

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

	Období	Údaj	Poslední změna
Inflace	07/2013	1,4 %	-0,2 %
HDP	2Q/2013	-1,3 %	1,1 %
Nezaměstnanost	07/2013	7,5 %	0,2 %
Základní sazba ČNB	08/2013	0,05 %	0,00 %

Důvěra se vrací

Důvěra, k níž finanční trhy již po nějakou dobu inklinují, byla v době letních prázdnin podpořena příznivými ekonomickými zprávami. Zdá se, že motor světové ekonomiky jede na několik válců najednou a že se dokonce rychleji roztáčí. Očekávaný růstový trend zůstává na rozvíjejících se trzích poněkud nejistý. Zotavení na Západě neprobíhá všude stejným tempem. Hospodářský vzestup je výraznější ve Spojených státech než v eurozóně. Evropská ekonomika začala znovu růst po šesti čtvrtletích poklesu. K hospodářskému rozmachu máme pořád ještě hodně daleko, je však třeba vzít na vědomí sílící optimismus.

Centrální banky budou nadále udržovat nízké tržní sazby

Oznámení Fedu, že omezí politiku extrémní podpory, jakmile budou splněny určité podmínky, vyhnalo tržní úrok desetiletých amerických dluhopisů o jeden procentní bod výš. Trh zareagoval podobně i zvýšením výnosu německých vládních dluhopisů o 0,5 procentního bodu, zdánlivě s přehlížením skutečnosti, že politika Fedu stále podléhá podmínce úspěšného hospodářského vývoje. Šéf Evropské centrální banky Mario Draghi obdobně musel několikrát zopakovat svá prohlášení, než se investoři odhodlali uvěřit, že nástroje stávající politiky budou dostačující k zajištění ekonomického zotavení.

Centrální banky ve Spojených státech, Spojeném království a Japonsku pokračují v nákupch dluhových cenných papírů, včetně státních dluhopisů. To umožňuje finančním institucím směřovat jejich úvěry nevalné kvality za hotovost a získávat čerstvé zdroje k poskytování nových úvěrů pro domácnosti i podnikatele.

Díky nákupu dluhových cenných nástrojů udržují centrální banky nejen nízké krátkodobé tržní úrokové sazby, ale nepřímou brzdí v růstu i sazby dlouhodobé.

Období kvantitativního uvolňování ze strany centrálních bank se i v eurozóně chýlí ke konci. Postupně se přibližuje splatnost krátkodobých půjček poskytnutých v letech 2011 a 2012.

Vlády budou od roku 2014 zmírňovat úsporná opatření

Západní vlády ořezávaly výdaje v zájmu obnovování zdraví svých veřejných financí. Letošní velké překvapení přišlo ze Spojených států, které dokázaly skutečně husarský kousek. Není už prakticky ani stopy po fiskálním útesu, který byl ještě na konci roku 2012 zmiňován jako největší hrozba pro celosvětovou ekonomiku. Politici nedokázali schválit rozpočet, omezující federální vládu zmrazenými výdaji. Díky částečným škrtnům se však přesto rozpočtový schodek nyní postupně zmenšuje.

V Evropě se v úsporných plánech nadále pokračuje, i když ne všechny členské země jsou na dobré cestě, aby dosáhly svých cílů. Evropská komise ustoupila politickému tlaku ze strany národních vlád na přijetí „pružnějšího“ postoje.

Pouze Řecko, Portugalsko a Irsko si udržely v prvních pěti až sedmi měsících roku 2013 kurz k dosažení svých cílů pro současný rok. Jedná se právě o tři země pod dohledem „Trojky“.

Ostatní členské země uspěly v omezování svých rozpočtových deficitů, ale vynaložily sotva polovinu slibovaného úsilí, a to i poté, co došlo ke zjemnění výtčených cílů. Rozpočtová politika bude brzdou ekonomického růstu i v roce 2014, avšak v menší míře než v roce 2013.

Investoři se učí žít s nedostatky eurozóny

Krise eura může propuknout znovu, ale bude stále méně pravděpodobná, protože evropský hospodářský růst se zvedá. Finanční trhy si stále více zvykají na základní pravidla fungování takzvané konfederace se společnou měnou.

Několik nedávných aktualit: Řecký rozpočet je na tom lépe, než se očekávalo v roce 2013. Stávající balík podpůrných nástrojů pokryje finanční potřeby země až do srpna 2014. Nicméně poté bude nutná další pomoc, protože Řecko zatím stále nemá dostatečnou důvěryhodnost na finančních trzích, aby mohlo samo vydávat nové vládní papíry.

Toto téma nicméně vyvolává silné emoce v členských státech, jako je Německo. Nový kancléř, spíše však opět kancléřka, bude zvolen 22. září a je jasné, že německé volby budou do té doby ochromovat rozhodování na celoevropské úrovni.

Proč se stále něco děje? Proč musíme být stále nervózní? Tyto a další otázky si po dalším zvýšení napětí v Sýrii jistě klade mnohý investor, jehož úspory obsahují i tzv. riziková aktiva, tedy ta mimo spořicí účet a státní dluhopisy s áčkovým ratingem, mezi něž patří i ty české.

Ano, jako naschvál, když se situace trochu uklidní a vše vypadá růžověji, přijde nějaká událost, která trhy opět rozkolísá a mnohým nadělá vrásky. Co však s tím?

Ti zkušenější, kteří již investují delší dobu, vědí, že negativní zprávy se střídají s dobrými, horší výhledy s lepšími, a že chvíli události podporují optimistické býky a chvíli zas dávají za pravdu pesimismu medvědů. Proto je dobré panice příliš nepodléhat. Mnozí však oprávněně namítnou, že mají ještě v živé paměti roky 2008 a 2009, kdy pokles cen některých druhů aktiv byl velmi prudký a navíc se z tohoto poklesu jejich portfolia často ještě neotřepala. Že doporučený pětiletý investiční horizont pro akciové investice již překračují a stále jsou jejich portfolia sice v mírném, ale přece jen záporu. Na druhou stranu, jde o období mimořádná a v letité historii akciových trhů jich věru mnoho takových nenajdeme. Je to podobné jako s dvacetiletou vodou, v průměru sice přichází jednou za dvacet let, ale klidně si přijde dva roky po sobě.

Můžeme se obávat další velké vody, rozuměj silného poklesu akciových trhů? Ač je v důsledku blízkovýchodních konfliktů situace nadmíru třaskavá, myslím, že podklad, fundament, má přece jen růžovější barvu.

Základem dobré výkonnosti akciových trhů a trhů s korporátními dluhopisy je výkonnost firem, která je podmíněna dobrým stavem ekonomiky. Můžeme mít spoustu připomínek k tomu, jak zejména evropské ekonomiky fungují, nicméně zlepšující se stav je příliš zřetelný na to, aby jej bylo možné pominout. Spotřebitelé se znovu odvažují nakupovat (možná se během příštího roku přidá i ten český), firmy realizují tržby a zisky, dokonce začínají znovu nabírat zaměstnance. Rizika a hrozby tu jsou, zvláště v souvislosti s dluhy a strukturálními problémy ekonomik, jejich váha a pravděpodobnost však již nejsou takové, jako před několika kvartály. Stále je dobrý čas investovat.

Aleš Prandstetter, investiční strateg ČSOB Asset Management

2 NÁŠ POHLED NA PORTFOLIA

Budování akciové expozice

Světový index MSCI World v euru je asi o 10 % vyšší než na začátku roku. Firemní zisky stagnovaly, takže akcie byly v průběhu roku poněkud dražší. Akcie jako celek jsou však stále levné. Na základě absolutních měřítek, jako je poměr ceny k účetní hodnotě a poměr cena/zisk (P/E), se americké akcie obchodují o 15–20 % níže, než je průměr za posledních 15 let. Evropské akcie se obchodují s obdobným diskontem.

Akcie zůstávají levné i v relativním měřítku, tj. ve vztahu k jiným třídám aktiv, jako jsou dluhopisy nebo hotovost. Dividendový výnos 3,65 % u evropských akcií je sám o sobě dvakrát vyšší než výnos z desetiletého německého státního dluhopisu. Seběmenší nárůst výnosů dluhopisů bude mít za následek, že kapitálové ztráty vynulují skromný aktuální výnos.

Dluhopisové portfolio

Omezujeme váhu tradičních vládních papírů v portfoliu. Neposkytují žádnou ochranu proti inflaci a jsou citlivé vůči jakémukoli zvýšení úrokových sazeb. Vyššího výnosu při stejném riziku lze dosáhnout u firemních dluhopisů a dluhopisů z rozvíjejících se trhů.

Dluhopisy rozvíjejících se trhů s vysokým výnosem rozhodně nabízejí vyšší návratnost. Možné zpevnění lokálních měn vůči euru by mohlo generovat další výnos. Vždy bude důležité dobré rozložení mezi různé měny. Uplynulé týdny ukázaly, že expozice do takových měn může vést k výrazným výkyvům, fluktuacím hodnoty portfolia.

Akciové portfolio

Pokud jde o akciové portfolio, výrazně preferujeme akcie s vysokou dividendou. Akcie, které přinášejí štědrá dividendu, znamenají stabilnější výnos než ostatní a vykazují silnou tendenci k realizaci zpětných odkupů anebo převzetí. Příznivě jsme nakloněni též akciím společností, které zahajují programy zpětných odkupů akcií. Operace tohoto druhu jsou dalším prostředkem generování dalších výnosů pro akcionáře.

Již neupřednostňujeme americké akcie před evropskými, naopak v evropských spatřujeme vyšší potenciál růstu.

- Mezi oběma kontinenty budou přetrvávat ekonomické rozdíly, které by se však měly mírně snižovat.
- Je faktem, že americké společnosti jsou ziskovější než jejich evropské protějšky a prognózy růstu zisků na tento rok jsou rovněž vyšší v USA (+9,8 %) než v Evropě (8,4 %).

Evropské akcie jsou ale v průměru o 15–20 % levnější než akcie americké a tento rozdíl je poněkud výraznější, než je dlouhodobý průměr. Při zotavení evropských domácích trhů by tato „sleva“ na evropské akcie neměla být opodstatněná.



Výnosy dluhopisů v uplynulém měsíci mírně rostly, převážně pak v segmentu středních a delších splatností. Krátký konec výnosové křivky zůstal naproti tomu víceméně stabilním. Růst výnosů byl podpořen převážně příznivými makroekonomickými daty. Spojené státy reportovaly růst maloobchodních tržeb a dobré zprávy přicházely také z tamního realitního trhu. Překvapily nad očekávání dobré výsledky HDP Německa a Francie za druhé čtvrtletí roku. Velmi dobrý výsledek německého šetření indexu podnikatelské nálady společně s indexem nákupu manažerů navíc indikují, že růst by mohl vydržet i v následujícím období. Není tedy divu, že výnosy rostou. Americké výnosy 10letých dluhopisů dosáhly 2letých maxim (2,9 %), podobně na příznivá data reagovaly také i německé bundy (1,95 %). Nejsou to ale pouze makroekonomická data, která zásadním způsobem promlouvají do výnosů. Trhy totiž stále nemají zcela jasnou představu, kdy Fed přesně započne s operací pozvolného omezování nákupů dluhopisů do své bilance, jejíž úplné ukončení avizoval na polovinu roku 2014. Fed možnost zpřísnění měnové politiky poprvé připustil na svém květnovém zasedání, čemuž odpovídal také i skokový nárůst výnosů v tomto měsíci. Od té doby nicméně trhy na časování konkrétních kroků Fedu spekulují.

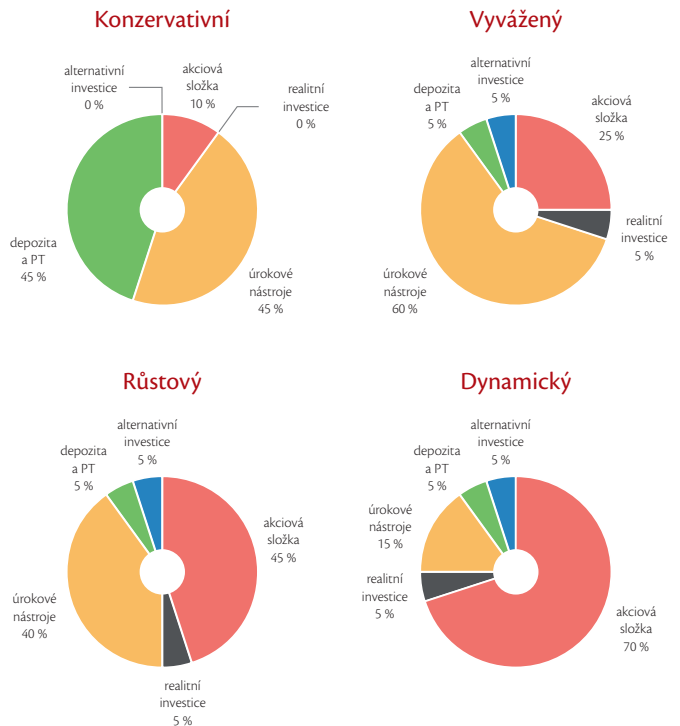
S ohledem na trvající rizika růstu výnosů preferujeme nadále při výběru dluhopisů podnikové emise bonitních emitentů před státními dluhopisy. Duraci portfolií udržujeme nadále pod neutrální úroveň. Akciové trhy navzdory příznivým makroekonomickým datům v uplynulém měsíci poklesly. Bylo tomu tak převážně vlivem růstu geopolitických rizik spojených s chystanou vojenskou intervencí v Sýrii. Vzhledem k tomu, že rozsah intervence by měl být omezený (bez déle trvající přítomnosti vojsk v regionu) a hospodářské oživení shledáváme jako dostatečně přesvědčivé, využili jsme poklesů akciových trhů k jejich dodatečným nákupům (posílení akciových pozic). Nadále také aktivně využíváme i 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 – akcie eurozóny

Výrazně jsme změnilí regionální alokace akciové složky. Upravili jsme své preference amerických akcií oproti evropským. Zaznamenáváme dostatečné signály, abychom si mohli být jisti, že růst v Evropě se obnoví. Krize eura je den ode dne stále menší problém, což znamená, že nízké ocenění evropských akcií již nemůže být dlouhodobě odůvodněné. Ceny akcií amerických firem se v posledních měsících také dostávaly stále více do souladu se zlepšujícím se obrazem ekonomické situace. Když se nyní zprávy z evropské ekonomiky stále zlepšují, máme zájem zaujmout takové pozice, abychom z tohoto oživení měli rovněž co nejdříve prospěch.

Zaměření – jihovýchodní Asie

Asijské akciové trhy prodělávají velmi bouřlivý rok 2013. Kromě možnosti méně aktivní role ze strany Fedu ve smyslu podporování ekonomiky se zdá, že zpomalila čínská ekonomika. To způsobuje vrásky spouště investořů. I my bychom přivítali vyšší výkon čínského růstového motoru, ale nevidíme žádný důvod k panice. Na asijských akciových trzích se obchoduje s výrazným diskontem, a to i navzdory přesvědčivým argumentům hovořícím spíše pro prémii než pro diskont: ekonomický růst je stále podstatně vyšší než na Západě, veřejné finance nebyly vykořeleny úvěrovou krizí a je zde přebytek zahraniční bilance. To vše znamená, že tyto země nejsou závislé na zahraničním kapitálu, aby se těšily ekonomickému růstu.

Čína

Nejnovější politika Číny je založena na kvalitě a udržitelném růstu, nikoli na vysokých růstových statistikách jako takových. Nastalo tedy neúspěšné řešení problému „stínového bankovníctví“ – tedy prudkého nárůstu půjčování mimo tradiční bankovní sektor. To ovlivňuje dostupnost úvěrů, zejména pro malé firmy a mezi firmami navzájem. Je tedy vidět, že se řeší problémy na trhu bydlení a je vyvíjeno úsilí na zkvalitňování úvěrů. Jakékoli problémy v bankovním sektoru může vyřešit vláda, která drží 70% podíl ve velkých bankách. Důležitým faktem zůstává, že díky relativní izolovanosti čínského bankovního systému 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 vzhledem k neuspokojivému vývozu – skončilo a domácí poptávka se vzchopila. Vláda nebude tolerovat pokles růstu pod 7,5 % a má v rukou prostředky ke stimulaci ekonomiky. Nejnovější indikátory naznačují, že vše funguje.

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 hotovostních 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 neutráci za ztrátové projekty z marnivosti. Investice do rozšíření kapacit a nové produktové řady jsou pravděpodobně tou nejlepší volbou na pozadí silného růstu. Přestože ekonomika roste, tak jsme do tohoto stavu ještě nedostali.

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 vykupované 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 signál z vedení společnosti, že akcie jsou podhodnoceny. Dáváme přednost americkým společnostem, které mají lepší rozvahy a jejich zisky jsou vyšší než před rokem 2008. Zpětný odkup akcií je tam také častější než v Evropě.

Vyplácené dividendy míří přímo zpět k akcionářům. Dividendy jsou také mnohem silnějším signálem, že cílem je budování stabilní odměny pro akcionáře: snížení dividend je pro podniky až posledním krokem, ukončení programu zpětného výkupu je mnohem snadnější. Vysoká, udržitelná a rostoucí dividendy představuje punc kvality. 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 vyplácené dividendy nejdůležitější složkou návratnosti akciového kapitálu.

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, náhle změny politiky méně časté, ochrana duševního vlastnictví je lépe uplatňována, 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 v našem pohledu na společnosti, které kombinují zvyšování tržeb – často díky přítomnosti na rychle rostoucích rozvíjejících se trzích – se svou 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 trpěli větší expozicí na rozvíjejících se trzích, které v poslední době zaostávají. Zotavení těchto trhů tak může hrát pouze v jejich prospěch, nicméně v současné době očekáváme rychlejší oživení v Evropě, kterou z tohoto důvodu preferujeme.

Zaměření – globální trendy

Významné globální trendy jako například růst populace a globalizace pracují z dlouhodobého hlediska ve prospěch rozvíjejících se trhů. Jejich ekonomická základna je zdravá, růst je podpořen silící a profesionalizující se populační základnou, úroveň veřejného dluhu je nižší než na Západě a rozpočty jsou vyrovnanější. Na většině rozvíjejících se trhů není problémem zdraví státních financí, a tudíž existuje i možnost daňových stimulů. Ekonomický růst rozvíjejících se trhů zpomaluje, zachovává si však pozitivní trend. Akciové burzy rozvíjejících se ekonomik nyní po dva roky zaostávaly za širokým globálním indexem. V důsledku toho se tyto trhy staly velmi levnými. Poměr cena/výnos je 10. Nejen že je to historicky velmi nízké, ale je to rovněž úroveň o 20 % levnější než široký globální index. Trhy s potenciálem obnovy růstu akcií jsou v zemích, kde je ekonomický růst připraven akcelarovat, a tyto trhy se nacházejí především v rozvíjejících se asijských zemích.

Na rozvíjejících se trzích sledujeme posun v dynamice růstu, od růstu taženého exportem a investicemi k růstu spotřebitelsky orientovanému. Významným faktorem v těchto zemích je silící střední vrstva. To je zdaleka nejvýznamnější zdroj rostoucího obrátu společnosti (včetně západních), které jsou globálně aktivní v sektorech, jako je potravinářství a luxusní zboží, a které z tohoto trendu profitují. Ziskové marže jsou často vyšší než na domovských trzích.



Ve střednědobém horizontu povede růst světové populace a prosperity ke stále sílící poptávce po omezených přírodních zdrojích. V sektoru komodit sledujeme, že zpomalení v Číně a posun ke spotřebitelsky poháněné ekonomice způsobil sestupný trend cen průmyslových kovů. Ceny komodit nevystřelí vzhůru hned, protože jejich nabídka rovněž podstatně vzrostla. Vůči ropným a těžebním společnostem proto zachováváme negativní postoj. Významným doprovodným jevem rostoucí urbanizace je velmi vysoká úroveň poptávky po lepší infrastruktuře v oblasti dopravy, veřejných služeb, životního prostředí a zdravotní péče. Infrastruktura je nedostatečně vybudovaná po celém světě, včetně průmyslových zemí, kde zranitelné veřejné finance způsobily odklad nutných investic. Preferujeme jak konstrukční firmy, tak provozovatele infrastruktury, přičemž jasným příkladem jsou vodohospodářské a ekologické podniky.

Ve střednědobém horizontu musí technologie a zdravotnictví poskytnout řešení výzev způsobených globálními trendy, jako jsou geriatrická onemocnění stárnoucí populace v západních zemích, obezita, rozšiřování dostupnosti zdravotní péče v rozvíjejících se ekonomikách a výrobní prostředí, to vše vyvíjející se v reakci na internet a globalizaci. Inovace však není omezena jen na tyto oblasti: ta zahrnuje i výrobce spotřebního zboží a držitele duševního vlastnictví v každém odvětví a napříč celým výrobním řetězcem.

Zaměření – americký dolar

V rámci portfolia se zajišťujeme před možným opětovným vzplanutím krize eura, ačkoliv to považujeme za nepravděpodobné. Důležité je udržení pozitivních vyhlídek dolaru. Dolar zůstane podhodnocen, dokud bude směnný kurz vyšší než 1,00–1,10 USD/EUR. Vyvážený kurz se vyvíjí směrem k hodnotě 0,90–1,00 USD/EUR. I zde je růstový diferenciál. Navzdory ekonomickému oživení v Evropě jsou zde růstové vyhlídky stále nižší než ve Spojených státech. Obdobně existují i rozdíly v politice centrálních bank. Ekonomické brzdy budou uplatněny nejprve v USA a teprve později v Evropě. Vzhledem k očekávání růstu sazeb v USA bude úrokový diferenciál hrát ve prospěch dolaru. ECB se bude bránit jakémukoliv zhodnocování eura. USA jsou zvláštním příkladem rozpočtové politiky. Americký rozpočtový deficit se rapidně snižuje v ostrém kontrastu se situací v EMU, kde se většině zemí nepodaří dosáhnout jejich cílů.

Podle dlouhodobých oceňovacích modelů je americký dolar z 20 až 25 % podhodnocen pod reálnou hodnotou 1,00–1,10 USD/EUR. 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 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, což by mohlo být dále podtrženo zlepšující se energetickou bilancí země (produkce ropy a zemního plynu v USA dynamicky vzrůstá). Investoři by si však i nadále měli být vědomi vysoké kolísavosti a někdy nevysvětlitelných výkyvů směnného kurzu.

Zaměření – luxusní zboží a turismus

Výrobci luxusního zboží patří do segmentu spotřebního zboží spolu s výrobci automobilů, mediálními firmami a maloobchodem. Výrobci lu-

xusního zboží mají silnější pozici při tvorbě cen než podnikatelé v jiných odvětvích. Silné značky se opírají o dlouholetou tradici a skvělou image značky. To ztěžuje nováčkům pronikání do tohoto exkluzivního klubu. Jsou i další důvody, proč zvažovat investice do producentů luxusního zboží. Obraty výrobců luxusního zboží nejsou ani zdaleka tak citlivé na ekonomický cyklus, jako se všeobecně předpokládá. Spotřeba luxusních produktů roste ve skutečnosti třikrát rychleji než HDP. Tento sektor zahrnuje řadu evropských podniků, což znamená, že je na to vázána i naše orientace na akcie eurozóny. Naše investiční strategie rovněž neopomíjí fakt, že se na spotřebě luxusního zboží stále větší měrou podílejí lačňní asijské spotřebitelé. Nyní, když se růst zisků společností napříč sektory vyrovnává a investoři se začínají zabývat otázkou udržitelnosti ziskových marží, jsme rozhodně připraveni investovat do společností, jejichž marže nejsou pod tlakem a u nichž se zdá, že je růst zisků zajištěn.

Zaměření – vodní průmysl

Nedostatek pitné vody je zjevně jednou z největších výzev stávajícího století. Zajištění pitné vody a potravy pro zvyšující se počet obyvatel

světa a podpora hospodářského růstu s ohledem na environmentální ohleduplnost ve vyspělých i rozvojových zemích vyžadují vysoké investice – nyní i v následujících desetiletích. Investice v Severní Americe i Spojeném království však 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 a právě v tom spatřujeme investiční příležitost. Jejich výhodou bývá stabilní marže, která je zajištěna právě regulací na základě uznaných nákladů výroby. Akcie společností vodního průmyslu během uplynulých pěti let překonaly výkonnost světového trhu. Vodohospodářské společnosti se obvykle obchodují s premií, ale ta je o hodně nižší, než je dlouhodobý průměr. Z důvodu stabilního růstu obratu a zisku, podtrženého rozumným oceněním, 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, čas-tečně i proto, že manažerů firem kladou stále větší důraz na tvorbu hodnoty pro akcionáře. Je to sektor s vysokými a stabilními toky peněz, který usiluje o naplnění vracení hodnoty akcionářům.

Je na místě otázka, že 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 svým růstem vysoko nad průměrem trhu. Vzhledem ke stárnutí obyvatelstva na Západě počet pacientů strukturálně roste, zatímco vyšší životní úroveň v rozvojových zemích vede k nárůstu poptávky po lepší zdravotní péči a v důsledku ke vzniku nových prodejních trhů. Navíc se zvyšuje spotřeba a využití léků a lékařského vybavení na hlavu. Zlepšují se i ziskové marže: v Evropě došlo k vrcholu ukončování patentových ochranných, 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. Přísun prostředků mají zajištěny především biotechnologie, pro které platí jeden benefit navíc, totiž že je jen velmi obtížné vyrábět generické kopie těchto biomolekul.

Stále je dobrý čas investovat.

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 nezasazenějšími oblastmi byly masový segment a Jižní Evropa. Zdá se však, že nejhorší už je za námi a tržby se začínají stabilizovat. I japonscí výrobci se zotavují: dopad přírodních katastrof v Japonsku a Thajsku je zahlazen a výrobci 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 nutnosti adaptace na nové trendy, vzestup elektronických knih a průlom digitální televize pokračuje nezměněnou silou. Rostoucí počet firem však dokáže tohoto digitálního světa využít. 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 pro domácí kutily, které těží ze zotavování trhu bydlení, internetovým obchodníkům, kteří získávají podíl na trhu na úkor tradičních prodejců, ale také 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 silná pozice značek ochraňuje ziskové marže. Další vývoj čínské ekonomiky je pro tento sektor zásadní, ale posilovat tržby pomůže rovněž i pokračující penetrace značek na trhu. Tento sektor má atraktivní růstové vyhlídky, ale v důsledku toho se obchoduje s premií 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 sektoru potravin, nápojů a tabáku je situace o něco lepší. Jen málo odvětví zažívá takovou míru růstu díky přítomnosti na rozvíjejících se trzích. V mnoha případech stojí tyto trhy za 50–70 % růstu zisku, neboť vzniku silné nové střední třídy si hráči v tomto sektoru povšimli. Slabší ekonomický růst však přibrzdil růst tržeb a zisků v druhém kvartálu letošního roku. Oproti tomu jsou klesající ceny potravinářských komodit 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 a v momentě obnoveného silnějšího růstu nebude patřit mezi sektory s nejlepší výkonností.

Zaměření – firemní dluhopisy

U korporátních obligací došlo zčásti k určitému oživení. Spready (tj. výnosový diferenciel mezi korporátními obligacemi a německými vládními papíry) se opět posunuly správným směrem. V současnosti dosahují 1,4 procentního bodu. To je stále slušná odměna za kreditní riziko, které nesou investoři, zejména proto, že firmy se těší silnému finančnímu zdraví. U spreadů společností s velmi dobrým úvěrovým ratingem je však patrný tlak na další jejich snižování. Protože podniky tohoto druhu představují podstatný podíl toho, z čeho lze vybírat, existuje možnost, že současný výnos by mohl být nedostatečný k vyrovnání omezeného růstu dlouhodobě očekávaného u výnosů vládních obligací.

Zaměření – konvertibilní dluhopisy¹

Užší kreditní rozpětí a dobrý vývoj na akciových trzích (především v Evropě) umožnil převoditelným dluhopisům pokračovat v pozitivním vývoji a tedy v zaznamenání atraktivních výnosů. 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 výprodeje na finančních trzích. Těto obecně zvyšující se 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 trudce poklesne. Od počátku června jsme svědky zotavování finančních trhů, které následovalo po řadě nervózních měsíců. Předseda Federálního rezervního systému Ben Bernanke zchladil obavy z rychlého omezování vstřícné monetární politiky. Vysokovýnosové dluhopisy denominované v cizích měnách dokázaly zvrátit část ztrát, ačkoli i tak je návratnost od počátku roku mírně negativní.

Ve fundamentálních charakteristikách těchto zemí (nízká úroveň zadlužení, nejsilnější růst světa atd.) se navíc nic zásadního nezměnilo. Jakmile se více usadí prach zvířený 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

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.

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 rozdrolení kupní síly. Udržujeme 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 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 jádrových zemích EMU. Tento trend nepochybně posílila i averze k riziku a útek zpět k hledání fundamentální kvality.

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. Nepředstavují zatím atraktivní investiční variantu, a i když neočekáváme od centrálních bank rychlou změnu v úrokové politice, investoři by měli zcela určitě vzít v úvahu vyšší dlouhodobé sazby, a to ve střednědobém a určitě také dlouhodobém výhledu.

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 MMF, aby dokázaly financovat státní dluh, ale Itálie a Španělsko se potýká také s problémy udržení důvěryhodnosti vůči investorům. Mezitím se postupně reformuje institucionální rámec EMU. Má-li 17 demokracií zpívat podle stejných not, zabere to spoustu času (a spotřebuje spoustu trpělivosti). V minulém roce 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. V důsledku toho stále nahlížíme na investice do vládních dluhopisů slabších zemí eurozóny jako na příliš riskantní.

Zdá se, že motor světové ekonomiky jede na několik válců najednou a že se dokonce rychleji roztáčí.

Akcie

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

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 – poklesem zisků. 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. Přestože světová ekonomika nehýří v tomto okamžiku růstem, ukazatele sledující různé aspekty důvěry (např. podnikatelské, spotřebitelské) se zlepšují. Ty podporují náš pozitivní pohled na situaci.

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 (aktuálně 5,5 % až 6 %) a podstatně vyšší než výnos krátkodobých nebo dlouhodobých úrokových sazeb (které nedosahují více než 3 %). Přidejte dividendový výnos 2,65 % (pro globální akciový index), 3,65 % (pro evropské akcie) nebo téměř 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 Portugalsko), 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 další eskalace na problematickém Blízkém východě. 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 zdroje nových výnosů experimentují. Nemovitostní akcie je akcií a vždy jí bude, ale mnoho defenzivních investorů nedokáže odolat vábení 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 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 ke 2. 9. 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

		09/2013	12/2013	03/2014	09/2014
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	0,35	0,45	0,70	0,90
	5Y sazba	1,35	1,45	1,65	1,95
	10Y sazba	2,35	2,45	2,55	2,70
	USD/CZK	19,55	20,39	20,56	21,25
	EUR/CZK	25,80	25,90	25,70	25,50
EUR	Základní sazba	0,50	0,50	0,50	0,50
	2Y sazba	0,25	0,30	0,45	0,70
	5Y sazba	1,00	1,05	1,20	1,50
	10Y sazba	1,90	1,95	2,05	2,20
USD	Základní sazba	0,25	0,25	0,25	0,25
	2Y sazba	0,40	0,40	0,50	0,70
	5Y sazba	1,70	1,75	1,90	2,10
	10Y sazba	2,85	2,90	3,00	3,10
	USD/EUR	1,32	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	-0,90	+1,80	+3,30	+1,60	+1,60
EMU	-0,60	-0,60	+1,00	+2,50	+1,50	+1,50
USA	+2,80	+1,60	+2,70	+2,10	+1,60	+1,90

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg