

## 1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

### Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

	Období	Údaj	Posl. změna
Inflace	03/2013	1,7 %	0,0 %
HDP	4Q/2012	-1,7 %	-0,4 %
Nezaměstnanost	03/2013	8,0 %	-0,1 %
Základní sazba ČNB	04/2013	0,05 %	0,00 %

### Volte nebo utrpíte ztrátu

Zhroucení kyperského finančního systému, útočná slova Severní Koreje, hledání prezidenta a vlády pro Itálii, Bank of Japan, která si přeje, aby trh s japonskými státními dluhopisy vyschl, klesající ceny zlata, ropy a komodit, smíšené ukazatele a mnoho dalšího: naši investiční strategii protkáva tento měsíc mnoho nitek příběhů, které vedou k jednomu společnému závěru: světová scéna se dynamicky mění a rozhodně není černobílá.

### ECB pracuje, politici tápou

Evropská komise se musela držet zpátky a přihlížet, jak jeden stát EMU za druhým neplní rozpočtové cíle pro rok 2012. Například Belgie (deficit ve výši -3,7 % HDP namísto -2,8 %), Španělsko (-6,8 % namísto -4,4 %) i Francie (-4,7 % namísto -4,5 %).

Komise také zmírnila hodnocení cílů pro rok 2013: Francii letos povolila deficit ve výši -3,7 % namísto původně zamýšlených -3 %; Belgii -2,45 % namísto -2,15 %, Portugalsku -5,5 % namísto -3 % atd. To vše v době, kdy nedostatek rozpočtové disciplíny a slabá evropská kontrola figurovaly jako hlavní příčiny krize eura.

Západ víceméně od roku 2011 uplatňuje striktní rozpočtovou politiku, s cílem dostat finance ve veřejném sektoru zpět pod kontrolu. Budou-li realizovány všechny plány, bude rok 2013 rokem ještě přísnějších úspor než rok 2012. Tady se ovšem jedná o velmi vratký předpoklad, protože politický tlak na přijetí mírnější cesty narůstá, zejména v Evropě. Úsilí vyvíjené v USA se zvyšuje, ale demokraté a republikáni jsou tak daleko od dohody o rozpočtové politice jako kdykoli předtím. Japonsko i nadále uplatňuje politiku stimulační. Japonský rozpočtový deficit dosáhl v roce 2012 -9,9 % HDP.

### Nejistá cesta hospodářského zotavení

I po čtyřech letech zotavování zůstává světový hospodářský růst nejistý. Vypadá to, že Evropa se prostě nemůže vymanit z recese. Prognózané statistiky růstu ve výši -0,6 % v eurozóně (v roce 2012 -0,5 %) skrývají extrémně slabou první polovinu roku, kterou (doufejme) bude následovat zotavení v druhé půli roku. Poslední jmenované je však spíše otázkou naděje než znalostí. Jsme téměř v polovině roku a ukazatele důvěry ještě stále nerozmrzly.

Struktura ukazatelů v USA naznačuje, že ekonomika by mohla navzdory utahování fiskálních opatření i nadále vykazovat mírný růst. Výkon Japonska zůstane i přes obrovské pobídky nevýrazný. Růst v Asii uprostřed roku 2012 výrazně zpomalil, ale poslední ukazatele důvěry naznačují zlepšení ekonomiky.

### Čas na „velkou rotaci“<sup>1)</sup>

Strádatelé a investoři mohou i nadále přijímat skoro nulovou návratnost u spořicíh účtů a státních dluhopisů, pokud i inflace zůstane nízká, ale jak dlouho to vydrží? Investoři, kteří hledají jiné možnosti, sahají po akciích. Zřídka kdy byla volba tak jasná jako dnes. Kdy dojde k velkému přesunu od investic do dluhopisů k investicím do akciových trhů?

<sup>1)</sup> Výměna dluhopisů za jiné druhy aktiv.

Akcie jsou levné – zejména ve srovnání s dluhopisy. Poměr ceny k ziskům na základě prognózy výnosů v následujících 12 měsících je u evropských akcií 11,9 a u amerických 14,4. Tzv. „earnings yield“, tedy převrácená hodnota poměru ceny k ziskům, dosahuje v současnosti u evropských akcií v průměru 8,4 % – tedy prémii více než sedmi procentních bodů ve srovnání s výnosy z německých dluhopisů.

Samozřejmě že akcie jsou vystaveny více rizikům než německý státní dluhopis, takže tato premie je odůvodněná. Dnešní situace však neodpovídá proporcčně. Rovnováhu bude možné znovu nastolit pouze v případě, že úroková míra u dluhopisů stoupne na 7–8 % nebo ceny akcií vzrostou na více než dvojnásobek. Jde o dva extrémní scénáře, ale jasné je jedno. Je lepší investovat do akcií než do dluhopisů.

Tak zde máme opět výsledkovou sezónu. Ano, zejména americkou výsledkovou sezónu, která zajímá téměř každého investora, i nás v ČSOB AM. Náš pohled je za velkou louží upřen ještě více než obvykle, neboť mezi naše preference patří právě americký dolar a americké akcie. Pozitivní názor na USA je jak krátkodobý, tak dlouhodobý. Proč? Zejména proto, že vidíme jasně se zvyšující americkou konkurenceschopnost ve světovém měřítku. Ta poroste nejen kvůli tomu, že USA budou schopny vyřešit své problémy s rozpočtem mnohem efektivněji než Evropa a dopracovat se rychleji k „normalizaci“ situace v ekonomice. Když se například podíváme na energetickou politiku, vidíme v Evropě monopol Gazpromu se svými čtyřnásobně vyššími cenami plynu, než platí americké firmy. Levné suroviny v energetice soběstačných Spojených státech budou dalším tahounem zdejšího podnikání. USA také pravděpodobně zůstanou technologickým lídrem, a to nejen v oblasti výpočetní techniky, ale i třeba ve farmacii nebo chemii. A my chceme dát našim klientům možnost na tomto vývoji participovat vhodně umístěnými investicemi.

Ale zpět k výsledkové sezóně. Úspěšnost svého hospodaření již reportovalo více než 80 % společností z indexu S&P 500. Na první pohled to není nic světoborného, tržby obecně klesaly o více než procento, zisky meziročně vzrostly o 2 %. Detailnější pohled je však o něco optimističtější – tahouny poklesu byly těžební sektory, zatímco ty spotřebitelské se těšily z růstů zisku i tržeb. Zisky jsou i vyšší než očekávání pro tento kvartál, na druhou stranu je pravdou, že očekávané růsty po zbytek tohoto roku jsou výzvou, neboť ke konci roku bychom podle konsenzu analytiků měli vidět růst zisků amerických firem o cca 10 %. Při viditelném zlepšování situace na trhu práce a nemovitostí to však není nereálné.

Při pohledu na hospodaření firem je rozdíl mezi Evropou a Amerikou vskutku markantní. Ačkoli zatím v Evropě reportovaly necelé 2/3 společností, již teď je jasné, že pohled na výsledky je tristní. Došlo k razantnímu poklesu zisků a ani tržby se nevyvíjely pozitivně, a to v celé šíři indexu. Úspory jsou prostě znát...

Aleš Prandstetter, investiční stratég ČSOB Asset Management

## K akciím neexistuje alternativa

Hotovost stěží dosahuje návratnosti ve výši 1 %. Státní dluhopisy nabízejí mizivou běžnou návratnost, kterou ohrožuje ztráta hodnoty při sebemenším zvýšení úrokových sazeb. Firemní dluhopisy a dluhopisy z rozvíjejících se trhů nabízejí pěknou potenciální návratnost, ale kdokoli bude chtít skutečně zhodnotit svá aktiva, se rozhodne pro akcie.

- I samotný dividendový výnos z akcií (v Evropě průměrně 3,6 %) často vynáší víc než investice do dluhopisů nebo hotovosti.
- Evropské i americké akcie se kotují s diskontem přes 20 % z průměrného poměru ceny k výnosům vůči průměru za posledních patnáct let.



## 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 prohlubují. 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 stále dosáhnout malých cenových zisků, ale i málo je v současném klimatu nízkých úrokových sazeb vítáno.

Dluhopisy z 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. Možná konsolidace místních měn vůči euru by mohla přinést další zisk. Vždy bude důležité dobré rozdělení mezi různé měny.

Výnosy bezpečných vládních dluhopisů v uplynulém měsíci klesaly. Bylo tomu tak převážně po sérii nepříznivých makroekonomických dat za eurozónu, které ukázaly, že se stále nedaří nalézt vhodný mix fiskální a měnové politiky, který by úspěšně dokázal vyvážit region z krize. Poté, co se v Itálii podařilo po dvou měsících sestavit vládu, zaznamenaly italské vládní dluhopisy výrazné zisky, neboť odbouraly část rizik spojených s bezvládím.

Lze přitom předpokládat, že politické tenze uvnitř eurozóny zůstanou i nadále výrazným zdrojem rizik. Na jedné straně vystupují země, které obhajují politiku omezování rozpočtů, na stranu druhou jsou zde ty, které vnímají rozpočtová omezení jako příliš svazující. Nemusí se přitom ale jednat o konflikt mezi jádrem a periferií. Po volnějším limitech totiž stále více volají také i Francie a Itálie. Německo je tradičně tvrdým zastáncem rozpočtových škrťů. Předpoklad, že by se jeho postoj před tamními podzimními parlamentními volbami měl nějak zásadně změnit, je nepravděpodobný. V následujících obdobích tak můžeme očekávat poměrně vyhraněnou diskusi v samotném jádru eurozóny.

K poklesu výnosů domácích vládních dluhopisů přispěly jak externí, tak i domácí faktory. HDP České republiky, který již pět kvartálů v řadě vykazuje pokles, klesající maloobchodní tržby a vysoký počet nezaměstnaných jsou jedním z důvodů, proč se domácí výnosy nacházejí na extrémně nízkých úrovních. Vzhledem k vysokému úrokovému riziku spojenému s držbou vládních dluhopisů delších splatností, které není dostatečně kompenzováno odpovídajícím výnosem, využíváme v maximální možné míře podnikových emisí. Duraci portfolií záměrně udržujeme pod neutrální úroveň, s cílem limitovat nepříznivé dopady do portfolií v případě růstu výnosů.

Akciová složka portfolií byla vzhledem k rizikům udržována na neutrální úrovni. Z pohledu regionální diverzifikace dále preferujeme americký trh. I přes dosažení historických maxim věříme, že jeho valuace zůstávají nadále pod dlouhodobými průměry.

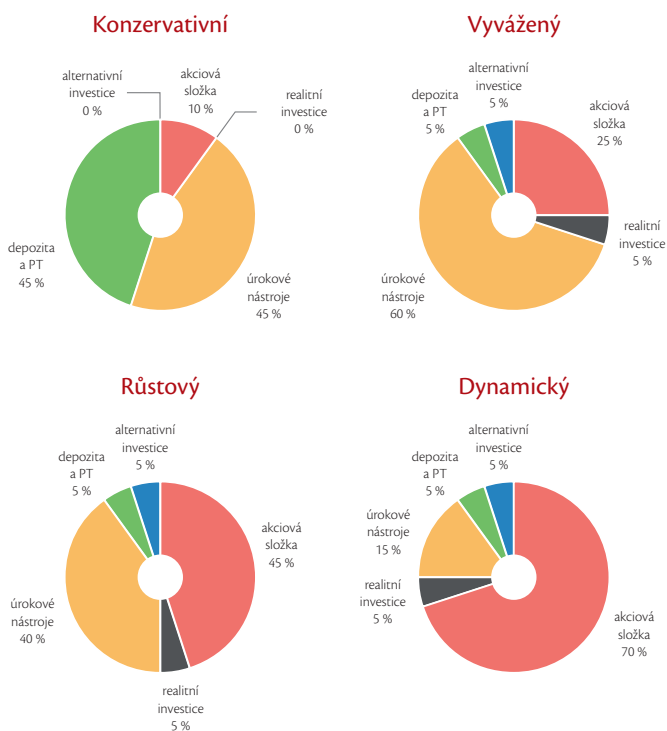
*Jan Bureš, portfolio manažer ČSOB Asset Management*

Pro institucionální klienty bývá typický důraz na vysokou likviditu, bezpečnost a obvykle i relativně krátký investiční horizont. Proto je pro ně směrodatný především vývoj trhu dluhopisů a peněžního trhu, jak naznačuje i předchozí komentář. Dynamická složka portfolia má ale často své opodstatnění i v defenzivně laděných portfoliích, proto informujeme i o aktuálním vývoji a našich názorech týkajících se ostatních tříd aktiv, rozšiřujících základní strukturu konzervativního, především dluhopisového portfolia.

Z hlediska investičních profilů je pro většinu firemních a institucionálních klientů, ať už investují v rámci individuálního portfolia, nebo prostřednictvím fondů, typický velmi defenzivní, resp. konzervativní investiční profil. Přesto zde pro úplnost, srovnání

či případnou inspiraci uvádíme i názory a doporučení týkající se tříd aktiv, jejichž důležitost může být v rámci defenzivní investiční strategie pouze okrajová. Při řízení jednotlivých individuálních portfolií každopádně uplatňujeme podobné nástroje a přístupy jako při správě adekvátně zaměřených profilových fondů.

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



### Zaměření – americký dolar

- Krize eura by mohla v nadcházejících měsících způsobit nové vlny averze k riziku, současně s nalezením trvalého řešení krize rozpočtové politiky v USA.
- Hodnotu měny určuje i úroveň hospodářského růstu v dané zemi. Růstový diferenciál mezi Evropou (recese) a USA (mírný růst) se zvyšuje.
- Dokud směnný kurz EUR/USD zůstane vyšší než 1,00 až 1,10, je dolar podhodnocený. Rovnovážný směnný kurz se vyvíjí směrem k hodnotě 0,90–1,00 USD za euro.

**Mezi naše preference patří americký dolar a americké akcie.**

### Zaměření – zdravotnická technika

Zdravotní služby a zdravotnické vybavení (podsektor farmaceutického sektoru) charakterizuje výrazná americká příchuť. 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 a americký dolar.

- 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 žádné škrtky nezasáhne.
- Sektor má nepopiratelný dlouhodobý růstový potenciál. Pohání jej inovace a výrazné zlepšování kvality a produktivity.
- Očekávaný růst výnosů podsektoru 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 – 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 – akcie s vysokými dividendami a zpětným odkupem

Silné zotavení výnosů, bohaté hotovostní pozice a atraktivní hladiny ocenění vedou mnoho společností k vyplácení (nebo zvyšování) dividend a zpětnému odkupu vlastních akcií. V obou případech je část nadbytečných prostředků vyplácena 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 odkupu 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 odkup je signál vedení společnosti, že jsou akcie podhodnoceny. Dáváme přednost americkým společnostem, které mají lepší rozvahu a jejich zisky jsou vyšší než před rokem 2008. Zpětný odkup akcií je také častější než v Evropě.



Vyplacené dividendy míří přímo zpět k 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 nekumuluje ve společnosti ani neutráčí za ztrátové projekty z marnivosti. V delším časovém horizontu jsou vyplacené dividendy nejdůležitější složkou návratnosti kapitálu. Jejich význam znovu vzroste, jakmile se burzy stabilizují po silném růstu.

### 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. 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. Zejména biotechnologické firmy přicházejí s atraktivní škálou nových produktů. 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.

V rámci sektoru dáváme přednost zdravotnické technice (viz výše). Tento segment v USA těží z ekonomického oživení a reformou zdravotnictví. Poptávka po lepší zdravotní péči roste i v rozvíjejících se zemích.

### Zaměření – firemní dluhopisy

Již třetí měsíc zůstává rozpětí úrokových sazeb mezi firemními a státními dluhopisy víceméně beze změny. Nedávné evropské otřesy a stagnující akciové trhy opět vykázaly malý nebo žádný vliv na trh firemních dluhopisů. Rozpětí úrokových měr mezi firemními a státními dluhopisy dosahuje v průměru 1,6 procentního bodu. Tento rozdíl znamená, že investoři i nadále započítávají do svých úvah pravděpodobnost, že 12 % všech nejlépe výkoných společností v příštích 5 letech zkrachuje. Riziko spojené s investicí do firemních dluhopisů (ve srovnání s německými vládními dluhopisy) je tedy dosud kompenzováno více než dostatečně. Současný výnos střednědobých dluhopisů dosahuje přibližně 2 %. Samo o sobě to není nic světoborného, ale pořád je to více než

výnos vysoce kvalitních státních dluhopisů v podobné splatnosti. Očekáváme, že nálada na trhu bude i nadále podporovat firemní dluhopisy. Očekávaný mírný nárůst výnosů u státních dluhopisů bude vyrovnán opačným pohybem rizikových marží, čímž výnos zůstane zachován. Investoři by si neměli dělat přehnané starosti ani v souvislosti s bankroty, protože většina firem se těší dobrému finančnímu zdraví. Naši preferenci jsou především firemní dluhopisy emitované společnostmi ve finančnictví, protože nabízejí vyšší výnos.

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

Rozpětí firemních dluhopisů zůstala v posledních měsících víceméně beze změny, zatímco akciové trhy podávaly smíšené výkony. Evropa mírně klesla, avšak Amerika a zejména Japonsko výrazně posílily. To znamená mírný výnos na straně konvertibilních dluhopisů. To však nebere v potaz slabší americký dolar a prudký pokles ceny japonského jenu, což vyústilo v negativní návratnost konvertibilních dluhopisů. Ve srovnání s dluhopisy zůstávají akcie levné, takže dlouhodobé předpovědi jsou pozitivní. Výhledy pro konvertibilní dluhopisy jsou příznivé i v důsledku míry participace ve vztahu k akciovému trhu, která se momentálně pohybuje okolo 43 %. Navzdory výraznému poklesu v rozpětí mezi státními a firemními papíry zůstává míra participace velmi vysoká. U rozpětí tedy očekáváme další zúžení, které bude pro konvertibilní dluhopisy také pozitivní. Jelikož jsou konvertibilní dluhopisy daleko méně citlivé na pohyby úrokových měr, budou tyto dluhopisy v případě náhlé změny úroků vystaveny menším nepříznivým účinkům.



<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 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.

## 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 (ale i českých) dluhopisů jsou v současnosti extrémně nízké. Dluhopisy zemí rozvíjejících se trhů v místních měnách naproti tomu nabízejí atraktivní rizikovou prémii. Do dluhopisových fondů s vysokým výnosem 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.

## 4 TYPY AKTIV

### Hotovost

Výnosy budou nadále nízké (rozhodně pod úrovní 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, 0,5 % ve Velké Británii a 0,5 % 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 Evropskou 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 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

Duben byl pro dluhopisové investice dalším poměrně příznivým měsícem. Výnos desetiletého německého státního dluhopisu poklesl o 0,07 % (cena mírně vzrostla), když investoři po zklidnění kyperské krize očekávali také snížení oficiální úrokové sazby ECB. U českých státních dluhopisů byl vývoj ještě o něco příznivější, když výnos desetiletého dluhopisu poklesl o 0,22 % (cena vzrostla). Na krátkém konci výnosové křivky a na jejím středu došlo k poklesu výnosů přibližně o 0,2 % až 0,3 %. Růstu cen pomohla kromě všeobecného trendu v Evropě také slabá domácí makroekonomická data. Meziroční hodnota inflace spotřebitelských cen zůstala na úrovni 1,7 % (+0,1 % meziměsíčně) a obrat k lepšímu nenastal jak u průmyslové výroby, tak ani u maloobchodních prodejších. Dubnové primární aukce českých státních dluhopisů přinesly další rekordně nízké výnosy. Aukce šestiletého dluhopisu CZGB 1,5/19 proběhla s maximálním výnosem 1,51 %, aukce patnáctiletého dluhopisu CZGB 2,5/28 s výnosem 2,69 % a konečně aukce tříletého dluhopisu CZGB 0,5/16 s výnosem 0,55 %.

Náš výhled na český dluhopisový trh zůstává mírně negativní až neutrální, přičemž nevidíme žádný okamžitý důvod pro růst výnosů (pokles cen). Konkrétně preferujeme investice do kombinace krátkodobých a dlouhodobých dluhopisů na úkor dluhopisů střednědobých. Předpokládané postupné zotavení české ekonomiky by mělo v průběhu letošního roku začít tlačit 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. K tomu přispěly masivní injekce likvidity ze strany centrálních bank. Cílem je vytvořit prostředí, v němž bude půjčování si opět atraktivní.

Ukazatele Dow Jones a S&P 500 prolomily historické rekordy. Evropské akciové trhy jsou stále o 50 % níže než vrcholy dosahované v minulosti. Nejistota však zůstává velká a nadále tlačí na ceny. Skutečnost, že v mezidobí zisky firem dosáhly vysokých hodnot, není dostatečně uznávána. Ať se na to podíváme odkudkoli, jsou akcie velmi levné. Ukazatel ceny k výnosům ve výši 14,4 (S&P 500) a 11,9 (MSCI Europe) se pohybuje mezi 10 a 20 % pod dlouhodobým průměrem. Dividendový výnos (3,6 % 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.

**Je-li cena zlata nad 1 000 USD za unci (i v případě, že cena v nedávné době prudce klesla), zlato nekupujte, ale prodávejte.**

## 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 (i v případě, že cena v nedávné době prudce klesla), 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 6. 5. 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

		05/2013	08/2013	11/2013	05/2014
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	0,25	0,35	0,60	0,70
	5Y sazba	0,85	1,00	1,25	1,50
	10Y sazba	1,55	1,75	2,00	2,25
	USD/CZK	19,70	20,00	20,00	20,58
	EUR/CZK	25,75	25,40	25,00	24,70
EUR	Základní sazba	0,50	0,50	0,50	0,50
	2Y sazba	0,00	0,15	0,40	0,60
	5Y sazba	0,35	0,65	1,10	1,40
	10Y sazba	1,25	1,40	1,70	2,10
USD	Základní sazba	0,25	0,25	0,25	0,25
	2Y sazba	0,25	0,45	0,50	0,65
	5Y sazba	0,70	1,00	1,30	1,65
	10Y sazba	1,80	2,00	2,25	2,50
	USD/EUR	1,31	1,27	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	-1,3	+0,1	+1,9	+3,3	+1,9	+1,8
EMU	-0,6	-0,4	+1,0	+2,5	+1,7	+1,7
USA	+2,2	+2,0	+2,7	+2,1	+1,9	+2,1

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg