



1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

	Období	Údaj	Posl. změna
Inflace	04/2013	1,7 %	0,0 %
HDP	1Q/2013	-2,2 %	-0,5 %
Nezaměstnanost	04/2013	7,7 %	-0,3 %
Základní sazba ČNB	05/2013	0,05 %	0,00 %

Pozor na nesoulad

Akiové trhy v posledních měsících prudce rostou. V době, kdy ceny akcií stoupají a výnosy firem zůstávají stejné, se ocenění pomalu zvyšují, tedy růst trhů není v souladu s růstem firemních zakázek a zisků. To neznamená, že jsou akcie v současné době drahé. Ve skutečnosti jsou akcie ve srovnání s dluhopisy pořád ještě směšně levné.

Podstatný rozdíl v ocenění akcií a ostatních tříd aktiv se proto téměř nezmenšil. Investoři dosud nejsou připraveni přijmout i to nejmírnější riziko. Není to úplně neopodstatněné, jelikož ekonomická a investiční rizika se v posledních měsících zmenšila jen mírně.

Rozdíl mezi USA a Evropou se zvětšuje

Existuje několik signálů, že eurozóna se bude zotavovat z recese rychleji, než jsme mohli očekávat na přelomu roku. Po poklesu v roce 2012 (-0,5 %) se záporný růst HDP očekává i letos (-0,6 %). Je příliš snadné vinit z poklesu úsporná opatření. Psychologický dopad krize eura na důvěru spotřebitelů i výrobců je stejně důležitý, ne-li důležitější než dodržování přísných úvěrových politik v bankách.

Ale vždy existuje jiskřička naděje. Největším překvapením tohoto měsíce byla pravděpodobně nová italská vláda, která má širokou podporu. Nová koaliční smlouva bohužel neobsahuje žádné známky stanovení nezbytných reforem a opatření. Vrací se naopak ke krokům přijatým předešlou vládou premiéra Montiho. Francie usiluje o reformu svého sklerotického pracovního trhu a zvýšení konkurenceschopnosti, dosud však nedostatečnou měrou. Nové platové dohody v Německu by mohly pomoci zacetit propast mezi Francií a zbytkem eurozóny, protože umožňují značný růst platů.

V USA budou letos radikální škrty ve výdajích. Rozpočtový deficit – stále -8,5 % HDP – se v důsledku toho v roce 2014 sníží pod -4 %. Nejnovější ukazatele naznačují, že americká ekonomika se velmi dobře vyrovnává s vyššími daněmi a výdajovými škrty. Spotřebitelské útraty, které představují téměř tři čtvrtiny amerického HDP, by mohly letos růst o 2,5 % až 3 %. Bude-li pokračovat vytváření pracovních míst stejným tempem jako v posledních měsících, mohl by disponibilní příjem amerických domácností výrazně vzrůst. Očekáváme ve Spojených státech zdravý růst HDP ve výši +2,3 %.

Níže inflace představuje podporu

Všeobecná inflace dosahovala v dubnu v eurozóně výše 1,2 %, neznatelně vyšší než 1,1 % v USA. V nadcházejících měsících je velmi pravděpodobný její další pokles. Meziroční zvýšení indexu spotřebitelských cen by mohlo být brzy dokonce záporné. Je pravděpodobné, že v takovém případě budou komentátoři a novinové titulky opět vykřikovat „Deflace!“.

K deflaci dochází při poklesu ceny většiny výrobků a služeb. Klesající ceny se pak stávají normou a spotřebitelé si na ni zvykají. Odkládají nákupy, protože cokoli nekoupíte dnes, bude zítra levnější. Toto odkládání se časem stává stálým jevem, který roztáčí nebezpečnou negativní spirálu. Momentální polevování inflace lze absolutně přisoudit klesajícím cenám ropy. Omezený počet výrobků, jako jsou benzín a topný olej, případně plyn a elektřina, zlevňuje. To snižuje ukazatel všeobecné inflace, avšak pouze dočasně, protože jakmile přestane cena ropy klesat, všeobecná inflace se vrátí na základní úroveň.

Deflace může být za určitých podmínek pozitivní. Můžete nakoupit stejné množství energie a kupní sílu, kterou ušetříte, můžete uplatnit jinde. Může to fungovat dokonce ještě pozitivněji, pokud tato ušetřená část navíc prospívá místnímu výrobcí (například kadeřnictví).

Nízké úrokové sazby nabízejí podporu

Z hlediska úrokových sazeb není otázka inflace na pořadu dne. Dokud nebude zajištěn ekonomický růst, centrální banky po celém světě budou pokračovat v politice peněz téměř zadarmo. Prostředí nízkých úrokových sazeb tu s námi tedy zůstane po dlouhou dobu.

Evropská centrální banka snížila 2. května klíčovou sazbu o dalších 25 bazických bodů, takže sazba dosáhla historického minima ve výši 0,50 %. Rozhodování centrálních bankéřů ve věci úrokových sazeb mají přímý vliv pouze na sazby na peněžních trzích, proto centrální bankéři také aktivně nakupují dluhové nástroje, jako například státní dluhopisy. I tím chtějí udržet nízké výnosy z dluhopisů.

Politika centrálních bank jednoho dne nepochybně vyústí v inflační problém. Nejprve bude ovšem muset vzniknout inflační prostředí: silný hospodářský růst, nízká nezaměstnanost, tlak na růst mzdových nákladů a cen atd. Nestane se tak v dohledné době, ale až k tomu dojde, zareagují centrální banky dostatečně rychlou změnou přístupu? Ať už to bude jakkoli, trh dluhopisů se jednoho dne pohne v očekávání této události. A pro držitele dluhopisů to nebude pohyb příjemný.



Po nějakých týdnech se chci opět zmínit o procesu nazývaném „velká rotace“, čímž se rozumí masivní přeinvestování z nic neunesoucích dluhopisů do výnosnějších druhů aktiv. O velké rotaci se mluví stále častěji, a to proto, že by měla být logickým vyústěním stávajících nerovnováh na finančních trzích. Nerovnováhu způsobily centrální banky, když se rozhodly řešit palčivé problémy bankovního sektoru, které v kombinaci s přílišnou zadlužeností a nezaměstnaností hrozily způsobit krizi obřích rozměrů. Neříkáme, že šlo o špatně zvolené řešení, jen je třeba mít na paměti, že každý zásah má svou cenu a je třeba být obezřetným investorem zejména v případech, kdy tato cena není známá a není ani zřejmé, kdy má být zaplácena.

Příliš nízké úrokové sazby, nestandardní emise peněz a riziková averze investorů vyhnaly ceny dluhopisů do výše, kde už je příliš řídký vzduch na další vzlet. Protože nejsem příznivcem katastrofických scénářů ohledně budoucího vývoje ekonomik, mohu ve střednědobém horizontu očekávat pouze razantní snížení poptávky po drahých dluhopisech a příklon k jiným, spíše rizikovějším aktivům. Ostatně tento proces již nastává, zatím je nenápadný díky stále běžícím zásahům centrálních bank. To však již v dohledné době skončí a rotace z dluhopisů do akcií bude viditelná. Poptávka po akciích poroste.

Zmínku o přicházející změně v chování investorů ale nepovažujeme za dogma, ani za apel k totální přeměně skladby portfolia. Je spíše upozorněním na to, aby si každý, kdo se chce pečlivě starat o své úspory, ověřil, zda je jeho portfolio dostatečně diverzifikováno a připraveno, a to jak vzhledem k očekávané výnosnosti, tak vzhledem k investičnímu horizontu investora. Neinvestovat a mít všechny prostředky pouze na spořicí účtu se nemusí vyplatit, přestože na něm vykážeme nominální výnos – ten se totiž může nakonec ukázat směšným vzhledem k výnosu na jiných typech aktiv.

Aleš Prandstetter, investiční stratég ČSOB Asset Management

2 NÁŠ POHLED NA PORTFOLIA

Pozor na nesoulad (druhá část)

Investoři, kterým jde o návratnost, volí akcie. Rozdíl v ocenění mezi levnými akciemi a drahými (státními) dluhopisy byl sotva kdy tak velký. Akcie samozřejmě představuje větší riziko než německý státní dluhopis – což je opodstatněným prémie – ale současný rozdíl je zjevně nepřiměřený. Lze ho snížit pouze v případě, že výnosy z dluhopisů dosáhnou 7,5 % nebo že se ceny akcií více než zdvojnásobí. Toto jsou dva extrémní scénáře, ale je jasné vidět, že je lepší investovat do akcií, nikoli do dluhopisů.



Vidíme příležitost v amerických dolarech, a to jak v držbě hotovosti, tak i v dluhopisovém a akciovém portfoliu (viz také Zaměření – americký dolar).

- 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

V rámci akciového portfolia preferujeme akcie s vysokými dividendami. Nabízejí vysoký běžný výnos a dokonale se hodí do naší strategie „koupit a držet“. Tito emitenti navíc mají tendenci vykupovat vlastní akcie nebo zde dochází k převzetí.

Americkým akciím dáváme přednost před evropskými. Ačkoli pro rozpočtové problémy USA se stále hledá trvalé řešení, pro zásadní řešení krize eura se dělá příliš málo. V mezičase se hospodářské rozdíly mezi USA a Evropou dále zvyšují. Americké společnosti jsou také ziskovější než jejich evropské protějšky.

Dluhopisové portfolio

Omezujeme váhu tradičních státních dluhopisů v portfoliu. Ne nabízejí žádnou ochranu proti inflaci a jsou extrémně zranitelné vůči jakémukoli zvýšení úrokových sazeb.

Vyšší návratnosti lze při stejném riziku dosáhnout u firemních dluhopisů a dluhopisů z rozvíjejících se trhů. U firemních dluhopisů lze stále dosáhnout malých cenových zisků, ale i málo je v současném klimatu nízkých úrokových sazeb vítáno.

Dluhopisy s vysokým výnosem, zejména z rozvíjejících se trhů, nabízejí ještě vyšší úroky. Diverzifikované portfolio dluhopisů z rozvíjejících se trhů (Jižní Korea, Malajsie, Brazílie, Polsko atd.) rychle vygeneruje návratnost přes 5 %. Případné zpeřňování místních měn vůči euru by mohlo přinést další návratnost. Vždy bude důležité dobré rozdělení mezi různé měny.

Vývoj globálního akciového trhu byl, stejně tak jako i v uplynulých měsících, významně determinován hospodářským vývojem ve Spojených státech. Tamní ekonomika s vysokým podílem soukromé spotřeby je příznivě stimulována vývojem na trhu realit. Ceny nemovitostí napříč všemi regiony soustavně rostou již po několik měsíců, což se příznivě odráží na rostoucí zaměstnanosti, stejně tak jako i chuti tamních spotřebitelů utrácet. Investoři tak s ohledem na dobrou kondici americké ekonomiky preferují rizikovější aktiva, naproti tomu zájem o bezpečné dluhopisy klesá.

V druhé polovině měsíce nicméně dochází k obratu poté, co šéf amerického Fedu ve svém projevu naznačil možnost mírného utážení měnové politiky, které by spočívalo převážně v omezení nákupů dluhopisů do bilance Fedu. To okamžitě vyvolává korekci napříč trhy. Jako první byly zasaženy dluhopisy, jejichž ceny krátce po projevu propadly (výnosy vzrostly). Obdobně reagovaly i akciové trhy. Nejvíce byl zasažen japonský akciový index, který do konce měsíce odepsal přes 10 % (od počátku roku ale stále s úctyhodným ziskem 30 %).

Český dluhopisový trh se k výprodejům přidal později. Bylo tomu tak převážně díky specifickým podmínkám lokálního trhu. Vzhledem k tomu, že domácí emisní kalendář je pro letošní rok značně omezen, disponuje místní trh vyšší ochotou absorpce nabídky dluhopisů. Globálního vývoje nakonec ale přeci jenom nebyl ušetřen.

Vzhledem k vysokému úrokovému riziku spojenému s drzbou vládních dluhopisů delších splatností, které není dostatečně kompenzováno odpovídajícím výnosem, využíváme v maximální možné míře podnikových emisí (v květnu např. nakoupeny nové korunové emise CPI Byty a Hypo Noe). Duraci portfolií stejně tak jako v uplynulém měsíci záměrně udržujeme pod neutrální úroveň.

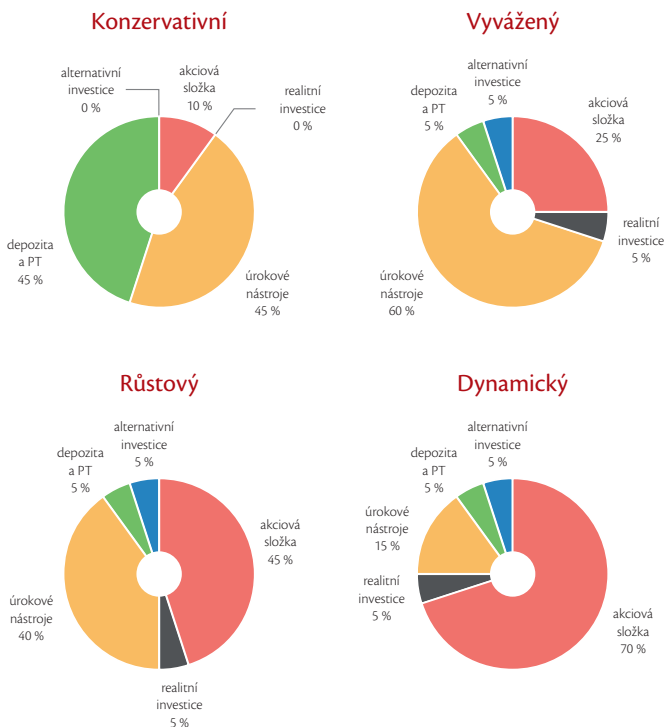
Akciová složka portfolií byla vzhledem k rizikům udržována na neutrální úrovni. Z pohledu regionální diverzifikace nadále preferujeme americký trh. Ve vyšší míře využíváme zajištěných instrumentů, které umožňují participovat na výnosech rostoucího trhu a současně limitují ztráty spojené s jejich nepříznivým vývojem.

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



3

PREFEROVANÁ TÉMATA

Zaměření – americký dolar

Podle dlouhodobých oceňovacích modelů je americký dolar z 20 až 25 % podhodnocen pod skutečnou hodnotou 1,10 USD za euro. Toto ocenění však funguje jako ukazatel ve velmi dlouhodobém horizontu. Ale i v kratším horizontu by mohl dolar posílit, a to díky výraznému zvýšení konkurenceschopnosti v důsledku faktorů, jako jsou cyklicky silný přírůstek produktivity, lepší vyhlídky růstu než v Evropě a újma, kterou utrpěla image eura v důsledku dluhové krize. Dolar je bezpečným útočištěm pro všechny zahraniční investory a není teď těžké sestavit seznam hrozeb. Dolar je také opravdovou globální měnou – skutečnost, na kterou evropští investoři někdy zapomínají. Po dlouhou dobu tvořilo značný rizikový faktor vysoké saldo platebního deficitu. V posledních letech jsme zaregistrovali výrazné zlepšení ve prospěch mezinárodního postavení této měny. Investoři by si však i nadále měli být vědomi vysoké míry nestálosti a někdy nevyvětlitelného kolísání směnných kurzů.

Zaměření – luxusní zboží a turismus

Zatímco výnosy firem dosahují vrcholu a analytici zpochybňují udržitelnost ziskových marží, chceme investovat do sektoru, v němž nejsou marže pod tlakem. Výrobci luxusního zboží se těší privilegii určování cen. Vstupní práh je velmi vysoko, jelikož silné značky mají oporu v dlouhé tradici a je těžké je sesadit z trůnu. Tento segment dosáhl v prvním čtvrtletí roku 2013 růstu výnosů o +8,75 %, což je mnohem lepší než ukazatel pro širší trh (+2,5 %). V takovém případě není 15% prémie daného sektoru jistě přehnaná.

Recese v Evropě odrazuje evropské spotřebitele od utrácení: nákup luxusního zboží a výdaje za turismus nepředstavují priority. Přesto se výnosy v Evropě drží na překvapivě dobré úrovni. Růst obrátu, který je i nadále robustní, pochází především z oblastí mimo Starý kontinent. Hlavní roli tu hrají kupující z rozvíjejících se trhů – hlavně Číny. Zejména proto, že progresivně narůstající podíl tržeb lze i zde přičíst čínským turistům. Růst čínské ekonomiky pokračuje a počty maloobchodních prodejen zde stabilně rostou. Tržby by však mohly zmírnit boj proti korupci, která na sebe často bere formu luxusního zboží. Slabší jen a klesající ceny ropy také tlačí tržby v Japonsku a arabském světě. Sektor tedy vykazuje přiměřeně silný růst výnosů a robustní marže, přičemž tento růst by měl být dlouhodobý.

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 vykonaných 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 dluhopisy¹

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 dlouhodobě 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.

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.

Zaměření – zboží dlouhodobé spotřeby

Automobilový průmysl povstal z popela, přinejmenším co se amerických a evropských luxusních segmentů týče. Silná je i poptávka z rozvíjejících se trhů. Navzdory 17% DPH, 25% dani z luxusního zboží a omezení přidělování poznávacích značek dopravním prostředkům pomocí loterie se v Číně i nadále prodávají německá auta jako čerstvé housky. Luxusní německé značky v Číně dosahují 50 % svého zisku. V Evropě situace tak příznivá není, jelikož prodej automobilů nepříznivě ovlivnila recese (nejhůř byl postižen masový segment a jižní Evropa). Němečtí výrobci aut staví na úspěchu na čínském trhu a snaží se překonat extrémní konkurenci v Evropě, jejímiž hlavními oběťmi jsou jejich francouzští rivalové, kteří se potýkají se značným nadbytkem kapacit. Zásah státu v období škrtů víceméně nepřichází v úvahu.

Vnímáme také signály zlepšení v sektoru médií. Navzdory zanedbatelnému růstu se reklamní rozpočty od té doby velmi dobře držely a nyní přicházejí z USA a z Asie signály zotavování. Tradiční mediální hráči jsou lapeni v procesu neustálého přizpůsobování a nástup elektronických knih a pokračující průlom digitální televize dále bouří nezmenšenou silou. Hlavní firmy jsou nyní navíc docela levné.

O velké rotaci se mluví stále častěji, a to proto, že by měla být logickým vyústěním stávajících nerovnováh na finančních trzích.

Zaměření – zboží krátkodobé spotřeby

Obchodníci – prodejci potravin jsou oceňováni velmi levně, bohužel z dobrých důvodů. Musejí se vyrovnat se západními spotřebiteli, kteří jsou teď extrémně pozorní k cenám, a tento nový postoj se zřejmě po celou dobu trvání hospodářské krize měnit nebude. Prodejci reagují zvyšováním tržeb pomocí aktivní marketingové politiky zaměřené na přilákání nadšenějších kupujících, ale tento přístup ovlivňuje ziskové marže. Z této neobyčejně nelibostné cenové války by mohli profitovat zejména diskontní prodejci.

V důležitém výrobním sektoru potravin, nápojů a tabáku je situace o něco lepší. Jen málo odvětví na rozvíjejících se trzích zažívá takovou míru růstu. V mnoha případech stojí tyto trhy za 50–70 % růstu zisku. Vznik zcela nové střední třídy nezůstal hráčům v tomto sektoru utajen. V každém čtvrtletí dokážou tyto

¹⁾ 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.

společnosti generovat skvělý zisk. Zdá se, že jsou imunní vůči pomalejšímu hospodářskému růstu, protože výnosy i nadále rostou a i vývoj ziskové marže vypadá příznivě. Klesající ceny potravinářských komodit jsou dobrá zpráva, protože dále povzbudí marže firem. Podtrženo a sečteno, tento sektor je i nadále sektorem s robustním růstem a nízkým nebezpečím prudkého pádu. Druhou stranou mince je fakt, že mnoho investorů o tom už ví, což znamená, že tato odvětvová skupina je teď velmi drahá.

Zaměření – globální lídři

Ve světě, který je vzrůstající měrou globalizován, si firmy volí optimální umístění výrobních, prodejních a finančních center. Světoví lídři mají základnu kdekoli, kde je přitažlivý institucionální rámec. V mnoha případech jde stále o „starý“ západní svět, kde jsou stabilnější a spolehlivější instituce a jurisprudencce, náhlé změny politiky méně časté a ochrana duševního vlastnictví tu existuje, navíc je tu pevně zakotvena firemní správa. Výroba zboží a služby však míří za nízkými náklady – zejména v případě masové produkce. Vyhledávány jsou i nejlepší trhy: růst tržeb se často soustředí na vzrůstající střední třídu v rozvíjejících se zemích. Zůstáváme pozitivní ve vztahu ke společnostem, které kombinují zvyšování tržeb – často na rychle rostoucích rozvíjejících se trzích – se základnou v tradičních průmyslových zemích, kde je vyšší likvidita, finanční transparentnost a nižší geopolitické riziko. Skutečnost, že úroková míra, s níž se mohou prostřednictvím bankovních úvěrů nebo firemních dluhopisů financovat, je v těchto zemích extrémně nízká, je jen dalším bonusem.

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.

4 TYPY AKTIV

Hotovost

Výnosy budou nadále velmi nízké (rozhodně pod úroveň inflace). V následujících měsících dojde k mírnému nebo žádnému zlepšení. Držet hotovost je v současné době jasně ztrátová záležitost.

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 0,50 % v ECB. Centrální 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 úroveň inflace. Ačkoliv 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 vyžadovat 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

V květnu došlo na trzích dluhopisů po delším období k růstu výnosů (poklesu cen). Výnos desetiletého německého státního dluhopisu vzrostl o 0,29 % (cena poklesla), když investoři zvažovali dopady případného omezení nákupů dluhopisů americkou centrální bankou. U českých státních dluhopisů byl vývoj o něco umírněnější, když výnos desetiletého dluhopisu vzrostl o 0,14 % (cena mírně vzrostla). Na krátkém konci výnosové křivky došlo pouze k mírnému růstu výnosů ve výši přibližně 0,05 %. Střednědobé výnosy pak vzrostly o 0,20 % až 0,25 %. Tento pokles cen českých státních dluhopisů šel na vrub zejména obdobnému vývoji v Evropě, jelikož domácí makroekonomická data k němu důvod nezavdala. 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 prodeje. Květnové primární aukce českých státních dluhopisů přinesly opět velmi, z dlouhodobého hlediska, nízké výnosy. Aukce šestiletého dluhopisu CZGB 1,5/19 proběhla s maximálním výnosem 1,37 % a aukce třidvacetiletého dluhopisu CZGB 4,2/28 s výnosem 2,78 %. 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. Rizikem je také velmi nízká výnosová prémie českých státních dluhopisů vůči německým (přibližně 0,20 %). Případný růst výnosů v Evropě by tedy mohl tlačit na podobný vývoj u českých státních dluhopisů i v případě, kdy by k tomu nemusel být optikou domácího makroekonomického vývoje pádný důvod.

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. Podpora nicméně 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.

Indexy Dow Jones a S&P 500 opět prolomily historické rekordy, kdežto 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 spíše levné. Ukazatel ceny k výnosům ve výši 16 (S&P 500) a 13,2 (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), stále ještě 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 fondy²⁾ nebo zlato. Typickým rysem této skupiny investičních nástrojů je často omezená likvidita a nízká korelace s tradičními třídami aktiv, jako

²⁾ 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.

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.

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 5. 6. 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

		06/2013	09/2013	12/2013	06/2014
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	0,30	0,35	0,70	0,80
	5Y sazba	1,15	1,25	1,55	1,50
	10Y sazba	1,80	1,85	2,00	2,40
	USD/CZK	19,80	20,08	20,00	20,58
	EUR/CZK	25,75	25,50	25,00	24,70
EUR	Základní sazba	0,50	0,50	0,50	0,50
	2Y sazba	0,10	0,25	0,45	0,60
	5Y sazba	0,55	0,70	1,10	1,40
	10Y sazba	1,55	1,40	1,60	2,00
USD	Základní sazba	0,25	0,25	0,25	0,25
	2Y sazba	0,30	0,50	0,55	0,65
	5Y sazba	1,05	1,20	1,40	1,75
	10Y sazba	2,15	1,90	2,00	2,50
	USD/EUR	1,30	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	-1,2	0,0	+1,9	+3,3	+1,8	+1,8
EMU	-0,6	-0,5	+1,0	+2,5	+1,6	+1,6
USA	+2,2	+1,95	+2,7	+2,1	+1,7	+2,0

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg