

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 %

Reality

V posledních týdnech se rizika propadu ekonomiky značně snížila. Vypadá to, že americká ekonomika se s vládními škrty vyrovnává dobře a obavy o rozpočtovou politiku a vývoj na trhu práce se vytratily. V případě Evropy se stále čeká na pozitivnější růstové statistiky, ale přinejmenším ukazatele důvěry se už obrátily k lepšímu. Je čas navýšit rizikové složky investičních portfolií.

Výrazné snížení rizika recese

Světová ekonomika roste, zejména v západních ekonomikách se tak však děje v pomalém tempu. Ve srovnání s předchozími měsíci tedy naše předpovědi růstu světové ekonomiky nebyly upraveny prudce vzhůru. Existuje však příliš mnoho povzbudivých znamení, než abychom je mohli ignorovat.

USA se s rozpočtovými reformami vyrovnávají podivuhodně dobře. Vybereme-li ze zlepšených hospodářských statistik:

- Barometr obchodní důvěry ISM (index nákupních manažerů) v červnu opět překonal kritickou hranici 50.
- Trh bydlení se i nadále zotavuje: ceny domů rostou rychleji, nálada v rezidenčním bydlení se zlepšuje a ukazatel zadlužení domácností se poměrně rapidně snižuje.

- Nejdůležitějším faktorem je trh práce. V červnu vzniklo 195 000 nových pracovních míst a statistiky předcházejících měsíců byly výrazně opraveny směrem vzhůru.

Nezaměstnanost je důležitým kritériem při nastavování monetární politiky americkou centrální bankou. Nepřímo tedy také pomáhá určovat náladu na finančních trzích. Rostoucí zaměstnanost je také významnou hnací silou spotřebitelské důvěry.

V Evropě ještě nevykazují tvrdá (HDP, nezaměstnanost) data žádná zlepšení, na rozdíl od ukazatelů důvěry, kde již vidíme známky optimismu.

- Přední německý index IFO (index podnikatelského klimatu) dosahuje hodnoty 106 na stupnici od 85 do 115.
- Barometry obchodní důvěry PMI zůstávají na nízkých hodnotách, ale po několik měsíců setrvávají v růstovém trendu.
- Ukazatele PMI v jižní Evropě se rychle dotahují na státy jádra eurozóny.
- Příznivý vývoj důvěry spotřebitelů poskytuje důvody k optimismu.

Nedávné znepokojení ohledně čínského růstu se nezakládá na ničem novém. Statistiky vývozu nepřestaly být zklamáním a nakrátko se vynořil i problém úvěrové krize v Číně. Oznámení Bank of China, že hodlá zamezit stínovému udělování úvěrů v čínské ekonomice – podrozvahové půjčky, které je složité regulovat a jež údajně tvoří až čtvrtinu veškerých úvěrů – vedlo ke znepokojení, které ovšem již utichlo.

Zdá se, že čínské úřady jsou spokojené s růstovými statistikami v oblasti 7,5 % namísto obvyklých 10 % z minulosti. Jinak neexistuje žádné znamení, že by vláda nebo centrální banka ztratily kontrolu nad děním – nakolik je možné si o hospodářské situaci země s řízeným uvolňováním informací a strukturou komunikace udělat pravdivý obrázek. Nejlepším ukazatelem čínské ekonomiky tak možná stále zůstává výkonost renminbi. I měna je řízena v zájmu ekonomiky a pokračuje v posilování.

Udělat cokoliv, aby úrokové míry zůstaly nízké

Rizika obnoveného hospodářského propadu se možná výrazně snížila, nezmizela však zcela. Cena ropy je i nadále rizikovým faktorem. Ropa je ve vztahu k nadbytku kapacit a zásob stále příliš drahá. Pokles ceny ropy by byl logický a poskytl by další podporu hospodářskému zotavení. Trvalá nebo zvyšující se prémie za politické riziko by však mohla negativně ovlivnit příznivé vyhlídky inflace, a v tom případě by se růstový scénář také mohl ocitnout pod tlakem.

Předpokládáme tedy, že centrální banky budou udržovat úrokové sazby, včetně dluhopisových sazeb, na nízkých úrovních. Začátkem května se americké (1,65 %) a evropské desetileté sazby (v Německu 1,2 %) dotkly dna. Dnes jsou úrovně v USA a Německu o přibližně 95, resp. 45 bazických bodů vyšší.

Růst dluhopisových sazeb vyvolaly zejména obavy z hrozícího omezení programu nákupu dluhopisů americkou centrální bankou (Fed). Úrokové sazby prudce poskočily i na rozvíjejících se trzích. Investoři se totiž obávali, že s uzavřením měnových kohoutů Fedu se vytratí investiční apetit i na dluhopisy rozvíjejících se trhů.

A Fed opravdu vyslal průzkumný balónek ohledně odchodové strategie ze stávajícího programu injekcí likvidity. Fed naznačil, že by zahájil redukcí nákupního programu již letos, a celý program by skončil v roce 2014. Pro mnoho investorů to bylo dříve, než očekávali, a finanční trhy následně zareagovaly velmi nervózně. Nikdo si, zdá se, neuvědomil, že takové omezení by bylo podmíněno zlepšujícím se hospodářským prostředím.

V takovém prostředí nelze očekávat žádné zvýšení klíčové sazby. Fed zmínil jako nejbližší datum počátečního zvýšení polovinu roku 2015. Evropská centrální banka (ECB) nebyla ve svém sdělení natolik konkrétní, ale zdá se, že je naladěna na stejnou vlnu. Počátkem května snížila ECB klíčovou sazbu o 25 bazických bodů na 0,25 %, v polovině června vydal prezident ECB Mario Draghi jasné oznámení, že další snižování úrokových sazeb není v dohledu. Počátkem července zdůraznil, že úrokové sazby budou drženy na nízké úrovni po delší dobu.

Rozhodnutí ECB týkající se úrokových sazeb umožňují ECB pouze přímé ovlivnění sazeb peněžního trhu. Ty pak mají jen nepřímý a omezený vliv na dlouhodobé úrokové sazby. Z tohoto důvodu centrální banky USA, Japonska a Velké Británie aktivně nakupují dluhové papíry. To jim umožňuje udržovat dlouhé sazby na nízké úrovni. ECB se dosud tohoto programu kvantitativního uvolňování nezúčastnila.

Politika centrálních bank se v posledních měsících možná nezměnila, vypadá to však na změnu komunikační strategie. Centrální bankéři konkrétně sdělují, jak vidí budoucí vývoj monetární politiky. Takový výhled do budoucna od představitelů centrálních bank je nová věc a zdá se, že investoři si na něj ještě úplně nezvykli.

Navzdory nedávnému nárůstu zůstávají výnosy dluhopisů v klíčových zemích (Německo a USA) nízké. V nadcházejících měsících očekáváme mírně vyšší dluhopisové výnosy. Rostoucí ekonomický optimismus a/nebo méně investorů, kteří vyhledávají bezpečný přístav německých či amerických státních dluhopisů, by mohl nastolit další tlak na zvyšování dluhopisových výnosů. Neočekáváme žádný dramatický nárůst výnosů, ale riziko, že dluhopisové sazby vzrostou výrazněji (a rychleji), než se předpokládá v našem scénáři, je vyšší než pravděpodobnost poklesu úrokových sazeb.

Státní dluhopisy tedy jsou pořád drahé. Desetileté výnosy amerických a německých dluhopisů jsou o 1,5, resp. 2 procentní body nižší než průměr za posledních patnáct let. Buď je riziková prémie u akcií extrémně vysoká, nebo je kompenzace za bezrizikový státní papír absurdně nízká.



Pokud by akciové trhy měly zohlednit dnešní „normální“ rizikovou prémii, musel by desetiletý výnos v USA být poblíž 7 % a evropský dokonce 9 %. Hlubokou mezeru v ocenění lze překlenout, pouze pokud (i) ceny akcií stoupnou (výrazně) více než firemní zisky, nebo (ii) začnou (prudce) růst dluhopisové výnosy. Samozřejmě k tomu nemusí dojít právě teď, ale i tak nám to pomůže uvědomit si investiční souvislosti nadcházejících let.

Chuť k riziku zvyšuje pravděpodobnost korekcí

Navzdory fluktuacím z několika minulých týdnů jsou v posledních měsících cenové trendy finančního trhu pozoruhodně stabilní. To naznačuje značnou chuť k akceptaci rizika, což je v protikladu se slabším hospodářským růstem.

Napětí mezi těmito dvěma fakty způsobuje vysokou závislost trhů na hospodářských ukazatelích: slabý růst zesiluje strach z neuspokojivých firemních zisků, zatímco přesvědčivě silné statistiky znervózňují investory v tom smyslu, že přestanou konat centrální banky a celý večírek bude ukončen. Ve druhém případě by se mohlo stát, že pro trh bude těžké odvyknout si od monetárního dopingu, který zažíváme posledních několik let.

Žádný takový náhlý odklon by neměl být přehnaný. První kolo zvyšování úrokových sazeb nemusí být pro akcie vyloženě špatné. Když se v minulosti začaly úrokové míry zvedat z velmi nízkých hladin, šlo obecně o pozitivní, nikoli negativní faktor ve vývoji akciového trhu. Tehdy se neobjevovaly prudké reakce akciového trhu, dokud nebyla monetární politika opravdu restriktivní, což podle nás znamená dlouhé sazby ve výši 6 % a více. V současné době jsme takovýmto úrovním opravdu velice vzdáleni.

Tak tu máme opět výsledkovou sezónu. V USA již reportovaly téměř dvě třetiny firem indexu S&P 500 a je tedy možné činit první závěry. Výsledky zatím vypadají dobře, a to jak z hlediska tržeb, které se meziročně zvýšily o cca 3,5 %, tak z hlediska zisku. Tato položka, která investory zajímá nejvíce, meziročně roste o 4,6 %, což ty, kdo mají zainvestováno v amerických akciích, zcela nepochybně těší a je pro ně překvapením, neboť se čekali růst ani ne poloviční.

Možná se zdají být neoslavná makroekonomická data, přicházející ze Spojených států. Ale musíme si uvědomit, že v platnost částečně vstoupily automatické škrty. Ano, je to ten „fiskální útes“, kterého se na přelomu roku všichni báli. Nepřišel sice s plnou silou, nicméně v ekonomice jeho uplatněná část roli hraje a přece jen ji brzdí v rozletu. Na druhou stranu se prudce lepší federální rozpočet a bystří čtenáři ekonomických periodik možná zaznamenali, že ratingové agentury se na USA již dívají mnohem shovívavěji a hrozby snižování jejich úvěrového ohodnocení jsou ty tam.

Čína a Evropa optimismus také brzdí, pro obyvatele ČR je dokonce slovní spojení „zdravý růst ekonomiky“ něčím, co řadí do dávné lidové slovesnosti. Nicméně dívejme se dopředu. Ten obrázek je barevný, neberme si ani černé, ani růžové brýle. Akcie již nejsou láci, zvláště ty americké, dobrou investiční volbou však zůstávají, přestože s růstem úrokových sazeb se dá očekávat jejich zvýšené kolísání. Možné je přidat něco nemovitostí či fondů na ně zaměřených. Dluhopisy, spíše s kratší splatností a durací, by měly tvořit kotvu. Neupínejme se však jen na ty státní. Komoditami můžeme kořenit, zatím však spíše nevýrazně – Čína zůstává motorem růstu světa, ale trochu uvadá. A břidlicová revoluce má na některé z komodit drtivý dopad – podívejme se na ceny energetického uhlí.

Aleš Prandstetter, investiční stratég ČSOB Asset Management

Budování akciové expozice

Světový index MSCI World v eurech je přibližně o 10 % výše než na počátku roku. Když firemní zisky stagnovaly, byly akcie v průběhu roku o něco dražší. Akcie jsou však pořád levné. Na základě absolutních měřítek jako poměr ceny k účetní hodnotě a poměr ceny k zisku na akcii (P/E) se americké akcie v průměru obchodují až o 20 % níž, než je průměr za posledních 15 let, zatímco evropské akcie se obchodují se slevou až 25 %.

I v relativním měřítku, tj. v poměru k dalším třídám aktiv, jako jsou dluhopisy nebo hotovost, zůstávají akcie levné. Samotný dividendový výnos u evropských akcií (3,55 %) je dvakrát vyšší než výnos (1,65 %) u desetiletých německých státních dluhopisů. Seběmenší zvýšení výnosu státních dluhopisů povede ke kapitálovým ztrátám, které už tak zanedbatelný výnos zcela pohltí.

Akciové portfolio

V rámci akciového portfolia preferujeme akcie vyplácející vysoké dividendy. Akcie, které nabízejí štědrou dividendu, přinášejí stabilnější návratnost než ostatní akcie, a vykazují silnou tendenci ke zpětnému odkupu akcií nebo k převzetí. Volíme také akcie společností, které rozvíjejí programy zpětného odkupu akcií.

I nadále preferujeme americké akcie před evropskými.

- Mezi těmito dvěma kontinenty jsou i nadále výrazné hospodářské rozdíly.
- Americké firmy jsou ziskovější než jejich evropské protějšky, a i prognózy růstu zisku pro letošní rok jsou vyšší v USA (+7 %) než v Evropě (−1,8 %).
- Evropské akcie jsou v průměru o 17 % levnější než americké, ale jde jen o málo více, než je historický průměr, a odhlédneme-li od něj, je levnější ocenění opodstatněné: evropské společnosti jsou obecně více orientované na domácí trh, který se nachází v recesi.



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 návratnost. Případně zpevnování lokálních měn vůči euru by mohlo přinést další výnos. Vždy bude důležité dobré složení mezi různými měnami. V minulých týdnech se ukázalo, že expozice do takových měn může vést ke značné fluktuaci v portfoliu.

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

Pro měsíc srpen jsme mírně navýšili akciovou pozici v portfoliích nad neutrální úroveň. Z pohledu makroekonomického vývoje pokračuje trend nastolený v minulých měsících. HDP v 2Q vzrostlo anualizovaným tempem o 1,7 % a překonalo tak odhady (+1 %). Příjemně překvapil především pozitivní příspěvek investic, naproti tomu červnová data z nemovitostního trhu – počty započatých staveb domů a vydaných stavebních povolení – nepříjemně překvapila. A ve výčtu důležitých dat můžeme pokračovat, trh práce za červen dopadl smíšeně. Na jednu stranu vzrostla míra nezaměstnanosti na 7,6 % (očekávala se stagnace na 7,5%) a na druhou stranu došlo k vyšší než očekávané tvorbě pracovních míst. Jedním z hlavních témat na finančních trzích zůstává způsob a načasování omezení kvantitativního uvolňování ze strany americké centrální banky. Zápis z posledního zasedání FOMC jen potvrdil, že výrazná část jeho členů před případným omezením programu kvantitativního uvolňování chce vidět další zlepšení na trhu práce.

V USA začala výsledková sezona za 2Q. Ceny amerických akcií vyjádřené indexem S&P 500 rostly v červenci o 4,3 %. Evropské tituly přibližně o 6 %. Náš pozitivní výhled je zdůvodněn kombinací vlivů ve formě dobrých výsledků firem a postupně se zlepšujícího makroekonomického prostředí. Z konkrétních sektorů a témat preferujeme stále defenzivní investice do akcií farmaceutických firem, do akcií s vysokým dividendovým výnosem a tzv. buyback titulů.

Podíl dluhopisové složky zůstává pro měsíc srpen nastaven na podvážené úrovni. Hlavním důvodem pro pokles tržních cen dluhopisů jsou obavy z dalšího postupu americké centrální banky ohledně nákupů státních dluhopisů. Při omezení těchto nákupů dojde ke zvýšení nabídky amerických státních dluhopisů, které bude muset absorbovat trh, a dojde tak k tlaku na růst výnosů (pokles cen) amerických státních dluhopisů, čímž budou pravděpodobně ovlivněny i další dluhopisové trhy, včetně evropského.

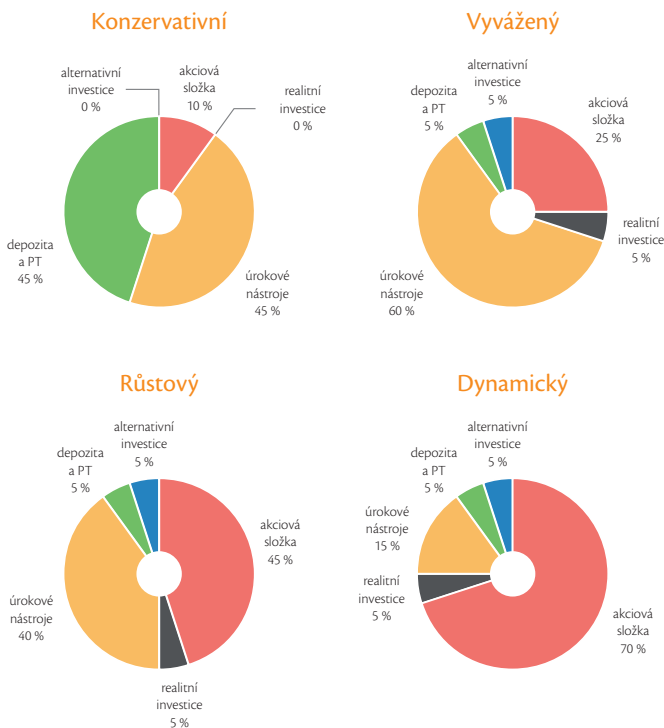
Domácí makroekonomická data v červenci znovu potvrdila slabou výkonnost české ekonomiky. Pozitivní nicméně bylo potvrzení stávajícího ratingu od společnosti S&P (AA– stabilní výhled). MMF snížil výhled růstu světové ekonomiky (již popáté v řadě od začátku roku 2012) z +3,3 % na +3,1 % především kvůli protahující se recesi v eurozóně a zpomalujícímu se růstu rozvíjejících se ekonomik. Makroekonomický vývoj je tedy nyní pro korunové dluhopisy příznivý, nicméně v současnosti se ceny českých státních dluhopisů pohybují v souladu s vyspělými dluhopisovými trhy. Duraci dluhopisových portfolií v krátkodobém horizontu držíme na podvážené úrovni.

Jaroslav Škvor, portfolio manažer ČSOB Asset Management

Při nabízení svých produktů vychází ČSOB z předpokladu, že referenční měnou (ve které dostáváte příjmy a platíte své výdaje) je česká koruna. Nákup cizoměnových aktiv zpravidla zvyšuje rizikovost portfolia. Preferujeme nástroje v CZK, ale je možné doporučit i cizoměnové nástroje při dodržení těchto podmínek:

- Hlavní část portfolia je tvořena klíčovými produkty – například smíšené fondy odpovídající investičnímu profilu klienta (konzervativní, vyvážený, růstový a dynamický), globální akciový fond, část zajištěných, strukturovaných a smíšených fondů.
- Zbývající část portfolia doporučujeme diverzifikovat tak, že jeden doplňkový produkt tvoří maximálně 10 % složky.

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 pokračují pozitivní trendy na trhu práce a bydlení. USA je tedy na dobré cestě stát se jednou z mála průmyslových zemí, která 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 zvyšovat důvěru spotřebitelů. V důsledku toho porostou výdaje domácností, takže ekonomika nadále vzroste. Kombinace ekonomického růstu – vyšších daňových příjmů – a úspor přináší snížení schodku amerického rozpočtu.

Některí investoři se s obavami domnívají, že americká ekonomika si vede až tak dobře, že Fed bude reagovat tím, že ukončí program kvantitativního uvolňování. Víze omezování programu dominovala trhu: Očekává se totiž, že nákupy amerických vládních dluhopisů ze strany Fed budou, počínaje zářím, klesat a zcela ustanou v roce 2014. Investoři tomu okamžitě přizpůsobili své pozice. Úrokové sazby prudce stouply, nervozita na akciovém trhu byla viditelná a většina burz zaznamenala pokles. Poté předseda Fedu (Bernanke) naznačil, že další utlumování nákupů dluhopisů bude zohledňovat stav ekonomiky. Pokud by to mělo ohrozit oživení a růst zaměstnanosti na trhu práce, pak může být proces omezování monetárních stimulů zastaven a nastartován proces opačný. To podle očekávání nastolilo klid na trzích.

Proto jsme vůči 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 rysuje možnost méně aktivistické role Fedu, zdá se také, že čínská ekonomika zařadila o jeden rychlostní stupeň níže, což je pro mnoho investorů důvodem k obavám. I my bychom raději viděli motor čínského růstu silnější, 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 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. Domácí poptávka se solidně zvedá, zatímco exportní motor se stále zadržává. Vzkríšení růstu v USA a Evropě by mohlo pomoci znovu rozjet vývoz. To je zásadní zejména pro Koreu a Tchaj-wan. Malé státy jihovýchodní Asie zpomalení růstu nezasáhlo. Asie je vysoce rozmanitý region s jedinou společnou charakteristikou: nejsilnější hospodářský růst na světě! Proto jsme i nadále pozitivní.

Čína

Nejnovejší politika Číny je založena na kvalitě a udržitelném růstu, nikoli na vysokých růstových statistikách jako takových. Nastalo tedy tvrdé řešení problému „stínového bankovníctví“ – prudkého nárůstu půjčování mimo tradiční bankovní sektor. To ovlivňuje poskytování úvěrů, zejména pro malé firmy a mezi firmami navzájem, ale tímto způsobem se řeší i problémy na trhu bydlení a je vyvíjeno úsilí na zkvalitnění úvěrů. Jakékoli problémy v bankovním sektoru může převzít vláda, která drží 70% podíl ve velkých bankách, zatímco relativní izolovanost čínského bankovního systému znamená, že existuje jen malé nebezpečí kontaminace mezinárodního finančního systému. Růst HDP klesl a dosahuje za druhé čtvrtletí roku 2013 výše 7,5 %. Zdá se však, že zpomalení růstu – zejména neuspokojivý vývoz – skončilo a domácí poptávka se drží. Vláda nebude tolerovat pokles růstu pod 7,5 % a má v rukou prostředky ke stimulaci ekonomiky prostřednictvím cílených investic a uvolnění monetární politiky.

Zaměření – akcie s vysokými dividendami a zpětným odkupem

Silné zotavení výnosů, bohaté hotovostní pozice a atraktivní úrovně ocenění vedou mnoho společností k vyplácení (nebo zvyšování) dividend a zpětnému odkupu vlastních akcií. V obou případech je část nadbytečných prostředků vyplácena zpět akcionářům. 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. Investice do rozšíření kapacit a nové produktové řady jsou pravděpodobně tou nejlepší volbou na pozadí silného růstu. V případě slabšího růstu to platí mnohem méně.

V současném prostředí nízkých úroků vytváří držba hotovosti v rozvaze velmi omezený 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 vykoupované v rámci těchto programů nakonec zrušeny. Pouze v takovém případě se totiž zvýší relativní odměna pro akcionáře, kteří si ponechají své akcie. Zpětný odkup je signálem z vedení společnosti, že akcie jsou 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 až posledním krokem, ukončení

programu zpětného výkupu je mnohem snadnější. Pro investora představují vysoké dividendy relativně stabilních společností dobrou alternativu k nízkým výnosům z dluhopisů. Akcie společností, které rozdělují vysoké procento zisků, podávají v dlouhodobém horizontu lepší výkon než jejich protějšky ze stejného odvětví. V delším časovém horizontu jsou vyplacené dividendy nejdůležitější složkou návratnosti kapitálu. Jejich význam znovu vzroste, jakmile se burzy stabilizují po silném růstu.

Zaměření – globální lídři

Ve světě, který je vzrůstající měrou globalizován, si firmy volí optimální umístění výrobních, prodejních a finančních divizí. 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 jsou zde pevně zakotvena zdravá kritéria řízení podniku. Výroba zboží a služeb však míří za nízkými náklady – zejména v případě masové produkce. Vyhledávány jsou i nejlepší trhy: růst tržeb se často soustředí na vzrůstající se 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. Globální lídři trpí větší expozicí na rozvíjejících se trzích, které zůstávají. Zotavení těchto trhů tak může být pouze v jejich prospěch.

Zaměření – americký dolar

Podle dlouhodobých oceňovacích modelů je americký dolar z 20 až 25 % podhodnocen pod reálnou 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 nárůst produktivity, lepší vyhlídky růstu než v Evropě a újma, kterou utrpěla image eura v důsledku dluhové krize a přísnější fiskální politiky.

Dolar je vedoucí světovou měnou – skutečnost, na kterou evropští investoři někdy zapominají. 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 nevysvětelných výkyvů směnného kurzu.

Finanční krize eura v posledních měsících ustoupila, ale může čas od času znovu vzplanout. V minulosti pro to existovalo dosti důvodů vzplanutí, i když se krize nedostala do vrcholného stadia. Ať už je to jakkoliv – pro EMU to byl ztracený rok: strukturální reformy se neuskutečnily, směry, které byly vytýčeny, byly opuštěny a zavládla skleslost z fiskální konsolidace. Tímto naznačujeme, že očekávání eurokrize, byť by nedosáhlo stavu, v němž ohrozí euro fundamentálně, nastartuje novou vlnu averze k riziku.

Zaměření – luxusní zboží a turismus

Existoval-li někdy sektor s velkou silou tvořit ceny, je to tento. Bariéry pro vstup na trh jsou extrémně vysoké. 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 starého kontinentu. Hlavní roli tu hrají kupující z rozvíjejících se trhů – hlavně Číny. Postupně stoupá i podíl tržeb čínských turistů v naší části světa. 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 relativně jisté zisky v tomto specifickém segmentu v době, kdy v mnoha jiných odvětvích jsou zisky pod tlakem. Za všechno se ale platí: tento sektor není levný a obchoduje se s prémie ve srovnání se širokým akciovým trhem. Domníváme se, že tato prémie je opodstatněná, jelikož tento sektor má velkou sílu určovat ceny, udržuje si robustní růst tržeb a stabilní růst zisků.

Zaměření – vodní průmysl

Nedostatek pitné vody je zjevně jednou z největších výzev století. Zajištění pitné vody a potraviny 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 zvyšovala 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 prémie, 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

Za posledních deset let tento sektor ztratil svou 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 dostatek času na přijetí obranných kroků. V důsledku klesajícího ocenění 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 toky peněz, který usiluje o naplnění vrácení hodnoty akcionářům.

Už tedy nejde o příběh růstu? Zisky na akcii za posledních pět let přesto vzrostly v průměru o 7 %, což z tohoto oboru činí nejsilnější defenzivní sektor pohybující se vysoko nad průměrem trhu. Vzhledem ke stárnutí obyvatelstva na Západě počet pacientů strukturálně roste, zatímco vyšší životní úroveň v rozvojových zemích vedla k nárůstu poptávky po lepší zdravotní péči a vzniku nových prodejních trhů. Navíc se zvyšuje spotřeba a využití léků a lékařských přístrojů na hlavu. Zlepšují se i ziskové marže: v Evropě došlo k vrcholu ukončování patentových ochran, tlak na ceny léků v důsledku úsporných opatření se snižuje, rozsáhlé prostředky určené na výzkum se racionalizovaly a snížily, přičemž výzkum začíná generovat více nových produktů. Příslušným prostředkům mají zajištěny především biotechnologie, pro které platí jeden benefit navíc, totiž že je jen velmi obtížné vyrábět generické kopie těchto biomolekul.

V rámci akciového portfolia preferujeme akcie vyplácející vysoké dividendy.

Zaměření – zboží dlouhodobé spotřeby

Automobilový průmysl povstal z popela, přinejmenším co se týče evropského a amerického luxusního segmentu. Poptávka z rozvíjejících se trhů je také silná i navzdory zpomalení růstu Číny, odkud pochází 50 % zisku luxusních německých značek. V Evropě je situace 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 japonské výrobce se zotavují: dopad přírodních katastrof v Japonsku a Thajsku je zahlazen a výrobce využívají výhody slabšího jenu.

Positivně smýšlíme o sektoru médií, který je levný. 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 nemohou vymanit z procesu neustálé adaptace a vzestup elektronických knih a průlom digitální televize pokračují s 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. I zde však vidíme náznaky zlepšení. Americké domácnosti se pomalu staví na nohy, v čemž jim pomáhá zotavující se trh práce a bydlení. Důvěra britských domácností jde také vzhůru, což se přenáší i na evropské zákazníky. Firmy se přizpůsobily nevalným podmínkám na trhu těžkým omezením nákladů. Přesto se dobře daří několika specializovaným oblastem: americkým hobbymarketům / řetězcům pro kutily (DIY – Do it yourself – Udělej si sám), které těží ze zotavování trhu bydlení, internetovým obchodníkům, kteří získávají podíl na trhu na úkor tradičních prodejců, ale také i firmám prodávajícím vyhlídkové plavby.

Zachováme 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 silná pozice značek ochraňuje ziskové marže. Další vývoj čínské ekonomiky je pro tento sektor zásadní, ale posilovat tržby pomůže rovněž i pokračující penetrace trhu. Tento sektor má atraktivní růstové vyhlídky, ale v důsledku toho se obchoduje s premii ve srovnání se širokým trhem.

Zaměření – zboží krátkodobé spotřeby

Prodejci potravin jsou velmi levní, bohužel je k tomu však dost dobrý důvod. Musejí se vyrovnat se západními spotřebiteli, kteří jsou teď extrémně citliví na ceny, 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 zatěžuje ziskové marže. Z této neobyčejně nelítostné 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 proto 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.

Zaměření – firemní dluhopisy

Navzdory pozitivnější náladě na trzích se firemním dluhopisům nepodařilo dobýt zpět území ztracená minulý měsíc. Rozpětí (= rozdíl ve výnosových sazbách mezi firemními dluhopisy a německými státními dluhopisy) se téměř nezměnilo a i nadále se pohybovalo okolo 1,5 procentního bodu. To zůstává pěknou odměnou za úvěrové riziko podstupované investory, zejména když se firmy nacházejí ve výtečné finanční kondici. Navíc je vnímání důvěryhodných státních dluhopisů i nadále kladné: pro mnoho investorů jde o jediný přijatelný prostředek, jak získat dodatečnou návratnost v současném klimatu nízkých úrokových sazeb. Současný výnos a možné zúžení rozpětí by mohlo vyrovnat očekávané mírné zvýšení (v dlouhodobém horizontu) výnosů ze státních dluhopisů.

Zaměření – konvertibilní dluhopisy¹

Ačkoli v posledních týdnech zůstala kreditní rozpětí beze změny, akciové trhy se vyvíjely správným směrem, takže převoditelné dluhopisy opět nabraly vítr do plachet a přinesly solidní pozitivní návratnost. Ocenění akcií ve srovnání s dluhopisy zůstává levné, takže dlouhodobé prognózy jsou pozitivní. Vyhlídky pro převoditelné dluhopisy rozhodně nejsou v dlouhodobém horizontu nepříznivé.

Zaměření – dluhopisy s vysokým výnosem v cizích měnách

Strach z uzavření peněžního kohoutu ve Spojených státech v květnu a červnu zvyšoval tlak na výprodej na finančních trzích. Této obecné averze k riziku nebyly ušetřeny ani vysokovýnosové dluhopisy v cizích měnách. Dluhopisové výnosy na rozvíjejících se trzích vzrostly a měny výrazně oslabily vůči euru. Malé pohyby často uvedou do pohybu mnohem intenzivnější kolísání na relativně nelikvidních trzích. Navrch k několika konkrétním problémům (například politické nepokoje v Turecku a Brazílii) tyto trhy podkopávala hlavně myšlenka, že zájem západních investorů prudce klesne. Od počátku června jsme svědky zotavování finančních trhů, které následovalo po řadě nervózních měsíců. Předseda Federálního rezervního systému Ben Bernanke zchladil obavy z rychlého omezení vstřícné monetární politiky. Vysokovýnosové dluhopisy denominované v cizích měnách dokázaly zvrátit část ztrát, ačkoli i tak je návratnost od počátku roku mírně negativní.



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.

Ve fundamentálních charakteristikách těchto zemí (nízká úroveň zadlužení, omezená inflace, nejsilnější růst světa atd.) se navíc nic nezměnilo. Jakmile se více usadí prach zvěřený nedávnými poryvy na těchto trzích, investoři si znovu nastudují své materiály a uvědomí si, že se sazbami západních trhů na této úrovni (které v poslední době mírně vzrostly) jejich portfolia sotva udrží 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. Návržnost tak zcela jistě nedosáhne ani míry inflace, což povede k rozdrolení 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 0,00 % 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 cených 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 útěk 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 Evropu a IMF, aby dokázaly financovat státní dluh, ale Itálie a Španělsko se potýkají také s udržováním důvěry investorů. Mezitím se postupně reformuje institucionální rámec EMU. Má-li 17 demokracií 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.

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 v 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), 3,5 % (pro evropské akcie) nebo více než 5 % (české akcie) a předpověď celkového výnosu je podstatně vyšší než u hotovosti nebo 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 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 fondy² 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 1. 8. 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.

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.

Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a kurzů

		08/2013	11/2013	02/2014	08/2014
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	0,57	0,66	0,70	0,90
	5Y sazba	1,22	1,32	1,40	1,60
	10Y sazba	2,05	2,10	2,15	2,32
	USD/CZK	19,50	19,55	20,20	21,00
	EUR/CZK	25,90	25,90	25,70	25,50
EUR	Základní sazba	0,50	0,50	0,50	0,50
	2Y sazba	0,15	0,20	0,45	0,70
	5Y sazba	0,65	0,65	0,85	1,20
	10Y sazba	1,67	1,65	1,75	2,00
USD	Základní sazba	0,25	0,25	0,25	0,25
	2Y sazba	0,30	0,35	0,50	0,70
	5Y sazba	1,40	1,40	1,50	1,75
	10Y sazba	2,60	2,60	2,60	2,75
	USD/EUR	1,32	1,30	1,27	1,25

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