



1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

| | Období | Údaj | Poslední změna |
|--------------------|---------|---------|----------------|
| Inflace | 09/2013 | 1,00 % | -0,30 % |
| HDP | 2Q/2013 | -1,30 % | 1,10 % |
| Nezaměstnanost | 09/2013 | 7,60 % | 0,10 % |
| Základní sazba ČNB | 10/2013 | 0,05 % | 0,00 % |

Hospodářství jede, i když je vláda vypnutá

V posledních letech ovlivňovala finanční trhy politická rozhodnutí: v roce 2009 přistoupily vlády k rázným opatřením pomocí rozpočtových prostředků i roztáčení měnových kohoutků s cílem postavit po finanční krizi světovou ekonomiku zase na nohy, zatímco v případě krize eura lapaly trhy každé slovo vyslovené politiky a guvernéry centrálních bank.

Porázení italské vlády a zejména, v případě USA, politické balancování na hraně by ve špatné době znamenalo katastrofu. Nicméně trhy si v posledních týdnech zachovaly chladnou hlavu. I z toho je vidět, že současné zotavení globální ekonomiky, které nabírá na síle, má hlubší a pevnější základ.

Dohoda ze 17. října

Politická situace USA byla v posledních týdnech největším zdrojem nejistoty. Zcela podle očekávání bylo dočasné řešení amerických problémů s rozpočtem a zadlužením nalezeno v hodině dvanácté. Nový americký fiskální rok 2014 začal 1. říjnem s chybějícím federálním rozpočtem.

Navíc bylo odmítnuto zvýšení dluhového stropu. Po složitých a vypjatých jednáních si nakonec politici koupili čas do 7. února 2014. Vzhledem ke ztrátám popularity v táborech demokratů a zejména republikánů věříme, že řešení odsouhlasené do tohoto data bude přijato v předstihu a bude dlouhodobějšího rázu.

Synchronní hospodářské zotavení

Lze konstatovat, že v uplynulých měsících se globální hospodářská situace jednoznačně dále zlepšila. Důvěra výrobců a spotřebitelů významně vzrostla víceméně po celém světě. Navzdory politickému hašteření ve Washingtonu dosahuje zřídka vídaných úrovní obchodní důvěry. Optimismus bují i v eurozóně; zdá se, že recese je za námi a i v jižních členských státech se ukazují jasné známky zotavení. Silné euro ale může eurozónu brzdit.

Japonská ekonomika čerpá důvěru z nových a obrovských rozpočtových a měnových vládních pobídek a slabého jenu. V Číně jsou vládní úřady spokojeny s růstem cca 7,5 % namísto 10 % dosahovaných v nepříliš vzdálené minulosti. Hospodářské zotavení na Západě má nepochybný povzbuzující účinek na Čínu, jejíž vývoz roste.

V současnosti tohle všechno ještě nevede k ohromujícím růstovým statistikám, důsledkem je však celosvětové a soustavné zotavování; které už tu mělo být dávno. Dočasná stopka výdajů v USA míře hospodářského růstu nepochybně něco ubere, ale všeobecně vzato zůstávají přímé hospodářské následky několikadenního zastavení financování vlády omezené.

Centrální banky i nadále podporují zotavení

Růstové vyhlídky se zlepšují, ale růst sám pořád zůstává hlavním rizikem. Téměř po celém světě nechávají centrální bankéři peněžní kohoutky otevřené s cílem udržet nízké úrokové sazby a povzbudit ekonomiku. To samozřejmě nemůže trvat věčně.

V polovině září se americká centrální banka (Fed) rozhodla neuzavřít monetární trysky ani o kousek. Téměř každý v té době očekával první krok z její strany. Jmenování Janet Yellen následnicí Bena Bernankeho na trůnu Fedu znásobilo očekávání, že Fed by mohl ještě chvíli vyčkat. Yellen je považována za jasnou přívrženkyni současné politiky centrální banky.

Vývoj na trhu práce určí, jak rychle bude Fed jednat (nebo jak je připraven k jednání). Pro Fed je bodem zvratu 6,5% nezaměstnanost. V srpnu dosahovala tato míra 7,3 %. Je možné, že statistiky trhu práce a ostatní oficiální statistiky budou v několika příštích měsících méně spolehlivé; vládní kolaps pravděpodobně povede ke zkrácení našeho obrázku.

V eurozóně udržuje Evropská centrální banka svoji základní sazbu od počátku května na historicky nejnižší úrovni 0,50 %. V posledních několika měsících někteří členové ECB jasně prohlásili, že úrokové sazby zůstanou ještě po dlouhou nadcházející dobu nízké. Bylo to poprvé, co ECB poskytl náznak výhledu své budoucí úrokové politiky.

Pomalá cesta k vyšším úrokovým sazbám

Prohlášení předsedy Fedu Bena Bernankeho o možném omezení výkupního programu Fedu vedlo v květnu k bodu obratu u výnosů z dluhopisů. Po amerických úrokových sazbách znatelně stouply i evropské sazby.

Pro mnoho investorů to znamenalo počátek trendu směrem k mnohem vyšším (tj. normálním) úrokovým sazbám. Dluhopisové sazby jsou možná výš než na nejnižším bodu, očekáváme však, že normalizace sazeb bude dlouhodobým procesem. Centrální bankéři zjevně činí kroky, v závislosti na vývoji ekonomiky, které dosud neposkytují prostor pro „normální“ úrokové sazby.

Neočekáváme v příštích několika měsících žádný prudký vzestup úrokových sazeb. I tak by mohl rostoucí hospodářský optimismus a/nebo řidnoucí armáda investorů hledajících bezpečí znamenat tlak na růst úrokových sazeb u dluhopisů. Riziko, že dluhopisové sazby budou růst silněji (a rychleji), než očekáváme, se jeví vyšší než pravděpodobnost poklesu úrokových sazeb. I třeba jen z toho důvodu, že desetiletá německá sazba (srovnávací hodnota v eurozóně) může o dva procentní body vzrůst, nikoli však klesnout.

V České republice jsme měli volby. Ne, že by svět nějak extra zajímal, spíše byly vítaným tématem novinových sloupků světových periodik. Ale přece jen bychom se měli při této příležitosti trochu zamyslet, jaký vliv měly na ekonomiku a jak reagoval alespoň náš lokální český finanční trh.

Důležité je, že očekávání investorů bylo všeobecně skeptické; sestavení sociálnědemokratické vlády podporované komunisty se zdálo variantou pravděpodobnou, pro leckoho přímo loženou. V důsledku takové percepce pak bylo možno počítat s vyššími výdaji státu, vyšším zdaněním obyvatel a firem a s obecně vyšší regulací tak, jak bylo obsaženo ve volebních programech. Bylo tedy možné očekávat, že finanční trhy zahrnují uvedené informace do cen, a to zhruba v tom smyslu, že česká koruna mohla být před volbami spíše slabší, výnosy dluhopisů vyšší a ceny akcií nižší.

Jak dopadly volby, víme, pár dní po nich také tušíme, že politické rozložení sil bude přece jen pro českého investora příznivější než původní odhady. Odrazila se tato skutečnost nějak na finančních trzích? Z minulých volebních cyklů víme, že změna v politickém vedení našeho státu nemívá na české finanční trhy znatelný dopad. Pojdme se nicméně přesvědčit, zda tomu bylo tak i nyní.

Kurz koruny se v důsledku výsledku voleb nepohnul směrem k výraznějšímu posílení. A proč by také, když hlavním institucionálním hybatelem je Česká národní banka, přičemž ani její vliv není takový, jaký by si přála na korunu mít. Česká měna se evidentně

levicové vlády neobávala. U tuzemských dluhopisů by se však určitý pohyb dal očekávat, přece jen při vyšším utrácení hrozí vyšší deficit a na to jsou trhy citlivé. K posunu však nedošlo ani zde, investoři přece jen věřili deklaracím o splnění Maastrichtského kritéria deficitu ve výši 3 %. Takže nakonec se výsledek voleb projevil tam, kde se to obecně příliš nečeká – na akciovém trhu. Nejvíce osvooben se cítil ČEZ, který trpěl pod hrozbou jak zvýšení daní včetně těch speciálních odvětvových, tak plánem na dostavbu Temelína. Obojí je v současné politické konstelaci méně pravděpodobné, odvrácením obou problémů pak může energetická společnost uvolnit více peněz na smysluplné projekty nebo výplatu dividend akcionářům. Že investoři zahrnovali hrozbu vyššího zdanění do svých ocenění, o tom vypovídá i růst kurzu bankovních titulů. Ačkoli na české akcie působily i jiné vlivy než povolební situace (například zvýšená nákupní doporučení na Komerční banku od významných brokerů), odhadujeme, že výsledek voleb zatím přispěl k růstu pražské burzy o cca 2 %.

ČR není USA, kde politické spory hýbaly měnovými kurzy, výnosy dluhopisů i cenami akcií významně, a to nejen těmi americkými. Nicméně domnívat se, že místní politika nemá na ceny finančních instrumentů žádný vliv, by bylo chybou. Jen se někdy projevuje méně hekticky než jinde ve světě.

Aleš Prandstetter, investiční strateg ČSOB Asset Management

2 NÁŠ POHLED NA PORTFOLIA

Dostatečný důvod investovat do akcií

Ceny akcií stouply v posledních měsících podstatně rychleji než firemní zisky. V absolutním vyjádření tedy ocenění akcií určitou měrou vzrostlo, ale i tak zůstávají akcie rozumně oceněné (zejména v Evropě).

Dnes se za průměrnou americkou akcií v indexu S&P 500 platí patnáctinásobek očekávaných zisků v následujících 12 měsících. To je o 10–15 % méně než průměr za posledních dvacet let. Evropské akcie (měřeno indexem MSCI Europe) jsou v průměru ještě o něco levnější, s poměrem ceny k ziskům ve výši 12,3. To odpovídá slevě 15–20 %. Vyloučíme-li roky extrémního přecenění v letech 1998–2000 v době internetové bubliny, nejsou tyto slevy příliš vzdáleny historickému průměru.



Navzdory vyšším cenám akcií a vyšším úrokovým sazbám zůstává mezi akcemi a dluhopisy velká oceňovací propast. Tu může překonat pouze ohromující burzovní boom nebo „normalizace“ dluhopisových sazeb. Pravděpodobnějším scénářem je druhá možnost – další růst úrokových sazeb. Stoupají-li úrokové sazby, klesají ceny dluhopisů. Pokud se nás týče, akcie jsou i nadále nejlepší a jedinou možností pro rozumnou návratnost.

Dluhopisové portfolio

Navzdory zvyšování dluhopisových sazeb v posledních měsících zůstávají v nejdůležitějších zemích tyto sazby velmi nízké. Státní dluhopisy tedy mají v dluhopisovém portfoliu pouze omezený prostor. Preferujeme firemní dluhopisy, které nabízejí dodatečnou kompenzaci za úvěrové riziko. S ohledem na přísnější regulaci se marže mezi nákupní a prodejní cenou rozšířila a trh firemních dluhopisů ztratil velkou část likvidity. Doporučujeme proto 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. Mimo prémie vysokého úroku přicházejí v dlouhodobém horizontu v úahu i měnové 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 kolísavost. Je tedy zásadní mít k dispozici solidní rozpětí (diverzifikaci) napříč různými měnami a dlužníky.

Akciové portfolio

V rámci akciového portfolia preferujeme akcie s vysokými dividendami. Dividendový výnos u průměrné evropské akcie je 3,45 %. Akcie, které nabízejí vysokou dividendu, znamenají stabilnější návratnost než ostatní akcie a vykazují silnou tendenci ke zpětnému odkupu akcií nebo převzetí. Volíme také akcie společností, které rozjíždějí programy zpětného odkupu akcií. Takové operace jsou dalším prostředkem, jak vracet nadbytečné peníze akcionářům.

Akcie malých a středních podniků z eurozóny a akcie výrobců luxusního zboží rovněž zůstávají v centru pozornosti v rámci portfolia (viz dále).

V noci z 16. na 17. října bylo dosaženo dohody mezi republikány a demokraty o prolomení dluhového stropu. Ten limitoval současnou výši zadlužení, čímž prakticky zabraňoval dalšímu zadlužování země. Prolomení dluhového stropu je nicméně pouhým dočasným řešením, neboť již v lednu příštího roku bude projednáván znovu. Mnozí poukazují na skutečnost, že dluhový strop, který měl být pojistkou zabraňující nadměrným fiskálním schodkům (a tím i celkovému dluhu), je v poslední době zneužíván k prosazení politických cílů, čímž se stává zdrojem nestability. Je logické, že vystresované trhy reagovaly na dohodu růstem. Akcie i dluhopisy odbouraly část rizik spojených s vypjatou politickou situací a připsují zisky.

V závěru měsíce jsou zveřejněny údaje z amerického trhu práce. Trhy si zpomalující trend v přírůstcích pracovních míst přebírají jako pokračování měnových stimulů (uvolněné politiky Fedu), což ve svém důsledku prospívá akciím i dluhopisům.

Německá Bundesbanka vyslala varovný signál, že realitní trh v Německu vykazuje v některých lokalitách známky přehřívání. Analytici se nicméně shodují, že hledat paralelu mezi německým a španělským (případně irským) realitním vývojem není namíste a že německý realitní trh nepředstavuje pro ekonomiku nebezpečí.

Aukce domácích státních dluhopisů v závěru měsíce se i přes atraktivní splatnosti emisí (3 a 6 let) setkala s nižším zájmem z řad investorů, a to převážně vlivem napětí z výsledku předčasných voleb do Poslanecké sněmovny.

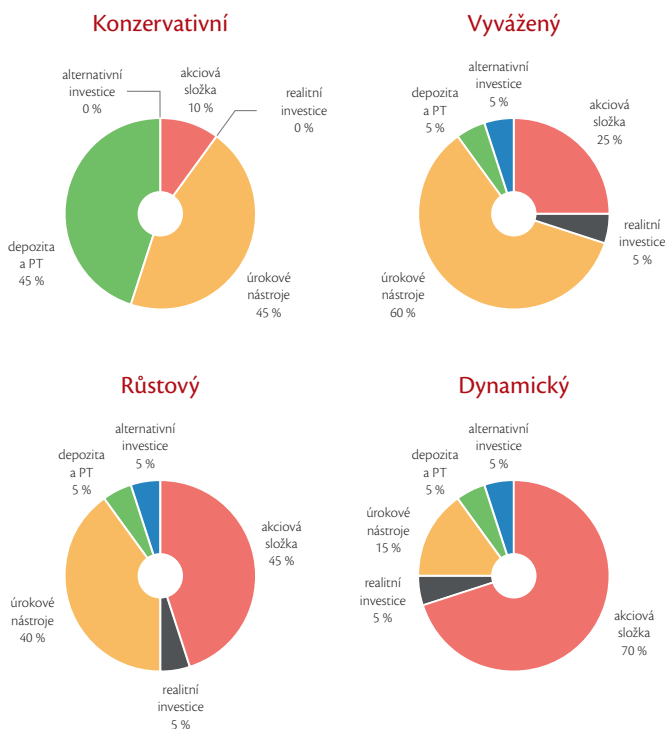
Při výběru dluhopisových investic nadále upřednostňujeme podnikové emise bonitních emitentů středních splatností (3–5let) – např. v uplynulém měsíci byla do odpovídajících portfolií pořízena emise VTB Bank. Akciové pozice udržujeme nadále lehce nad neutrální úrovní. Aktivně využíváme zajištěných instrumentů, 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 směřovatý 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 individuální 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 – Evropa

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 projevily ve firemních ziscích 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 – akcie malých a středních podniků z eurozóny

Do nedávné doby bylo možné odůvodnit levnější ocenění evropských akcií ve srovnání s americkými akciemi. V důsledku recese a krize eura pokulhávala výkonnost podniků v Evropě za americkou v posledních dvou letech o cca 20 %. Přesto věříme v obnovení růstu v eurozóně. Krize eura se stává (nebo je vnímána jako) méně problematická. 15–20% rozdíl v ocenění mezi Evropou a USA už nelze obhájit. Zejména společnosti orientované na domácí evropský trh jsou mnohem levnější než jejich americké protějšky.

Preferujeme malé a střední evropské podniky (Small & mid cap), tj. podniky s malou a střední kapitalizací. Těchto potenciálně zajímavých firem existují stovky. Jelikož často zůstávají mimo radar institucionálních investorů a/nebo tyto akcie vystopuje jen několik analytiků, existuje zde pro pozornější investory mnoho příležitostí veškerého 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 zisky se přenášejí do vyššího výnosu v eurech.

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.

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

Nejnovější politika Číny je založena na kvalitě a udržitelném růstu, nikoli na vysokých růstových statistikách jako takových. Nastalo tedy neúspěšné řešení problému „stínového bankovnictví“ – 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 ve třetím čtvrtletí dosáhl 7,8 %. Tuzemská poptávka se drží a vývoz se znovu zvedl. Čínská vláda nebude tolerovat pokles růstu pod 7,5 % a již oznámila opatření na podporu ekonomiky. Nejnovější ukazatele naznačují, že to funguje.

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.

Navzdory vyšším cenám akcií a vyšším úrokovým sazbám zůstává mezi akciemi a dluhopisy velká oceňovací propast. Tu může překonat pouze ohromující burzovní boom nebo „normalizace“ dluhopisových sazeb.

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.

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 a poměr P/E je 10. Nejen že je to historicky velmi nízká, ale je to rovněž úroveň o 30 % levnější než široký globální index. Trhy s potenciálem obnovy růstu akcií jsou v zemích, kde je ekonomický růst připraven akcelerovat, 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 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 způsobil 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 zisků, 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. 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.

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 představují 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

Ve vztahu k americkému dolaru, jenž je vůči euru podhodnocen, jsme pozitivní. Některé argumenty ve prospěch dolaru jsou následující:

- Zajištění vůči jakémukoli novému vzplanutí krize eura.
- Navzdory hospodářskému zotavení v Evropě mají Spojené státy mnohem lepší vyhlídky na růst.
- (Očekávaná) měnová politika teoreticky pomůže posílit dolar.
- Rozdíly v úrokových sazbách – jak aktuální výše, tak trendy nedávné doby – vyznívají ve prospěch dolaru.

Zaměření – luxusní zboží a turismus

Výrobci luxusního zboží jsou mnohem méně citliví na stav ekonomiky, než se obecně předpokládá, a také mají značnou sílu v určování cen. V prostředí, kde firemní zisky a ziskové marže dosahují vrcholu, bude mít sektor, v němž marže nejsou pod tlakem a růst zisků vypadá bezpečně, před ostatními výhodu. V tomto sektoru je navíc mnoho evropských firem, což představuje ideální doplnění našeho zaměření na malé a střední podniky z eurozóny.

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. 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 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. 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, 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 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 premie 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 kdekoliv 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 odejmout tržby tradičním mediálním společnostem a prodejčům.

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 od letních měsíců zvyšoval tlak na výprodeje dluhopisů na rozvíjejících se trzích. Této 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 prudce poklesne. Investoři se obávají, že země s vysokým schodkem běžného účtu (jako jsou Turecko, Indonésie a Jihoafrická republika) budou mít potíže přilákat dostatek zahraničních investic.

Od září se tento negativní přístup k dluhopisům otočil. U většiny rozvíjejících se trhů nedošlo k žádným fundamentálním změnám (nízké úrovně dluhu, omezená inflace, nejsilnější růst na světě atd.). Stabilnější (nebo v některých případech opět klesající) tržní sazby na Západě navíc podnítily chuť k riziku v těchto zemích. Investoři si uvědomují, že jsou-li západní tržní sazby tam, kde jsou, udržují jejich portfolia stěží krok s inflací. Vyšší úrokové sazby a podhodnocené měny v rozvíjejících se zemích nabízejí lepší vyhlídky. Ukazatele důvěry navíc prudce stouply, přičemž je podporovaly lepší růstové statistiky. To je pro důvěru investorů pozitivní. S ohledem na budoucnost poskytují dluhopisy z rozvíjejících se trhů zajímavý doplněk v rámci dluhopisového portfolia. 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. Návrstnost tak zcela jistě nedosáhne ani míry inflace, což povede k rozdělení 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

Téměř po celém světě prováděly centrální banky drastické škrty v základních sazbách s cílem řešit krizi. 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 útěk 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 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. Irsko a Portugalsko bude vystaveno nové zkoušce, až se znovu pokusí refinancovat na finančních trzích. 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 ziskům 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 nehybí 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 ziskům 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 zaslouží 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 tak je hospodářský růst kriticky důležitý pro realitní sektor, jelikož všichni hlavní hráči v sektoru mají v portfoliu komerční reality (kancelářské budovy, nákupní centra atd.). Poptávka a příjem z nájemného z takových nemovitostí roste pouze s růstem ekonomiky jako takové. Proto preferujeme evropské realitní cenné papíry. V posledních letech si evropské realitní cenné papíry vedly mnohem hůře než jejich americké protějšky. Nyní, kdy se projevuje hospodářské zotavení v našem regionu, vidíme větší potenciál v Evropě.



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 k 30. 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.

¹⁾ 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

| | | 11/2013 | 02/2014 | 05/2014 | 11/2014 |
|-----|----------------|---------|---------|---------|---------|
| CZK | Základní sazba | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,05 |
| | 2Y sazba | 0,20 | 0,40 | 0,70 | 0,90 |
| | 5Y sazba | 1,05 | 1,20 | 1,60 | 1,95 |
| | 10Y sazba | 2,25 | 2,35 | 2,55 | 2,70 |
| | USD/CZK | 18,90 | 20,08 | 20,40 | 21,25 |
| | EUR/CZK | 25,70 | 25,50 | 25,50 | 25,50 |
| EUR | Základní sazba | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 |
| | 2Y sazba | 0,10 | 0,20 | 0,40 | 0,70 |
| | 5Y sazba | 0,70 | 0,80 | 1,20 | 1,50 |
| | 10Y sazba | 1,70 | 1,80 | 2,00 | 2,25 |
| USD | Základní sazba | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 |
| | 2Y sazba | 0,30 | 0,40 | 0,50 | 0,90 |
| | 5Y sazba | 1,35 | 1,45 | 1,75 | 2,20 |
| | 10Y sazba | 2,55 | 2,65 | 3,00 | 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 | -1,00 | +1,80 | +3,29 | +1,60 | +1,60 |
| EMU | -0,70 | -0,30 | +1,00 | +2,50 | +1,50 | +1,50 |
| USA | +2,80 | +1,60 | +2,60 | +2,08 | +1,60 | +1,85 |

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg