraznou názorovou diferenciaci napříč politickými stranami významnou překážkou jakéhokoliv dalšího reformního úsilí. Vyloučeno není ani opakování voleb.

Zatímco vývoj na akciových trzích byl zatěžován politickými riziky, bezpečné dluhopisy profitovaly – výnos 10letého německého bundu se vrátil k minimům z počátku letošního roku, české vládní dluhopisy za vývojem bundu mírně zaostávaly.

Vzhledem k tomu, že návrat rizik vnímáme jako dočasný, budeme stejně jako v předchozím měsíci podvažovat duraci dluhopisové složky. Nadále budeme upřednostňovat podnikové dluhopisy, které oproti státním dluhopisům nabízejí dostatečnou výnosovou prémii, stejně tak jako i dluhopisy s variabilními kupony, které ve srovnání s fixně úročenými dluhovými instrumenty vykazují vyšší míru rezistence vůči úrokovému riziku.

Akciovou složku portfolií ponecháváme s ohledem na krátkodobá rizika na neutrální úrovni. Nadále ale věříme v pokračující stabilizaci trhů a tím i rostoucí význam akcií v portfoliích. Pro konzervativnější portfolia budeme také i hojněji využívat zajištěných fondů. Ty na jednu stranu umožňují participovat na výnosech rostoucího trhu, současně ale limitují ztráty související s nepříznivým vývojem trhů.

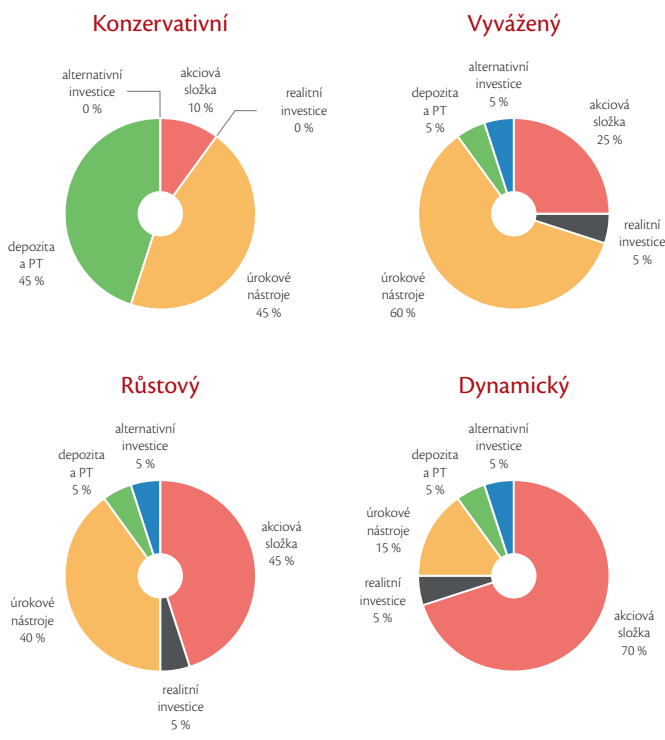
Jan Bureš, portfolio manažer ČSOB Asset Management

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 portfo-

lia, 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 – zdravotnická technika

Index zdravotních služeb a zdravotnického vybavení charakterizuje převaha amerických společností. Osmdesát procent tržní kapitalizace pochází z USA, Evropa dodává pouze 11 %. Obor přesně odráží naše preference pro zboží s přidanou hodnotou a také naše preference pro USA.

- V sektoru je **nepochybný potenciál dlouhodobého růstu**. Sektor je poháněn inovacemi a zásadním zdokonalováním jakosti a produktivity. To se týká zejména výrobců protetik, diagnostických přístrojů, nástrojů a dialyzačních zařízení.
- V roce 2012 zůstal sektor pozadu v důsledku nejistoty obklopující rozpočtové problémy USA a otázku Obamovy zdravotní reformy. V mezidobí se ukázalo, že tento sektor rozhodně nezasáhne žádná škrt.

Očekávaný růst výnosů subsektoru je v delší perspektivě vyšší než v širším sektoru farmaceutik či na trhu obecně. V důsledku toho je **očekávané zhodnocení v relativním měřítku ještě přitažlivější**.

## Zaměření – technologie

Technologie již nejsou agresivně rostoucím sektorem, kterým byly v době internetové bubliny, tedy před více než deseti lety. Některé z největších IT společností mají pevné základy. Jejich rozvahy jsou téměř bez dluhů a mají velké množství hotovosti, kterou vyplácí akcionářům. To udělalo z technologií „nový defenzivní sektor“, kde výkyvy ceny akcií jsou menší než u širšího trhu.

Nejde ale o vyspělý sektor s nulovým růstem. Růstový potenciál sektoru se podceňuje. Čtyři klíčové trendy generují silný strukturální růst. „Mobilita“ žene vývoj a prodej chytrých telefonů a počítačových tabletů, „digitální obyvák“ přináší do domova široký okruh nových aplikací a „cloud computing“ nabízí uživatelům přístup k datům a sociálním sítím vždy a všude. Všechny tyto faktory generují exponenciální růst mobility dat a umocňují trend „propojování a zasítování“. Odvětví tedy bude profitovat z neustálé produktové inovace, investic do kapacit a poptávky po rychlé modernizaci.

Bude to rovněž první sektor, kterému prospěje obnova investiční poptávky. Náš názor na tento obor tedy zůstává pozitivní. Ne všechen růst je však navíc: trh tradičních počítačů a mobilních telefonů je subjektem značné míry kanibalizace ze strany chytrých telefonů a tabletů. To je zdůrazněno ohlášenými čtvrtletními výsledky. Spotřeba se drží, ale ziskové marže jsou nízké. Pozitivní zprávy však přicházejí z oblasti podnikových investic, a my proto věříme, že převezmou štafetu od soukromých spotřebitelů.



## 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 často 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.

## Zaměření – odkup (buyback<sup>1)</sup>) vlastních akcií v USA

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

Firemním dluhopisům se za poslední měsíc zastavil dech: kreditní rozpětí vůči státním dluhopisům zůstalo stabilní. Hlad po přijatelných běžných výnosech bez nutnosti přijímat zbytečně vysoké riziko stále existuje a zajišťuje, že poptávka po důvěryhodných firemních dluhopisech zůstává nadále velmi vysoká. Rozpětí sazeb mezi firemními a vládními dluhopisy je v současnosti v průměru 1,6 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.

<sup>1)</sup> Buyback znamená zpětný odkup akcií v oběhu za účelem redukce počtu akcií existujících na (veřejném) trhu. Společnosti provádějící 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.



## Zaměření – konvertibilní dluhopisy<sup>2</sup>

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. Měnově 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 také 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.

**Možná je ještě příliš brzy na přilet prvních vlaštovek a jarní rozkvět, ale důvěra v hospodářské oživení stoupá.**

## 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 Zá-

padě. Úroky u německých a amerických (ale i českých) dluhopisů jsou v současnosti extrémně nízké. Dluhopisy zemí rozvíjejících se trhů v místních měnách naproti tomu nabízejí atraktivní rizikovou prémii. Do vysoce výnosných dluhopisových fondů volíme velmi široké rozložení v latinskoamerických, východoevropských 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 škrtkům 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.

<sup>2)</sup> 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 opcí, 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.

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 příběh růstu, ale o příběh zhodnocení. V roce 2013 bude otázka 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.

V rámci sektoru dáváme přednost zdravotnické technice. Tento segment v USA těží z ekonomického oživení a reformou zdravotnictví. Poptávka po lepší zdravotní péči roste i v rozvíjejících se zemích. Ceny akcií firem v oboru přitom v posledních letech spíše zaostávaly a my se domníváme, že neoprávněně.

## 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 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 dividen-

**Buffett, ale i další  
stratégové se přiklánějí  
k tomu, že větší obavy  
ze ztrát vidí u dluhopisů  
než u akcií.**

dách 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 alternativu 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 neakumuluje ve společnosti ani neutráčí za ztrát-

ové 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.

## 4 TYPY AKTIV

### Hotovost

Výnosy budou nadále nízké (rozhodně pod úroveň inflace) a budou podryvat kupní sílu. V následujících měsících dojde k mírnému nebo žádnému zlepšení. Jsou signály, že Evropská centrální banka je připravena zvýšit základní sazbu.

### Dluhopisy

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 bezpochybně 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 udržení důvěry investorů. Mezitím se krok za krokem reformuje institucionální rámec EMU. Bude vyžadováno spousta času (a spousta trpělivosti), než začne 17 demokracií zpívat podle stejných not, v každém případě více času, než jsou finanční trhy připraveny poskytnout.

## České státní dluhopisy

Únor byl pro dluhopisové investice dalším poměrně příznivým měsícem. Výnos desetiletého německého státního dluhopisu poklesl o 0,23 % (cena vzrostla), když investoři preferovali jistotu v souvislosti s výsledkem italských voleb. U českých státních dluhopisů byl vývoj umírněnější, když výnos desetiletého dluhopisu poklesl o 0,04 % (cena mírně vzrostla). Na krátkém konci výnosové křivky zůstaly v únoru výnosy stabilní a výnosy střednědobých státních dluhopisů velmi mírně vzrostly. Pozitivní vliv na výkonnost českých státních dluhopisů měl pokles inflace spotřebitelských cen, když meziroční hodnota v lednu poklesla na úroveň 1,9 %. V únoru proběhla první aukce nového patnáctiletého státního dluhopisu CZGB 2,5/28 při výnosu 2,87 % ročně. Z dalších aukcí byl zajímavý výsledek u dvouletého dluhopisu CZGB 3,4/15, kde bylo dosaženo výnosu 0,52 % ročně, tedy přibližně o 0,20 % výše ve srovnání s rekordně nízkou hodnotou z listopadu 2012. Náš výhled na český dluhopisový trh je mírně negativní, přestože nevidíme žádný okamžitý důvod pro růst výnosů (pokles cen). Předpokládané postupné zotavení české ekonomiky by však mělo v průběhu letošního roku začít tláčit na růst výnosů ze současných velmi nízkých úrovní.

*Martin Horák, portfolio manažer ČSOB Asset Management*

## 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 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 blízké 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 13,4 (S&P 500) a 11,6 (MSCI Europe) se pohybuje mezi 10 a 20 % pod dlouhodobým průmě-

rem. Dividendový výnos (3,65 % v Evropě) je výrazně vyšší než desetileté úrokové sazby. I kdyby zůstaly deset let ceny akcií stejné, výnos z nich i tak převyšuje 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

Akcie nemovitostních společností dodávají investiční části portfolia diverzifikaci. Jejich přidaná hodnota ve smíšeném portfoliu je ve spojení navýšeného výnosu a oslabení rizika na střednědobém horizontu. Tento sektor je zvláště populární mezi mnoha dluhopisovými investory, kteří ve své snaze objevit nové výnosy experimentují. Nemovitostní akcie je akcií a vždy jí bude, ale mnoho defenzivních investorů nedokáže odolat svodu vysokých dividend.

I pro tento druh aktiv je vitálně důležitý ekonomický růst, vždyť mnozí velcí hráči v nemovitostech mají ve svých majetkových portfoliích kancelářské budovy, obchodní centra atp. a jejich výnos z činže roste pouze potud, pokud je po nich poptávka. A právě z tohoto důvodu dáváme přednost globálně diverzifikované alokaci před takovou, která by byla zaměřena pouze na Evropu.

## Alternativní investice

Alternativní investice představují širokou škálu tříd aktiv, jako jsou hotovost, nemovitosti, komodity, hedge fondy<sup>3</sup> nebo zlato. Typickým rysem této skupiny investičních nástrojů je často omezená likvidita a nízká korelace s tradičními třídami aktiv, jako jsou akcie a dluhopisy. Jejich přidaná hodnota do smíšeného portfolia spočívá v kombinaci lepšího výnosu a snížení rizika ve střednědobém horizontu. Právě z důvodů těchto vlastností jsou alternativní investice v zásadě určeny k investování v dlouhodobějším horizontu.

<sup>3)</sup> 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.

## Zlato

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. 3. 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 svého 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

		03/2013	06/2013	09/2013	03/2014
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	0,25	0,40	0,65	0,75
	5Y sazba	1,00	1,15	1,30	1,75
	10Y sazba	1,95	2,05	2,15	2,55
	USD/CZK	19,65	18,73	19,92	20,58
	EUR/CZK	25,60	25,10	24,90	24,70
EUR	Základní sazba	0,75	0,75	0,75	0,75
	2Y sazba	0,05	0,25	0,40	0,60
	5Y sazba	0,45	0,80	1,20	1,50
	10Y sazba	1,45	1,75	2,00	2,25
USD	Základní sazba	0,25	0,25	0,25	0,25
	2Y sazba	0,25	0,45	0,50	0,70
	5Y sazba	0,80	1,00	1,30	1,95
	10Y sazba	1,90	2,00	2,25	2,75
	USD/EUR	1,30	1,34	1,25	1,20

Zdroj: ČSOB, ČSOB AM, KBC AM

## Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)			Inflace (průměrná roční změna, v %)		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
CZ	-1,0	+0,2	+1,9	+3,3	+2,3	+1,9
EMU	-0,5	-0,1	+1,1	+2,5	+1,8	+1,8
USA	+2,2	+1,8	+2,7	+2,1	+1,8	+2,1

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg