

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

	Období	Údaj	Poslední změna
Inflace	05/2013	1,3 %	-0,4 %
HDP	1Q/2013	-2,2 %	-0,5 %
Nezaměstnanost	05/2013	7,5 %	-0,2 %
Základní sazba ČNB	06/2013	0,05 %	0,00 %

Býky trápí nervozita

V posledních týdnech se finanční trhy značně otrásají. Investoři si dále dělají starosti o hospodářské zotavení a budoucí firemní zisky, ale trápí je zejména politika centrální banky Spojených států.

Řada komentářů bankéřů z Fedu způsobila prudké zvýšení výnosů z dluhopisů po celém světě a nastartovala prudké korekce na akciových, měnových a dluhopisových trzích v rozvíjejících se ekonomikách. Ani oficiální prohlášení a tisková konference po schůzce Fedu dne 19. června napjaté nervy neuklidnily.

Ze strany amerických centrálních bankéřů vlastně nic nového

Fed potvrdil, že ekonomika USA pokračuje v zotavování. Pokud to tak půjde i nadále, banka začne snižovat přímé nákupy dluhopisů. A půjde-li vše podle plánu – tj. pokud se bude americká nezaměstnanost dále snižovat – může Fed konečně sundat nohu z plynu někdy kolem poloviny příštího roku. Zvýšení klíčové sazby nepřichází v úvahu, dokud míra nezaměstnanosti neklesne na 6,5 %, což pravděpodobně až do roku 2015 nenastane.

Nezaměstnanost zřejmě nebude klesat příliš rychle. Minulý měsíc vlastně mírně vzrostla navzdory prudkému nárůstu vytváření pracovních míst. Je tomu tak, protože snižování nezaměstnanosti zaznamenané v loňském

roce bylo možné z velké části přisoudit velké skupině lidí, která nenalezla zaměstnání na plný úvazek a hledání vzdala, nebo přijala práci na částečný úvazek. Ekonomika nyní znovu roste a tito lidé se opět objevují na trhu práce.

Fed proto zvolna připravuje trhy na postupnou normalizaci své politiky. V horizontu několika příštích měsíců pravděpodobně nedojde k žádnému konkrétnímu kroku. Úrokové sazby porostou, půjde však o velmi pozvolný proces. Neočekáváme, že by výnosy z amerických desetiletých dluhopisů přesáhly v nejbližších 12 měsících 3 %. I tak ale bude mít letošní vývoj úrokových sazeb na dluhopisové investice tvrdý dopad.

Ostrá reakce rozvíjejících se trhů

Prohlášení Fedu měla své dozvuky i na rozvíjejících se trzích. Investoři volili možnost zajištění přitažlivých zisků, které jim plynuly v posledních měsících. Trh se obává, že obliba dluhopisů z rozvíjejících se trhů klesne, jakmile Federální rezervy zavřou monetární kohouty. Malé krůčky navíc často znamenají počátek velmi intenzivních fluktuací na relativně nelikvidních trzích.

Na robustních základech rozvíjejících se zemí se nic nezměnilo: nízká úroveň dluhu, omezená inflace, nejsilnější růst na světě atd. Jakmile se prach usadí, investoři na to znovu přijdou.

Svět se téměř nezměnil

Finanční a ekonomický obrázek se v posledních několika týdnech zásadně nezměnil. Úrokové sazby zůstávají nízké, ačkoli výnosy z dluhopisů v poslední době stouply. Pokud se výhledy příliš nezhorší, je pravděpodobné, že investoři při hledání návratnosti znovu zamíří k akciím a rostoucím trhům. Do té doby se připravme na určitou míru turbulence. Tento typ volatility je u finančních a akciových trhů přirozený.

- Světový hospodářský růst bude v roce 2013 vlažný, avšak kladný. Nejslabším článkem zůstává Evropa, nejsilnější růst zažívají rozvíjející se země (i přes zpomalení) a USA.
- Inflace není problém. Klesající ceny ropy a komodit stlačují inflaci po celém světě. To by mohlo podpořit důvěru zákazníků (zvyšující se kupní síla) a rozšířit manévrovací prostor centrálních bank.
- Akcie jsou ve srovnání s drahými státními dluhopisy pořád levné. Ačkoli akciové trhy už v absolutních hodnotách nejsou směšně laciné, pořád jde o nejlepší volbu ve srovnání s historicky nejnižšími dluhopisovými výnosy.

Chuť k riziku zvyšuje pravděpodobnost korekcí

Navzdory výkyvům zaznamenaným v posledních několika týdnech byly v posledních měsících cenové trendy finančních trhů pozoruhodně stabilní. Z toho vyplývá značná chuť k riziku, která kontrastuje se slabším hospodářským růstem.

Napětí mezi těmito dvěma faktory způsobuje, že tyto trhy velkou měrou závisí na hospodářských ukazatelích: slabý růst podporuje vznik strachu z neuspokojivých firemních výnosů, zatímco přesvědčivě silné ukazatele stresují investory možnostmi, že se do věci vloží centrální banky a zkazí jim celý večírek. V posledním případě je možné, že pro trh bude těžké odvyknout peněžnímu dopingu, který tu v posledních letech je.

S takovým náhlým odnětím to však není třeba přehánět. První kolo zvyšování úrokových sazeb nebude pro akcie nutně znamenat katastrofu. V minulosti, pokud úrokové sazby začaly z velmi nízkých hodnot stoupat, šlo obecně o kladný, nikoli záporný faktor pro akciový trh. Nedošlo k prudkým reakcím na akciovém trhu, dokud se peněžní politika nedostala do skutečně restriktivní polohy, čímž máme na mysli dlouhé sazby ve výši 6 % a více. K takovým hladinám máme v současnosti velmi daleko.

A je to tady. Nebo snad ne? Velká rotace, název pro proces přesunu peněz z dluhopisů do akcií, klepe na dveře... Vlastně už jednou nohou na trhy vstoupila. Rozbuškou se stalo poslední zasedání americké centrální banky, neboť zcela zřetelně konstatovalo, že doba masivního tištění peněz se, alespoň v USA, již blíží ke svému konci. Takové deklarace nebývají bez racionálního podkladu; a vskutku, poslední čísla skutečně ukazují na zlepšující se kondici tamní ekonomiky, včetně pozitivní nálady firem a spotřebitelů.

Reakce v podobě růstu úrokových sazeb byla tedy okamžitá a razantní, což vedlo nejen ke znatelným korekcím dluhopisů, ale i k výprodejům napříč všemi druhy aktiv. Investoři se částečně z trhů stáhli, drží peníze a znovu přemýšlejí o optimální alokaci na další období. S největší pravděpodobností dojdou k tomu, že nejlepší perspektivu v novém prostředí budou mít akcie, neboť i když zvýšené úrokové sazby kladou zvýšené nároky na výnosnost a lepší perspektivy ohledně tržeb a zisku, povedou k lepším výhledům.

Vždy, když dochází ke zlomovým chvílím v ekonomikách, ve fiskální nebo měnové politice, někdy i v politice obecně, zvedne se na trzích kolísavost, a to i na těch, které nakonec budou ze změn profitovat. Je evidentní, že ekonomika USA nabírá na obrátkách a není příliš mnoho období v historii akciových trhů, kdy by ekonomika rostla a trhy klesaly. Netřeba se ani příliš vzrušovat tím, že ohlášený růst HDP za první kvartál 2013 nebyl valný. Je to již minulost. Předstihové ukazatele mají vyšší vypovídací schopnost. A potvrzují, že optimismus je zcela na místě.

Současná situace je tedy spíše testem pro investory, testem ukotvení jejich investičních horizontů, testem skutečné citlivosti na volatilitu trhů a v neposlední řadě i příležitostí k zamyšlení, zda zvolená diverzifikace vlastního portfolia je skutečně správně nastavena.

Aleš Prandstetter, investiční stratég ČSOB Asset Management

Akcie už nejsou příliš levné

V zásadě se toho mnoho nezměnilo, navzdory turbulencím posledních týdnů. Pokud porovnáme poměr ceny k výnosům na mezinárodních burzách s historickým průměrem tamtéž, zjistíme, že jejich ocenění je stále ještě spíše levné.

Levné, ale ne již „směšně levné“. Ocenění mírně stoupla, zejména pak ve Spojených státech. Odhlédneme-li od dob internetové bubliny, americké akciové trhy v současnosti obchodují zhruba na dlouhodobém průměru. Úrokové sazby jsou však tak nízké, že existuje jen málo alternativ. Úrok u hotovosti je víceméně nulový a státní dluhopisy charakterizuje citlivost na růst úrokových sazeb. Sebeměší zvýšení povede ke kapitálovým ztrátám, které už tak zanedbatelný výnos zcela pohtlí. Dividendový výnos ve výši 2,6 % (globální akciový index), 3,6 % (evropské akcie) nebo 5 % (české akcie) sám o sobě znamená, že předvídaná celková návratnost je podstatně vyšší než návratnost v případě hotovosti nebo dluhopisů.

Akciové portfolio

V rámci akciového portfolia preferujeme akcie s vysokými dividendami. Akcie, které nabízejí vysokou dividendu, znamenají stabilnější návratnost než ostatní akcie, a vykazují silnou tendenci ke zpětnému odkupu akcií nebo převzetí. Volíme také akcie společností, které rozjíždějí programy zpětného odkupu akcií.

Preferujeme americké akcie nad evropskými. Hospodářská výkonnost těchto dvou kontinentů se i nadále výrazně liší, krize eura v pozadí stále trvá, zatímco americké společnosti jsou ziskovější než jejich evropské protějšky.

Dluhopisové portfolio

Omezujeme váhu tradičních státních dluhopisů v portfoliu. Nenabízejí 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. 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 zpevnování místních měn vůči euru by mohlo přinést další návratnost.
- Vždy bude důležité dobré rozdělení mezi různé měny. V minulých týdnech se ukázalo, že expozice u takových měn může vést ke značné fluktuaci v portfoliu. Pohyby směnných kurzů jsou vždy intenzivnější než kolísání úrokových sazeb.

Měsíc červen byl na globálních finančních trzích velmi bouřlivý, a to zejména vlivem signálů přicházejících z nejvýznamnější světové centrální banky – amerického Fedu. Již v květnu se objevily první náznaky, že někteří centrální bankéři zvažují postupný útlum nákupů amerických dluhopisů centrální bankou. Finanční trhy na to reagovaly poklesem cen dluhopisů a zvýšenou nervozitou na akciových trzích.

Nervozita na trzích pak pokračovala i v první polovině června. Před samotným 19. červnem se trhy stabilizovaly a s napětím očekávaly výsledek tohoto klíčového zasedání Fedu. Většina analytiků přítomných očekávala, že americká centrální banka bude ve svém komentáři velmi opatrná, aby nedala trhům záminku se domnívat, že zpřísnování měnové politiky je již blízko. Výsledek byl pro trhy však šokem, neboť výbor pro měnovou politiku shledal, že negativní rizika pro (americkou) ekonomiku a trh práce se od minulého podzimu vytratil. Fed ohlásil, že je připraven zpomalit tempo nákupu dluhopisů (kterými banka podporuje ekonomiku) ještě v tomto roce.

Trhy zareagovaly na varování Fedu velmi razantně. Všechna aktiva prakticky bez výjimky poklesla – dluhopisy, a to jak superbezpečné, tak rizikové, akcie i komodity, a to včetně zlata a jiných cenných kovů. Zvláště výrazně byla postižena aktiva v tzv. emerging markets, kde byl pokles akcií a dluhopisů umocněn oslabením tamních měn. Poklesy se nevyhnuly ani českým dluhopisům, česká měna však zůstala víceméně stabilní.

Před negativním vývojem dluhopisů v červnu portfolia neochránila ani námi udržovaná nižší durace dluhopisové části. Na naší strategii využívat v maximální možné míře podnikových emisí (v červnu např. nakoupena nová korunová emise Exp-Imp Bank Korea) však nic neměníme. V platnosti rovněž zůstává naše preference pro variabilní dluhopisy, které budou lépe vzdorovat případnému růstu úrokových sazeb.

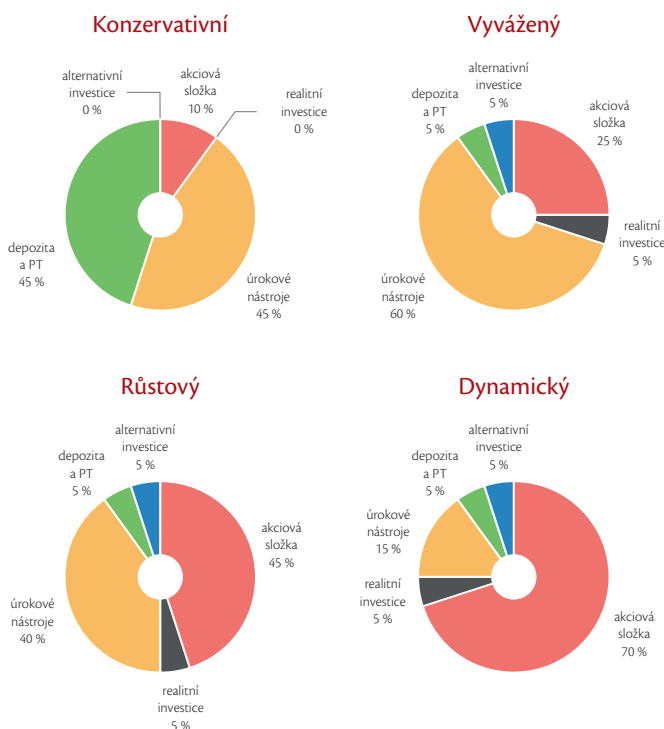
K negativnímu vývoji v červnu přispěla tentokrát i akciová složka portfolií, která byla vzhledem k rizikům udržována na neutrální úrovni. Sázka na americké akcie se však osvědčila – americké akcie zatím vyšly z červnové bouře bez zásadních ztrát a i výhled tohoto trhu považujeme při posuzování poměru riziko/výnos za nejnadějnější.

Jiří Sušický, hlavní 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 směrnatý 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 – Spojené státy americké

Hospodářské zotavení Severní Ameriky i nadále pokračuje v nastoupené cestě. Zvyšuje se důvěra a pokračuje pozitivní trend na trhu práce i bydlení. USA je tedy na dobré cestě stát se jednou z mála průmyslových zemí, které oznámí v roce 2013 pozitivní růst. I tempo růstu by se mohlo zvýšit. Počet nových pracovních míst vzrostl ze 150 000 měsíčně na 200 000. Americký trh bydlení se vzpamatovává. Větší počet pracovních míst a zvyšující se ceny nemovitostí by měly dále zvýšit důvěru spotřebitelů. A jasnější řešení veřejných financí by mělo nakonec povzbudit k navýšení investic i firmy. Tyto investice byly několik let nízké a společnosti mají bohaté finanční zdroje.

Někteří investoři věří, že pro americkou ekonomiku jde všechno až příliš dobře, a obávají se, že Fed zareaguje rychlým ukončením kvantitativního uvolňování. Tato, přestože v delším období žádoucí strategie, trochu vydělala investory, ti se rychle z trhů stáhli a způsobili pád většiny burz. My však neočekáváme, že by se věci pohnuly směrem k restriktivní měnové politice tak rychle, aby měly významný nežádoucí vliv na akciové trhy. Silně restriktivní rozpočtová politika a závratná úroveň dluhu, který je i v USA třeba snižovat, odradí Fed od úmyslu měnit směr příliš brzy.

Proto jsme k severoamerickým akciím i nadále pozitivní: jsou značně defenzivní, nejsou v rámci historických standardů drahé a mohou profitovat z nejlepšího hospodářského prostředí, které se v průmyslových zemích nachází.



Zaměření – jihovýchodní Asie

Asijské akciové trhy zahájily tento rok slabě a ovlivnila je i nedávná korekce akcií. Nejenže se rýsuje možnost méně aktivistické role Fedu, zdá se také, že čínská ekonomika zařadila o stupeň níž, což je pro mnoho investorů důvodem k obavám. I my bychom raději viděli silnější motor čínského růstu, ale nevidíme ani důvod k panice. Asijské akciové trhy obchodují s výraznou slevou. Existují však přesvědčivé argumenty ve prospěch prémie spíše než diskontu: hospodářský růst je pořád podstatně vyšší než na dýchavičném Západě, veřejné finance nevykolejila úvěrová krize a na účtu zahraničního obchodu je přebytek, což vše dohromady znamená, že hospodářský růst těchto zemí nezávisí na zahraničním kapitálu.

Čína sice řeší problémy na trhu bydlení, ale investice do infrastruktury – zejména železnic – podstatně vzrostly. Růst HDP byl v prvním čtvrtletí lehkým zklamáním, ale pořád dosahuje 7,7 %. Ekonomika menších zemí jihovýchodní Asie jede na plné obrátky. V těžkotonážní Indii jsou výkazy smíšené povahy, silné hospodářské statistiky se střídají se slabými a země se nadále potýká se strukturálními problémy (vysoký rozpočtový deficit, vysoká inflace a rigidní regulace). Abychom to shrnuli: Asie je vysoce rozrůzněný region s jedinou společnou charakteristikou: nejsilnější hospodářský růst na světě! Proto jsme i nadále pozitivní.

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.

Vyplácené 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 vyplácené dividendy nejdůležitější složkou návratnosti kapitálu. Jejich význam znovu vzroste, jakmile se burzy stabilizují po silném růstu. Tento obranný charakter je silou navíc v současných podmínkách.

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 znalost práva, 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 – americký dolar

Podle dlouhodobých oceňovacích modelů je americký dolar z 20 až 25 % podhodnocen pod skutečnou hodnotou 1,10 USD za euro. Toto ocenění funguje jako ukazatel ve velmi dlouhodobém horizontu. V krátkodobém horizontu může dolar čerpat sílu 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 vedoucí světovou měnou – skutečnost, na kterou evropští investoři někdy zapomínají. Po dlouhou dobu tvořilo značný rizikový faktor vysoké záporné saldo platební bilance. V posledních letech jsme zaregistrovali výrazné zlepšení ve prospěch mezinárodního postavení této měny. Investoři by si však i nadále měli být vědomi vysoké kolísavosti a někdy nevysvětlitelných výkyvů směnného kurzu.

Zaměření – luxusní zboží a turismus

Existoval-li někdy sektor s velkou silou tvořit ceny, je to tento. Hranice pro vstup na trh je extrémně vysoká. Silné značky se často opírají o dlouholetou tradici a skvělou pověst značky, což znesnadňuje jejich sesazení z tržnu. Jejich výnosy jsou navíc mnohem méně cyklické, než se obecně předpokládá. Poptávka po luxusním zboží roste v průměru třikrát rychleji než průměr růstu světového HDP. To je zjevné i z posledních čtvrtletních výsledků. Navzdory evropské recesi se tržby udržely na překvapivě dobré úrovni. Růst obrátu, který zůstává vysoký, pochází hlavně z oblastí mimo Starý kontinent. Hlavní roli tu hrají kupující z rozvíjejících se trhů – hlavně Číny, a zejména proto, že progresivně narůstající podíl tržeb lze připisat čínským turistům i zde. Čínská ekonomika nadále roste a počet maloobchodních prodejen v zemi se plynule zvyšuje. Stabilní růst výnosů v kombinaci s vysokými ziskovými maržemi znamená atraktivní a zajištěné výnosy v tomto specifickém segmentu v době, kdy v mnoha jiných segmentech výnosy podléhají velkému tlaku. Za všechno se ale platí: tento sektor není levný a obchoduje se s premií ve srovnání se širokým akciovým trhem. Domníváme se, že tato premie je opodstatněná, jelikož tento sektor má velkou sílu určovat ceny, robustní pohon růstu a stabilní růst výnosů.

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.

Vodní průmysl během uplynulých pěti let překonal světový trh. Vodohospodářské společnosti jsou obvykle nabízeny s premií, ale ta je o hodně nižší, než je dlouhodobý průměr. Z důvodu stabilního růstu obrátu a zisku jsme i nadále velmi pozitivní na toto téma.

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.

Zaměření – zboží dlouhodobé spotřeby

Automobilový průmysl povstal z popela, přinejmenším co se týče evropského luxusního segmentu. Poptávka z rozvíjejících se trhů je také silná navzdory zpomalení růstu Číny, odkud pochází 50 % zisku luxusních německých značek. V Evropě je to horší, prodeje aut silně zasáhla recese a nejzasáženějšími oblastmi byly masový segment a Jižní Evropa. Je třeba restrukturalizovat, ale to je politicky velmi citlivé téma. Zdá se však, že nejhorší už je za námi a tržby se začínají stabilizovat. I japonští výrobci se zotavují: dopad přírodních katastrof v Japonsku a Thajsku je zahlazen a výrobci využívají výhody slabšího jenu.

Positivně smýšlíme o sektoru médií. Navzdory mizivému růstu se reklamní rozpočty udržely na velmi dobré úrovni a zaznamenáváme teď signály, že se znovu schyluje k růstu v USA a Asii. Tradiční mediální hráči se nemožou vymanit z procesu neustálé adaptace a vzestup elektronických knih a průlom digitální televize pokračuje nezměněnou silou. Rostoucí počet firem však dokáže tohoto digitálního světa využít k tvorbě příjmu. Velcí mediální hráči v USA zvýšili výnosy z reklamy a zejména z poplatků za vysílání televizních programů.

Slabá důvěra spotřebitelů je i nadále noční můrou restaurací, distributorů a maloobchodníků. Americké domácnosti se pomalu staví na nohy, v čemž jim pomáhá zotavující se trh práce a bydlení, ale britští a potažmo evropští spotřebitelé jsou stále ještě vysoce zranitelní. Hospodářský růst stále chybí, jistota zaměstnání téměř neexistuje a mnoho britských domácností je silně zadluženo. Firmy se přizpůsobily nevalným podmínkám na trhu těžkým omezením nákladů. Přesto se dobře daří několika specializovaným oblastem: americkým řetězcům pro kutily (do-it-yourself), které budou těžit ze zotavení trhu bydlení, internetovým obchodníkům, kteří získávají podíl na trhu na úkor tradičních prodejců, ale podle našich analýz třeba i firmám prodávajícím vyhlídkové plavby.

Zachováváme si pozitivní náhled i na segment trvanlivého spotřebního zboží. Očekáváme, že prodejci luxusního zboží i sportovního vybavení, kteří dohromady tvoří více než polovinu tohoto subsektoru, porostou o robustních 10 % či více. Tržby nafukuje poptávka z rozvíjejících se zemí, zatímco dobrá pověst značek ochraňuje ziskové marže. Další vývoj čínské ekonomiky je pro tento sektor zásadní, ale posilovat tržby pomůže pokračující penetrace trhu. Tento sektor má atraktivní růstové vyhlídky, ale v důsledku toho se obchoduje s premií ve srovnání se širokým trhem.

Zaměření – zboží krátkodobé spotřeby

Obchodníci – prodejci potravin jsou velmi levní, bohužel je k tomu však dost dobrý důvod. 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. Vzniku silné nové střední třídy si hráči v tomto sektoru všimli. Každé čtvrtletí tyto firmy generují skvělý zisk. Zdá se, že jsou imunní vůči pomalejšímu hospodářskému růstu, protože výnosy dále rostou a i ziskové marže se drží. Klesající ceny potravinářských komodit jsou dobrou zprávou, protože jejich marže dále podpoří. I tak se jedná o sektor s robustním růstem a mizivým nebezpečím prudkého pádu. V současnosti je dost drahý, ale ocenění je přiměřené, opět díky nedávným tržním korekcím. Jde o sektor, kde se můžete schovat před nejistým počasím.

Zaměření – firemní dluhopisy

Tentokrát se firemním dluhopisům obecná averze k riziku nevyhnula. Rozpětí (výnosový diferenciál¹ výnosů mezi firemními dluhopisy a německými státními dluhopisy) se poněkud rozšířilo. V současnosti se nacházejí na stejné úrovni jako před dvěma měsíci. Rozpětí dosahuje 1,5 procentního bodu, což stále znamená solidní návratnost za úvěrové riziko, jemuž je investor vystaven, protože firmy se těší dobrému finančnímu zdraví. Nálada ve vztahu k důvěryhodným firemním dluhopisům zůstává konstruktivní: pro mnoho investorů jde o jediný přijatelný prostředek získání dodatečné návratnosti v současném klimatu s nízkými úrokovými sazbami. Současný výnos a možné zúžení rozpětí by mohly vyrovnat očekávaný mírný pokles (v dlouhodobém horizontu) výnosů ze státních dluhopisů.

Zaměření – konvertibilní dluhopisy²

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.

Akcie již nejsou tak levné, ale jsou rozhodně lepší alternativou než dluhopisy.

Zaměření – dluhopisy s vysokým výnosem v cizích měnách

Strach z uzavření peněžního kohoutku ve Spojených státech v poslední době zvyšoval tlak na výprodeje na finančních trzích. Této obecné averze k riziku nebyly ušetřeny ani vysokovýnosové dluhopisy v cizích měnách.

Navrch k několika konkrétním problémům (například politické nepokoje v Turecku a Brazílii) tyto trhy podkopávala hlavně myšlenka, že zájem západních investorů prudce klesne.

Malé pohyby navíc často uvedou do pohybu mnohem intenzivnější kolísání na relativně nelikvidních trzích. V robustních základech těchto zemí (nízké hladiny dluhu, omezená inflace, nejsilnější růst světa atd.) se

navíc nic nezměnilo. Jakmile se usadí prach zvěřený nedávným průvanem na těchto trzích, investoři si znovu uvědomí, že se sazbami západních trhů na této úrovni (i když v poslední době mírně vzrostla) jejich portfolia sotva drží krok s inflací. Vyšší úrokové sazby a podhodnocené měny v rostoucích zemích nabízejí lepší vyhlídky. Spolu s firemními dluhopisy proto vysokovýnosové dluhopisy v cizích měnách i nadále figurují jako nezbytná diverzifikace v portfoliu dluhopisů. Co se týče vysokovýnosových dluhopisových fondů, zvolili jsme velmi širokou alokaci do latinskoamerických, středoevropských a asijských dluhopisů. Investoři si však musejí uvědomovat poněkud vyšší volatilitu těchto trhů.

4 TYPY AKTIV

Hotovost

Výnosy budou nadále velmi nízké. V následujících měsících dojde k mírnému nebo žádnému zlepšení. Návratnost tak zcela jistě nedosáhne ani míry inflace, což povede k rozdělení kupní síly. Udržíme si proto pouze skromnou pozici v hotovosti, která nám umožní později investovat za lepších podmínek, než jsou dnešní, přičemž preferujeme zachování této pozice u amerických dolarů (viz výše). Úrokové výnosy jsou i zde víceméně symbolické, ale očekáváme, že dolary se vůči euru zhodnotí.

Dluhopisy

Centrální banky uměle udržují úrokové sazby na nízké úrovni

V rámci řešení krize snížily centrální banky víceméně po celém světě drasticky klíčové sazby. Ty se nyní nacházejí na úrovni 0 % v Japonsku, 0,25 % v USA, 0,50 % ve Velké Británii a rovněž 0,50 % v ECB. Všechny centrální banky (s – možná dočasnou – výjimkou ECB) zasahují také přímo do dluhopisových výnosů skupováním střednědobých a dlouhodobých dluhových cenných papírů v masovém měřítku. I to se podepsalo na prudkém snížení výnosů z dluhopisů v základních zemích EMU v posledních kvartálech. Tento trend nepochybně posílila i averze k riziku a útek zpět k základním kvalitám. Dlouhé sazby se v poslední době pod vlivem strachu, že Fed hodlá postupně omezit kvantitativní uvolňování, mírně zvedly. I tak jsou německé, americké, ale i české desetileté sazby nižší, navzdory poslednímu vzestupu, než průměrná předpověď inflace na dobu do splatnosti těchto investic. Nejsou tedy atraktivní investiční volbou.

Dluhopisové sazby jsou v posledních letech v EMU velmi kolísavé. Nejenže Řecko, Portugalsko, Irsko, Kypr a Španělsko musí (kvůli bankám) žádat o podporu Evropy a IMF, aby dokázaly financovat státní dluh, ale Itálie a Španělsko se potýká také s udržováním důvěry investorů. Mezitím se postupně reformuje institucionální rámec EMU. Má-li 17 demokracií

¹ Rozpětí mezi výnosem určitého dluhopisu a výnosem referenčního (tzv. benchmarkového) dluhopisu.

² Konvertibilní dluhopis se od klasického korporátního dluhopisu odlišuje tím, že investor spolu s výplatou kuponu získává také právo směnít dluhopis za akcie dané společnosti v předem stanoveném poměru. To je možné díky zabudované opci, jejíž cena má pak vliv na výši kuponu, který je tak zpravidla nižší než v případě korporátních dluhopisů. Pro konzervativní investory, kteří stále chtějí mít možnost dosažení zajímavého zhodnocení v případě růstu akcií společnosti, je však tento dluhopis velmi atraktivní variantou.

zpívat podle stejných not, zabere to spoustu času (a spotřebuje spoustu trpělivosti). V posledních měsících zjevně pookřála důvěra, kterou dokládá prudký pokles rozpětí mezi většinou problémových zemí na straně jedné a Německem na straně druhé. I tak se však nedomníváme, že jsou tyto záležitosti blízko vyřešení. Rozpočtové reformy postupují pracně vpřed a bankovní otázky by znovu mohly zaujmout střed scény, zejména pokud zůstane hospodářský růst slabý po delší dobu. V důsledku toho stále nahlížíme na investice do vládních dluhopisů slabších zemí eurozóny jako na příliš riskantní.

České státní dluhopisy

V červnu došlo na trzích dluhopisů stejně jako v předchozím měsíci k růstu výnosů (poklesu cen). Výnos desetiletého německého státního dluhopisu vzrostl o 0,22 % (cena poklesla), když investoři zvažovali dopady případného omezení nákupů dluhopisů americkou centrální bankou. U českých státních dluhopisů byl vývoj podobně jako u dalších rozvíjejících se trhů hektičtější, když výnos desetiletého dluhopisu vzrostl o 0,59 % (cena výrazně poklesla). Na krátkém konci výnosové křivky došlo k mírnějšímu růstu výnosů ve výši přibližně 0,25 %. Střednědobé výnosy pak vzrostly přibližně o 0,50 %. 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 poklesla na hodnotu 1,3 % (–0,2 % meziměsíčně) a zklamal také pokles HDP za první čtvrtletí. Červnové primární aukce českých státních dluhopisů přinesly ve srovnání s předchozími měsíci vyšší výnosy. Aukce šestiletého dluhopisu CZGB 1,5/19 proběhla s maximálním výnosem 1,72 % a aukce třináctiletého dluhopisu CZGB 2,5/28 s výnosem 2,87 %. Náš výhled na český dluhopisový trh je negativní, a preferujeme tedy investice do krátkodobějších dluhopisů. Proti tomuto názoru sice hovoří domácí makroekonomický vývoj, nicméně budou-li růst výnosy (klesat ceny) dluhopisů ostatních evropských států, neexistuje pro české státní dluhopisy způsob, jak se z takového trendu zcela vymanit.

Martin Horák, portfolio manažer ČSOB Asset Management

Akcie

Akcie již nejsou tak levné, ale jsou rozhodně lepší alternativou než dluhopisy

Porovnáme-li poměr ceny k výnosům na mezinárodních burzách s jejich historickými průměry, zjistíme, že rozhodně nejsou drahé. Prudké zvýšení cen, jehož jsme byli svědky v posledních měsících, však bylo doprovázeno skromným – a v Evropě dokonce negativním – růstem výnosů. Akcie jsou tedy nyní dražší. Ponecháme-li stranou léta internetové bubliny, americké akciové trhy se v současné době obchodují za zhruba svůj dlouhodobý průměr, jejich evropské protějšky jsou naopak stále o něco níže (ale odůvodněně). Akcie jsou navíc velmi citlivé na ekonomický růst. I když očekáváme zlepšení nadcházejících čtvrtletích, světová ekonomika stěží přinese razantnější růst právě teď. Proto jsme pozitivní, ale poněkud opatrnější v krátkodobém horizontu.

Nicméně ve srovnání s hotovostí a dluhopisy (vládními i firemními) zůstávají akcie o mnoho lepší volbou již ve střednědobém horizontu. I v případě, že poměr ceny k výnosům neporoste, akcie mohou nadále růst v souladu s růstem zisků. Růst zisků je vyšší než nominální růst světového HDP (v současné době 5,5 % až 6 %) a podstatně vyšší než krátkodobých

nebo dlouhodobých úrokových sazeb (které nedosahují více než 2,5 %). Přidejte dividendový výnos 2,65 % (pro globální akciový index), 3,6 % (pro evropské akcie) nebo více než 5 % (české akcie) a předpověď celkového výnosu je podstatně vyšší než u hotovosti nebo dluhopisů. Pozor však na fakt, že mluvíme o střednědobém horizontu a delším.

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 Íránem nebo Jižní Koreou a Západem. 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 evropský nemovitostní trh.



Alternativní investice

Alternativní investice představují širokou škálu tříd aktiv, jako jsou hotovost, nemovitosti, komodity, hedge fondy⁴ 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.

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 2. 7. 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	0,50	0,50	0,70	0,90
	5Y sazba	1,50	1,60	1,70	1,90
	10Y sazba	2,25	2,40	2,60	2,75
	USD/CZK	19,80	20,39	20,40	21,00
	EUR/CZK	26,00	25,90	25,50	25,20
EUR	Základní sazba	0,50	0,50	0,50	0,50
	2Y sazba	0,20	0,20	0,45	0,70
	5Y sazba	0,70	0,70	0,85	1,20
	10Y sazba	1,70	1,60	1,75	2,00
USD	Základní sazba	0,25	0,25	0,25	0,25
	2Y sazba	0,35	0,35	0,60	0,80
	5Y sazba	1,40	1,40	1,50	1,75
	10Y sazba	2,50	2,50	2,50	2,75
	USD/EUR	1,30	1,27	1,25	1,20

Zdroj: ČSOB, ČSOB AM, KBC AM, Bloomberg

Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)			Inflace (průměrná roční změna, v %)		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
CZ	-1,20	-0,10	+1,90	+3,30	+1,80	+1,80
EMU	-0,60	-0,60	+1,00	+2,50	+1,50	+1,55
USA	+2,20	+1,90	+2,70	+2,10	+1,50	+1,90

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg