

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

	Období	Údaj	Poslední změna
Inflace	08/2013	1,30 %	-0,10 %
HDP	2Q/2013	-1,30 %	1,10 %
Nezaměstnanost	08/2013	7,50 %	0,00 %
Základní sazba ČNB	09/2013	0,05 %	0,00 %

Z roztočeného peněžního kohoutku pořád teče

Finanční trhy si zachovávají víru v bezinflační scénář s kladným (ač skromným) hospodářským růstem. Tuto víru v posledních měsících podporují zlepšující se ekonomické ukazatele. Pokračující hospodářské zotavení posiluje i očekávání, že centrální banky v čele s americkým Fedem začnou v nejbližší budoucnosti upravovat měnovou politiku a zavřou peněžní kohoutky.

Fed 18. září překvapil trhy – a budme upřímní, i nás – rozhodnutím neomezit zatím vysoce agresivní měnovou politiku, kterou aplikuje. Fed se dosud nedomnívá, že ekonomické údaje jsou (dostatečně) přesvědčivé, a v prostředí zablokovaných rozpočtových jednání v USA nehodlá vystavovat křehké hospodářské zotavení jakémukoli riziku.

Omezit, či neomezit

Americká centrální banka vykupuje každý měsíc státní dluhopisy a hypotéky v hodnotě 85 miliard USD. Chce tak povzbudit hospodářské zotavení obecně, a zejména pak trh bydlení. Fed v posledních několika měsících opakovaně navrhl, že v průběhu roku 2013 by mohlo dojít k omezení tohoto programu výkupu s tím, že program bude ukončen v roce 2014. Tato omezení se však vztahovala k vývoji americké ekonomiky.

Během letních měsíců docházeli investoři na základě zlepšujících se ekonomických dat k přesvědčení, že k omezení brzy dojde. V srpnu se oče-

kávalo, že v září Fed sníží hladinu každoměsíčních nákupů o 15–20 mld. USD. Rostly však i pochybnosti. V polovině září počítaly trhy stále ještě s částkou mezi 5 a 10 mld. USD.

Fed však nakonec rozhodl, že k žádnému omezení nepřistoupí: prozatím bude centrální banka vykupovat dluhové papíry ve stejné míře. Chce získat potvrzení, že hospodářský růst je trvalý a že jej neohrozí nepřiměřeně vysoké úrokové sazby.

Očekávali jsme, že Fed zmírní program výkupů s ohledem na jeho postupné ukončení k druhé polovině roku 2014. Tento bod se tedy prozatím odkládá. Bohužel to také znamená, že omezování zůstane v nadcházejících měsících předmětem debaty, nejistoty a nervozity.

Aby bylo hospodářské zotavení udržitelné

Pro Fed existují některé zásadní důvody k tomu, aby pokračoval v hýčkání hospodářského zotavení. Inflace tu nefiguruje, zatímco ekonomická rizika poklesu nezmizela. Životně důležitým faktorem zůstává v USA trh práce. Každý měsíc přibývá v průměru 150 000 pracovních míst, tempo jejich vytváření však kleslo. Nezaměstnanost by tedy mohla klesnout, ovšem na základě zavádějících důvodů. Důvodem poklesu totiž není růst počtu plnohodnotných pracovních míst jako spíše skutečnost, že mnoho Američanů se přestalo snažit a již se na trhu práce nezapojují. Statistika pracovních míst navíc ukazuje lichotivý obrázek také proto, že stoupá podíl zaměstnání na částečný úvazek.

V posledních několika měsících konečně setřásla recesi i Evropa. Růst ve druhém čtvrtletí (1,3 % na roční bázi) byl poprvé za sedm čtvrtletí kladný. Evropský vůz táhne Německo (+2,9 %) a Francie (+2,0 %). Ukazatele důvěry výrobců a spotřebitelů se v posledních měsících prudce zlepšily nejen v páteřních zemích eurozóny, nýbrž i v těžce zasažených zemích na periferii. Zotavení nabývá pevného tvaru i ve Velké Británii. Po překvapivě rychlém poklesu nezaměstnanosti se zdá, že se zotavuje i trh bydlení.

Riziko ekonomického propadu v posledních týdnech ztelně pokleslo. V tomto ohledu předpokládáme, že centrální banky budou i nadále schopny udržet úrokové sazby na nízké úrovni a že neporoste cena ropy. Narůstající hospodářský optimismus však neznamená totéž jako rozmach. Hospodářský růst zůstává víceméně po celém světě vlažný. Pro USA jsou naše odhady hospodářského růstu v letech 2013 a 2014 ve výši +2,0 % a +2,8 %. V Evropě je možný skromný růst v hodnotě +1,1 % v roce 2014 a pro letošek platí údaj -0,4 %.

Škrty menších rozměrů

USA vstupuje do nového rozpočtu 1. říjnem. Demokraté a republikáni se dosud nedohodli, i když v době vydání tohoto magazínu už může být vše jinak. Silné rozpory a hluboké příkopy mezi oběma tábory však trvají a dávají tušit, že napjaté bude i jednání o navýšení dluhové stropu po polovině října. Federální dluh se od května tísni pod zákonným stropem ve výši 16 700 mld. USD. Účetní úskoky mohou administrativu udržet po několik měsíců v chodu, ale repertoár triků není nevyčerpatelný.

Současný program úspor již přináší velkolepé výsledky. Nezdá se, že by hospodářský růst nějak zřetelně trpěl a i s chybějícím formálně schváleným rozpočtem se deficit rozplývá jako letní sníh. Jsou zde signály, že deficit se podaří udržet pod 4 % HDP. Rozpočtový deficit bude i nadále fungovat jako brzda ekonomiky v roce 2014, ačkoli oproti roku 2013 v menší míře.

V Evropě pokračují úsporná opatření, ale ne vždy podle harmonogramu. Vypadá to, že rozpočtové cíle pro rok 2013 se podaří naplnit pouze Řecku, Portugalsku a Irsku. V mezidobí se Evropská komise podvoluje politickému tlaku členských států, aby se rozpočtová pravidla aplikovala s větší mírou „flexibility“. Od Francie, Španělska a Portugalska není vyžadováno vyvážení neuspokojivých rozpočtových ukazatelů novými opatřeními; bude stačit, budou-li stávající programy prováděny v celém rozsahu (?). Což je pochopitelné, protože od roku 2010 bylo odškrtnáno 4,1 % kombinovaného HDP eurozóny, čímž se toto stává nejstriktnějším úsporným programem v uplynulých 20 letech.



Od svých přátel, rodiny, známých, ale i od novinářů dostávám často jednu otázku. Otázku jednoduchou, na niž je očekávána jasná odpověď. A zní v obměnách zhruba takto: „Chtěl bych doporučit akcii nebo jinou investici, na které určitě rychle vydělám.“ Poté, co začnu zešíroka vysvětlovat, že na danou jednoznačnou otázku neznám jednoznačnou odpověď, zpravidla po krátké chvilce cítím určitou, poměrně silnou až téměř zhmotnělou zhoršenou náladu tazatele, někdy se i objevují známky nevráživosti. První věty mé odpovědi totiž dávají najevo, že dotaz nebude zodpovězen dle očekávání, a v dotyčné zvědavé osobě se počnou mísit pocity pohříchu nelibé. Buďto se tazatel domnívá, že si pečlivě hájím své tajemství a dotaz prostě zodpovědět nechci (a on má pocit, že není tak blízkým, jak se domníval), nebo mne začne považovat za dileta.

Bohužel pro mne, který by rád dal rychlou uspokojivou radu, takto investiční svět nefunguje. Recept na zbohatnutí sice existuje, ale není ani zázračný, ani rychlý, a dokonce bohužel ani úplně spolehlivý. Stejně jako neexistuje stoprocentní jistota v přírodě či v životě, tak neexistuje ani v investování.

Ne že bych neměl v hlavě akcie, o kterých si myslím, že přinesou hvězdný výnos. Ale vložení všech peněz do jedné akcie je hazardérství. Podstupuji podobné riziko, jako kdybych začal podnikat, ale horší o to, že to vůbec nemám pod kontrolou. Zbohatnout investicemi tak, aby člověk nedal své peníze všanc, se dá pouze s pomocí trpělivosti a disciplíny, pečlivým dodržováním principů a určitým druhem pokory, která říká, že ne vše, co si jistojistě myslím, musí být nutně pravda.

Někteří z těch, které jsem v minulosti zklamal svojí odpovědí na domněle primitivní otázku, si posléze nechali poradit mým poněkud obsírnějším vysvětlením a jsou z nich, většinou spíše konzervativnější, ale úspěšní investoři. Jsou na tom o poznání lépe než ti, kteří dodnes rozmrzele počítají jen úroky ze spořicího účtu, nebo ti, kteří uvěřili receptu podvodných společností na jisté zhodnocení v desítkách procent. Znáám i jedince, kteří v krátkém čase opravdu zbohatli a zhodnotili svůj majetek až o stovky procent. Ale za cenu obrovského rizika, rizika, které bych svým blízkým určitě nechtěl dovolit podstoupit.

Aleš Prandstetter, investiční stratég ČSOB Asset Management

2 NÁŠ POHLED NA PORTFOLIA

Neváhejte s investicí do akcií

Navzdory stoupajícím cenám akcií a přemetům v úrokových sazbách zůstávají akcie levné a dluhopisy drahé. Ve srovnání s nákladnými dluhopisy jsou akcie vlastně za babku.

Rozdíl v ocenění těchto dvou tříd aktiv se v průběhu roku 2013 snížil, zůstává však podstatný. Rozdíl by bylo možné vyrovnat pouze:

- pokud ceny akcií vzrostou (významně) více než výnosy firem, nebo
- pokud začnou (prudce) růst sazby u dluhopisů. K tomu nemusí dojít hned, ale tato skutečnost nastavuje investiční souvislosti pro nadcházející léta.

Dluhopisové portfolio

V dluhopisovém portfoliu preferujeme firemní dluhopisy před státními, protože nabízejí dodatečnou kompenzaci za úvěrové riziko. Toto riziko je nízké, přinejmenším pokud je portfolio řádně diverzifikováno. S ohledem na přísnější regulaci se marže mezi nákupní a prodejní cenou uvolnila a trh firemních dluhopisů ztratil velkou část likvidity. Doporučujeme držet firemní dluhopisy až do splatnosti.

Pátrání po návratnosti nás zavedlo i na rozvíjející se trhy, kde jsou úrokové sazby výrazně vyšší než v zavedených průmyslových zemích.

- Diverzifikované portfolio cenných papírů s fixním výnosem z rozvíjejících se trhů dokáže snadno vytvořit návratnost přes 5 % ročně.
- Mimo prémie vysokého úroku přicházejí v dlouhodobém horizontu v úvahu i kurzové zisky; mnoho měn rozvíjejících se trhů je stále značně podhodnoceno ve vztahu k euru.
- Poslední měsíce však ukázaly, že tyto měny mohou v portfoliu způsobovat významnou volatilitu. Rozvíjející se trhy nejsou v žádném případě likvidní jako dluhopisové trhy Německa nebo Spojených států. Malé pohyby v portfoliích investorů mohou někdy vyústit ve velké fluktuace v obou směrech. Je tedy zásadní mít k dispozici solidní rozpětí napříč různými měnami a dlužníky.

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 rozvíjejí programy zpětného odkupu akcií. Takové operace jsou dalším prostředkem, jak vracet nadbytečné peníze akcionářům.

Preferujeme akcie z eurozóny se zvláštním důrazem na akcie malých a středních podniků (Small & mid cap). To však neznamená, že bychom měli negativní přístup k americkým akciím. Akcie výrobců luxusního zboží rovněž zůstávají v centru pozornosti v rámci portfolia (viz níže).

Odklad vojenské intervence v Sýrii a snaha nalézt diplomatické řešení byly pro akciové trhy úlevou. Významným růstovým impulsem akcií i dluhopisů se ale stalo překvapivé prohlášení Fedu z poloviny měsíce ponechat tempo míry nákupů dluhopisů do bilance centrální banky beze změny (původní předpoklad, který na trhu obecně panoval, předpokládal snížení nákupů o 10 mld. USD měsíčně). V reakci na toto prohlášení si akcie i dluhopisy připsují zisky. Výsledek německých voleb neměl na trhy nijak zásadní vliv. Vítězem se stala stávající favorizovaná vládní strana kancléřky Merkelové CDU. Nijak překvapivým pro trhy nebyl ani debakl dosavadního koaličního partnera FDP, který se do Bundestagu nedostal.

Napjatá zůstává naproti tomu politická situace ve Spojených státech. Neschopnost tamních zákonodárců dohodnout se na finančních vládních výdajích přispívá k návratu rizik. Krize vládní koalice v Itálii pak tlačí vzhůru výnosy periferních zemí, včetně Itálie samotné. Výnosy bezpečných dluhopisů v reakci na rizika naproti tomu klesají a dále ustupují z letošních maxim. České vládní dluhopisy sledují vývoj německých bundů a stejně jako ty připsují zisky. ČNB navzdory mírně protiinflačním rizikům nespouští diskutované kurzové intervence. Jednou z příčin mohou být obavy z dovezené inflace, která by nepříznivě ovlivnila reálné disponibilní důchody domácností a tím tak ještě více mohla oslabit výkon domácí ekonomiky.

Při výběru dluhopisových investic nadále preferujeme podnikové emise bonitních emitentů středních splatností (3–5let), duraci portfolií udržujeme, s ohledem na rizika růstu sazeb, blízko neutrální úrovně. V průběhu uplynulého měsíce jsme do odpovídajících portfolií pořídili nové 3leté podnikové korunové emise Erste Bank a Garanti Bank.

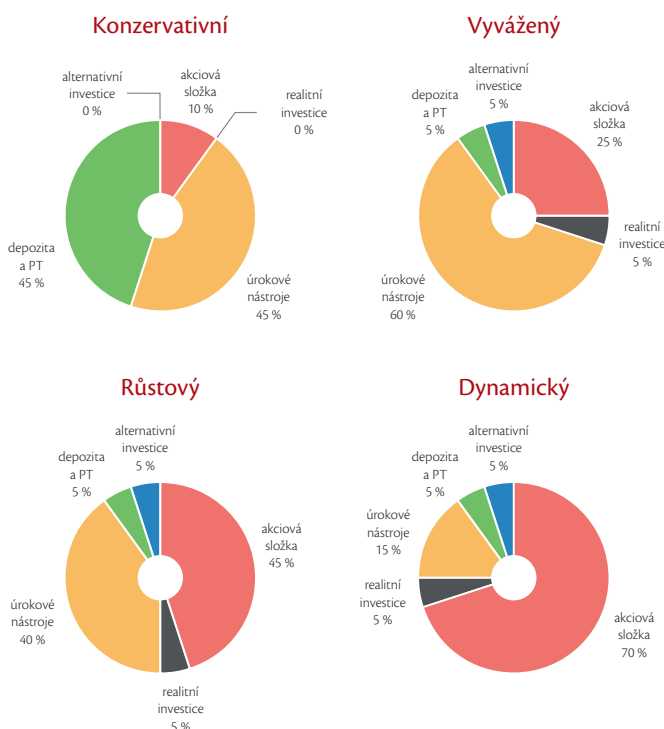
Akciové trhy byly v uplynulém měsíci vystaveny převážně politickým rizikům. Hospodářské oživení napříč některými zeměmi sledujeme na druhou stranu dostatečně přesvědčivým a udržujeme akciové pozice nad neutrální úrovní. Nadále také aktivně využíváme zajištěných instrumentů, které umožňují participovat na výnosech rostoucího trhu a současně limitují ztráty spojené s jejich nepříznivým vývojem.

Jan Bureš, portfolio manažer ČSOB Asset Management

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

Z hlediska investičních profilů je pro většinu firemních a institucionálních klientů, ať už investují v rámci individuálního portfolia, nebo prostřednictvím fondů, typický velmi defenzivní, resp. konzervativní investiční profil. Přesto zde pro úplnost, srovnání či případnou inspiraci uvádíme i názory a doporučení týkající se tříd aktiv, jejichž důležitost může být v rámci defenzivní investiční strategie pouze okrajová. Při řízení jednotlivých individuálních portfolií každopádně uplatňujeme podobné nástroje a přístupy jako při správě adekvátně zaměřených profilových fondů.

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



Zaměření – akcie malých a středních podniků z eurozóny

Věříme v obnovení růstu v eurozóně. Ubývá navíc problémů v rámci krize eura a levnější ocenění už nelze obhájit.

- Narůstá přesvědčení, že ECB má krizi pod kontrolou. Mezibankovní trh se zotavuje a útek kapitálu se zastavil. Zdá se, že všichni se učí snášet nedokonalosti EMU.
- V důsledku faktorů, jako jsou recese a krize eura, zaostávala v posledních dvou letech zisková výkonnost Evropy za USA o cca 20 %. Nadchází čas znovu obsadit ztracená území.
- Do nedávné doby bylo možné obhájit nižší ocenění evropských akcií – cca 15–20 % pod úroveň amerických akcií – pomalejším růstem výnosů a vyšším rizikem. Zejména společnosti fungující na domácím evropském trhu jsou mnohem levnější než jejich americké protějšky. Pro tento rozdíl nyní nejsou pádné důvody.

Preferujeme malé a střední evropské podniky, tj. s malou a střední kapitalizací. Těchto potenciálně zajímavých firem existují stovky, zejména v našich oblíbených sektorech jako např. kapitálové statky a technologie. Jelikož často zůstávají mimo radar institucionálních investorů a/nebo tyto akcie vystopuje jen několik analytiků, existuje pro pozornější manažery mnoho příležitostí různého druhu.

Toto zaměření na evropské akcie v žádném případě neznamená konflikt s naším pozitivním přístupem k americkému dolaru (a naopak). Silnější dolar je výhodný pro konkurenceschopnost evropských firem a zahraniční výnosy se přenášejí do vyššího výnosu v eurech.

Zaměření – Evropa

Velká Británie a Skandinávie jsou na tom již několik měsíců lépe. Ve Velké Británii jsou velkopřepě zejména ukazatele důvěry, ačkoli vysoký růst vykazují i skutečné statistiky (růst HDP a zaměstnanosti). Bank of England naznačila, že hodlá úrokové sazby držet nízkou po delší dobu, ale toto rozhodnutí by se mohlo změnit na základě nastalých událostí rychleji, než se očekává.

Eurozóna už také přinejmenším vykazuje signály zlepšování jak ve vztahu k ekonomickým ukazatelům, tak skutečnému hospodářskému růstu. Ve druhém čtvrtletí roku 2013 připravila eurozóna konečně, po šesti čtvrtletích poklesu, příjemné překvapení. Vypadá to, že recese dosáhla nejnižšího bodu, protože i důvěra firem po šest po sobě jdoucích měsících rostla a spotřebitelská důvěra se zlepšuje. Růst již také není omezen jen na německý motor, ale šíří se i do jižní Evropy, kam následuje zlepšenou konkurenční pozici zemí jako Španělsko. Důsledky takového prostředí s nízkým růstem, finanční krize a vysoká nezaměstnanost se jasně projeví ve firemních výnosech a cenách akcií podniků v eurozóně. Toto období je nyní u konce: vytvořil se prostor pro příjemná překvapení a pro nástup dosud potlačovaného růstu a zotavení výnosů.

Je už v eurozóně vyřešeno všechno ve vztahu k makroekonomické, rozpočtové, fiskální a sociální politice? Ne, míra nezaměstnanosti zůstává na znepokojivě vysoké úrovni a další rozpočtové reformy budou vyžadovat velké množství energie a politické odvahy. Existují však následující tendence: ECB si obstarala čas na řešení krize eura a slíbila, že bude s politikou levných peněz pokračovat ještě dlouho. Evropská komise

momentálně klade větší důraz na strukturální úspory a o něco více přihlíží na dopad krize na veřejné finance. Zdá se, že většina investorů je přesvědčena, že eurozóna bude existovat i nadále. Nedávné problémy v Portugalsku (vládní krize), Španělsku (korupce), Řecku (potřeba nových peněz) a Itálii (snížení ratingu a Berlusconi) nezpůsobily na trhu téměř žádné otřesy. Tyto problémy budou navíc snadněji řešitelné, pokud začala ekonomika eurozóny opět růst.

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 investorů. 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

Nejnovejší politika Číny je založena na kvalitě a udržitelném růstu, nikoli na vysokých růstových statistikách jako takových. Nastalo tedy neúspěšné 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 zpomalil 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 – 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 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 premií, ale ta je o hodně nižší, než je dlouhodobý průměr. Z důvodu stabilního růstu obrátu a zisku zůstáváme i nadále velmi pozitivní na toto téma.

**Každý, kdo
chce dosáhnout
skutečného růstu
aktiv, zvolí akcie.**

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 nízko, 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 společností (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 silící 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 nevystřelily vzhůru hned, protože jejich nabídka rovněž podstatně vzrostla. Vůči ropným a těžebním společnostem proto zachováváme negativní postoje. 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 – akcie s vysokými dividendami a zpětným odkupem

Silné zotavení výnosů, bohaté hotovostní pozice a atraktivní úroveň 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 neukumuluje 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. Přestože ekonomika roste, tak jsme do tohoto stavu ještě nedostali.

Preferujeme akcie z eurozóny se zvláštním důrazem na akcie malých a středních podniků.

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.

Vyplacené dividendy mívají 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 vyplacené dividendy nejdůležitější složkou návratnosti akciového kapitálu.

Zaměření – americký dolar

Podle dlouhodobých oceňovacích modelů je americký dolar z 20 až 25 % podhodnocen pod reálnou hodnotou 1,00–1,10 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 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

Existoval-li někdy sektor s velkou silou tvořit ceny, je to tento. Hranice pro vstup na trh jsou extrémně vysoké. Silné značky se často opírají o dlouholetou tradici a skvělou pověst značky, což znesnadňuje jejich sesazení z trůnu. Obraty výrobců luxusního zboží nejsou ani zdaleka tak citlivé na ekonomický cyklus, jako se všeobecně 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 – 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 nehorší už je za námi a tržby se začínají stabilizovat. I japonské výrobce se zotavují: dopad přírodních katastrof v Japonsku a Thajsku je zahlazen a výrobci využívají výhody slabšího jenu.

Pozitivně 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 nemožou 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.

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 robustnosti 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 premií ve srovnání se širokým trhem.

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 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.

Zaměření – informační technologie

Technologie již není agresivně rostoucím sektorem jako v době boomu internetových společností před více než deseti lety. Některé z největších IT společností se těší výbornému zdraví. Jejich rozvahy téměř neznají dluh a mají velké množství hotovosti, které vzrůstající měrou vyplácejí akcionářům. Například společnost Apple zahájila ohromný program odkupu akcií, který napomáhá vytvořit z technologie „nový defenzivní sektor“, kde ceny akcií kolísají méně výrazně než na širokém trhu. Je to také velmi levný sektor: jeho tradiční oceňovací prémie ustoupila a nastoupil diskont. Jde o sektor s vysokým růstovým potenciálem. Silný strukturální růst zajišťují čtyři hlavní směry vývoje. Mobilita pohání vývoj a prodej chytrých telefonů a tabletů, digitální obývací pokoj představuje všemožné nové aplikace pro domov a cloudový styl umožňuje spotřebitelům přístup k osobním a sociálním sítím kdekoli a kdykoliv. Tyto faktory vedou k exponenciálnímu růstu mobility dat, e-komerce a mobilní reklamy atd. Ve výsledku je třeba investic do sítí a serverů, tím však vzroste rychlost a budou umožněny nové mobilní aplikace. Značný potenciál nabízí internetová reklama a on-line prodej zboží a služeb, který by mohl odejmut tržby tradičním mediálním společnostem a prodejci. I tato lesklá mince však má svou druhou stranu. Růst jednotlivého produktového segmentu nevytváří pokaždé vyšší obrat. Rostoucí prodej chytrých telefonů a tabletů mají například negativní vliv na trh tradičních počítačů a mobilních telefonů. Stabilně rostoucí část těchto tržeb je navíc dosahována s nižšími ziskovými maržemi. Podobně ostrá je i konkurence mezi výrobci infrastrukturního hardwaru.

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. Této obecně zvyšující se averze k riziku nebyly ušetřeny ani vysokovynosové 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 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. Vysokovynosové 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 v rostoucích zemích nabízejí lepší vyhlídky. Ukazatele důvěry navíc prudce stouply, přičemž je podporovaly lepší růstové statistiky. To kladně ovlivní důvěru investorů. Vysokovynosové dluhopisy v cizích měnách tedy zůstávají nezbytným doplňkem v rámci dluhopisového portfolia. Co se týče vysokovynosových dluhopisových fondů, zvolili jsme velmi širokou alokaci do latinskoamerických, středoevropských a asijských dluhopisů. Investoři si však musejí uvědomovat poněkud vyšší volatilitu těchto trhů.

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.

I přes nedávný růst delších úrokových sazeb nejsou německé, americké, ale i české desetileté sazby vyšší než průměrná předpověď inflace na dobu do splatnosti těchto investic. Nepředstavují zatím tedy 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 Evropy 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.

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 – 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 dost níže (odůvodněně jen zčásti). 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 zaslouhují 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.



Alternativní investice

Alternativní investice představují širokou škálu tříd aktiv, jako jsou nemovitosti, komodity, hedge fondy¹ 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. 10. 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

		10/2013	01/2014	04/2014	10/2014
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	0,20	0,40	0,70	0,90
	5Y sazba	1,10	1,30	1,65	1,95
	10Y sazba	2,25	2,35	2,55	2,70
	USD/CZK	18,82	20,08	20,40	21,25
	EUR/CZK	25,60	25,50	25,50	25,50
EUR	Základní sazba	0,50	0,50	0,50	0,50
	2Y sazba	0,15	0,25	0,45	0,70
	5Y sazba	0,80	1,00	1,20	1,50
	10Y sazba	1,80	2,00	2,25	2,30
USD	Základní sazba	0,25	0,25	0,25	0,25
	2Y sazba	0,30	0,50	0,60	0,90
	5Y sazba	1,35	1,60	1,90	2,20
	10Y sazba	2,60	2,90	3,25	3,50
	USD/EUR	1,36	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	-1,00	-0,90	+1,80	+3,30	+1,60	+1,60
EMU	-0,60	-0,40	+1,00	+2,50	+1,50	+1,50
USA	+2,80	+1,60	+2,65	+2,10	+1,60	+1,90

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg