



1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

	Období	Údaj	Poslední změna
Inflace	10/2013	0,90 %	-0,10 %
HDP	3Q/2013	-1,60 %	-0,30 %
Nezaměstnanost	10/2013	7,60 %	0,00 %
Základní sazba ČNB	11/2013	0,05 %	0,00 %

2013: rok zotavování bez zisků

Globální ekonomika je momentálně v lepší formě, než by se zdálo podle skromných statistik růstu HDP. Přinejmenším základní růst americké ekonomiky je solidní. Ve vztahu k roku 2014 očekáváme mírné zrychlení růstu. Příznivé jsou ukazatele důvěry, inflace nadále nebude problém a škrty budou ovlivňovat růst méně. Kdo ví – třeba bude rok 2014 rokem tak dlouho očekávaného zotavení firemních investic.

Největší výzvou je udržitelnost hospodářského růstu

Ačkoli byl rok 2013 rokem zásadních škrťů, skutečný růst světového HDP se zvýšil z 3 % na 3,2 %. Druhá polovina roku byla silnější než první. V USA dosáhl růst za poslední čtyři čtvrtletí v průměru 1,6 %. I tady je základní ekonomika robustnější, než bychom si mohli myslet na základě slabých růstových statistik. Uvažujeme-li o situaci bez rozpočtových škrťů, ukazatel růstu by dosáhl cca 3 %. To se odráží ve vysoké hladině důvěry mezi výrobci. Ekonomika eurozóny se postupně dostává z dlouhé a hluboké recese. Ukazatele důvěry začínají měnit směr i na těžce zasažených periferiích. Španělsko dosahuje vysokých hodnot – země částečně obnovila svou konkurenceschopnost, která se teď projevuje v solidních statistikách vývozu.

V roce 2014 očekáváme ve světě o něco vyšší hospodářský růst, u něhož předpokládáme:

- Vyšší důvěru výrobců a stoupající důvěru spotřebitelů.
- Nízkou inflaci. Stejný růst příjmu zajistí vyšší kupní sílu.
- Snížení zadluženosti domácností. Může se tak snížit ukazatel úspor.
- Méně svazující břemeno úspor a vládních škrťů.
- Širší možnosti úvěrů od bank.

V roce 2013 k zotavení firemních investic nedošlo, příští rok by však mohl znamenat rozdíl mezi normálním rokem a rokem robustního růstu. Všechny podmínky pro zotavení již nastaly: postupně vznikla potřeba zvýšit kapacity a zcela jistě potřeba investic na inovaci, firmy jsou ziskové a disponují značnými částkami hotovosti atd.

Kritickým faktorem zůstává růst počtu pracovních míst, zejména v USA. Letos byl růst počtu pracovních míst (příliš) skromný. V roce 2014 je každý měsíc třeba 200–250 000 pracovních míst, má-li se hospodářský motor udržet v chodu. Pro eurozónu je vývoj nezaměstnanosti stejně významný. Zaměstnanost velmi těsně souvisí se spotřebitelskou důvěrou – a tedy i hospodářským růstem. Absence růstu by mohla rychle zažehnot krizi eura.

Rok 2013 přinesl také rozčarování

Čína a další rozvíjející se ekonomiky byly v uplynulém roce zklamáním. Na auře pilíře světového růstu se objevilo několik šmouh. Čínská ekonomika už neroste o 9–10 % ročně, nýbrž o 7,7 %. Samo o sobě to neznamena nezdravý vývoj, navrch však získaly obavy týkající se bubliny cen nemovitostí a nesplácených bankovních úvěrů. Noví vládcové jsou si vědomi potřeby nového či upraveného modelu růstu – takového, který se bude více zabývat vývojem domácí spotřeby a méně podporovat vývoz. Státy, které exportují komodity, procházejí těžkou dobou. V Rusku klesl růst z 1,5 % na 1 %, zatímco v Brazílii zůstal na stejné výši, ale blízko nuly. Rozčarování je zřetelné a vede ke značnému sociálnímu napětí.

Aktiové trhy rozvíjejících se ekonomik následně zaostávaly za tradičními. V polovině listopadu dosahoval index akciového trhu „Rozvíjející se Asie“ pouze o 1,6 % vyšší hodnoty než na počátku roku. Latinskoamerické akciové trhy ztratily přes 10 %. Byly zasaženy i trhy dluhopisů a měn: měny, jako jsou turecká lira, jihoafrický rand a brazilský real, výrazně klesly.

Strach z výšek

Akcii se v roce 2013 obecně dařilo dobře. Ceny akcií rostly rychleji než zisky. To je přijatelné, protože v posledních letech tomu bylo právě naopak. V důsledku toho ocenění vzrostla a akcie už nejsou tak levné jako počátkem roku 2013.

V Evropě je rozdíl mezi prudkým růstem cen akcií a růstem firemních zisků největší. Zatímco ceny akcií opět našly pevnou půdu pod nohama, růst zisků se zadrhl. Za letošní rok se očekává o 5 % nižší průměrný zisk než v roce 2012. Nicméně americké firmy dokázaly o něco zlepšit rekordní zisky. Na základě výsledků za první tři čtvrtletí je jejich růst odhadován na 5 %. Obrat rostl menší rychlostí, ale ziskové marže se mírně zvýšily. V mezičase ziskový výkon evropských firem již za americkými společnostmi zaostává o cca 25–30 %. Je nepravděpodobné, že by Evropa tento nedostatek v ziskovém výkonu dohnala příští rok.

Restrukturalizace je nyní základním kamenem firemní kultury. Nebudou-li společnosti muset platit téměř žádné úroky a sníží dluhy, finanční zátěž se sníží též. Pokud navíc budou realizovat jen velmi malé či žádné investice, nevzrostou ani odpisy. Za takových okolností povede i malý nárůst obrátu k rychlému zvýšení zisku. Firmy dále vytvářejí stále vyšší tržby na rozvíjejících se trzích, kde jsou prodejní a ziskové marže u západního spotřebního zboží vyšší než na Západě.

Hlavním tématem listopadu pro většinu domácích investorů nebyl ani pokračující růst akcií ani dohoda s Íránem a jeho možným dopadem na cenu ropy, ale devizové intervence ČNB. Nechci se nicméně věnovat v tuto chvíli posuzování celé akce z měnověpolitického hlediska, ale spíše se zamyslet nad tím, zda by i investiční portfolio mělo být nějakým způsobem připraveno na takovéto události.

Pravdou je, že kdokoli, kdo měl svá aktiva v cizí měně, se mohl z uvedené akce radovat. Pravdou nicméně také je, že z pohybu kurzu na druhou stranu by zase plakal, protože by realizoval ztráty. Mnozí z těch, kteří si část úspor kolem přelomu tisíciletí uložili do zdánlivého bezpečí americké měny, s hrůzou sledovali tenčící se hodnotu těchto úspor v korunách. Poučení těch, kteří v letech 2000–2008 takto přišli díky prudkému posilování české koruny o více než polovinu úspor, je zcela jistě bolestné. Jak tedy na to? Předně je třeba říci, že měnové riziko je velmi nepříjemné. Je totiž rizikem, které proti sobě nemá zpravidla postaveno rozumný výnos, který by podstoupení takového rizika ospravedlňoval. Zapomeňme teď na teorii, která říká, jak by se měny měly vůči sobě chovat – v praktické ekonomii totiž zhusta neplatí, a to i v relativně dlouhém horizontu. Eliminovat tedy riziko kurzových pohybů není vůbec špatný nápad a tento přístup doporučuji. Nicméně nedoporučuji toto riziko eliminovat úplně. Proč? Podívejme se na věc více v souvislostech.

Každý z nás hospodaří s nějakým rozpočtem, ať již rodinným, nebo jednotlivce. A oslabení kurzu koruny má tendenci výdaje navyšovat, naopak posilování kurzu výdaje snižovat. Po skokové změně, jakou předvedla intervence ČNB, je to zřejmé každému, zejména pak těm, kteří se chystají na zahraniční dovolenou. Ponechání části investic v cizí měně by tedy mělo v tomto případě sloužit jako pojistka pro případ oslabení kurzu koruny. Samozřejmě jak jsem výše naznačil, pohyb české měny opačným směrem, tedy její posílení, způsobí ztrátu. Tato ztráta by však měla být obecně vyvážena nákupy některého zboží za ceny levnější než očekávané, což by mělo naopak finanční situaci rodiny pomoci. Podobně je možné postupovat při plánovaném nákupu zboží citlivého na změnu kurzu (typicky dovolená, ale v určitých případech třeba i automobil).

Aleš Prandstetter, investiční stratég ČSOB Asset Management

Co děláme v rámci portfolia?

V roce 2013 se trh zbavil značné části nejistoty. Chuť k riziku na straně investorů tlačila trhy prudce vzhůru. Ceny akcií stoupaly rychleji než firemní zisky. V důsledku toho vzrostlo ocenění. Rozdíl mezi cenami akcií a firemními zisky je nejvyšší v Evropě. V roce 2014 bude pro akciový trh zásadní právě nárůst profitability. Ocenění samo o sobě nedokáže pohánět trhy i nadále. Existují všechny faktory, díky nimž můžeme očekávat podstatné zvýšení ziskovosti, nicméně tento fakt je z velké části již v cenách započítán. Stále však zachováváme u akcií převáženou pozici.

Dluhopisové portfolio

Omezujeme váhu tradičních státních dluhopisů. Ačkoli se v krátkodobém horizontu neobáváme prudkého růstu dluhopisových sazeb, preferujeme nicméně dluhopisy s relativně krátkou dobou zbývajících do splatnosti. Největším dlouhodobým rizikem je inflace.

Při výběru dluhopisů je nejlepší zvolit témata orientovaná na růst, jako jsou firemní dluhopisy a dluhopisy z rozvíjejících se trhů. Ty nabízejí vyšší návratnost při stejné hladině rizika. Trh firemních dluhopisů však ztratil velkou část likvidity. Investorům se důrazně doporučuje držet firemní dluhopisy až do splatnosti.

Snaha o dosažení návratnosti nás vede i na rozvíjející se trhy. Úrokové sazby na rozvíjejících se trzích jsou výrazně vyšší než v zavedených průmyslových zemích. Diverzifikované portfolio cenných papírů s pevným výnosem z rozvíjejících se trhů (Jižní Korea, Mexiko, Brazílie, Polsko atd.) rychle vygeneruje návratnost přes 5 %. Expozice do takových měn však může vyústit ve značné kolísání portfolia. Volíme tedy efektivní diverzifikaci prostřednictvím koše různých měn a různých dlužníků.

Akciové portfolio

V rámci akciového portfolia preferujeme akcie s vysokými dividendami. Tyto akcie nabízejí stabilnější návratnost a navíc jsou tyto firmy (vyplácející vysoké dividendy) nadějnými kandidáty na zpětný odkup akcií nebo převzetí. V portfoliu však tzv. „růstové akcie“ také nesmí chybět. Světová ekonomika se zotavuje, rozvíjející se trhy zůstávají strukturálním hnacím motorem a zdá se, že země eurozóny už recesi nechal za sebou.

Volíme tedy regiony, kde je nástup růstu nejsilnější: rozvíjející se asijské trhy a eurozónu. V eurozóně silně preferujeme akcie menších firem, tj. malých a středních podniků. Jsou nejlépe přizpůsobené místní ekonomice, a tudíž profitují ze zlepšování ekonomiky více než jejich větší protějšky.

Akcie malých a středních podniků z eurozóny a akcie výrobců luxusního zboží zůstávají v centru pozornosti v rámci portfolia.



Inflace napříč evropskými ekonomikami dále klesá, případně stagnuje na nízkých úrovních. Příčinou je v prostředí stagnujících ekonomik nízká mzdová inflace a nízké ceny komodit. Centrální banky tak s rostoucími obavami sledují riziko obecné deflace, která je z pohledu měnové politiky nežádoucí. To je motivuje k vyšší aktivitě směrem k uvolnění (proinflační) měnové politice. Intervence ČNB a ECB v uplynulém měsíci byly toho příkladem. Zatímco ECB využila existujícího prostoru a snížila svou klíčovou sazbu o 0,25 %, ČNB, jejíž sazba je prakticky na nule, se odhodlala k nestandardnímu kroku v podobě cíleného oslabení domácí měny. Mnohými zpochybňovaná transparentnost komunikace ČNB směrem k široké i odborné veřejnosti i samotný fakt intervence vyvolaly značnou vlnu emocí. Jakkoliv se mohou názory na intervenci lišit, jejich dopad do cen domácích fixně úročených aktiv můžeme hodnotit jako jednoznačně příznivý, a to v důsledku zvýšeného zájmu po těchto aktivech vlivem částečného transferu přebytečné korunové likvidity. Také zvýšený zájem zahraničních investorů spekulujících na budoucí opětovné posílení koruny přispíval k růstu jejich cen. Vliv měnových intervencí ČNB na dluhopisová portfolia byl v zásadě dvojitý. Nepřímo příznivě působily skrze rostoucí ceny dluhopisů. Přímý efekt, v podobě zvýšené korunové hodnoty cizoměnových pozic, byl ve většině případů tlumen skutečností, že portfolia jsou smluvně vůči měnovým pohybům zajištěna. Tam, kde to smluvní limity dovolovaly, byly dopady kurzových intervencí veskrze příznivé. Nepřímý pozitivní efekt byl tak jimi dále násoben.

Dařilo se také akciovým trhům. Dow Jones a S&P 500 posouvaly za přispění umírněné rétoriky budoucí šéfky Fedu Janet Yellenové dále svá historická maxima. Appetit po rizikových aktivech zvýšilo v uplynulém měsíci také i ujednání mezi západními mocnostmi a iránským režimem, které přispělo k snížení geopolitického napětí.

Při výběru dluhopisových investic nadále upřednostňujeme podnikové emise bonitních emitentů středních splatností (3–5 let).

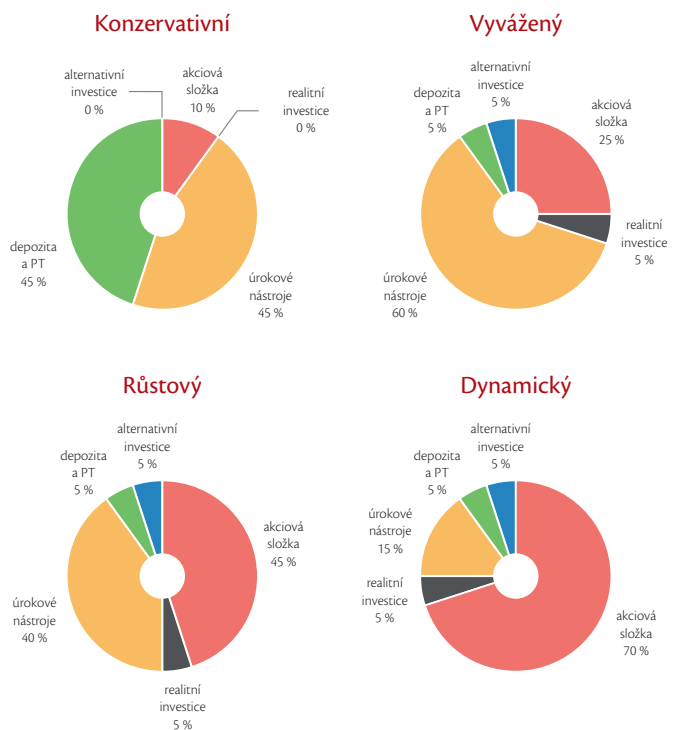
Akciové pozice nadále udržujeme lehce nad neutrální úroveň. Aktivně využíváme zajištěných instrumentů a strukturovaných produktů, které umožňují participovat na výnosech rostoucího akciového trhu a současně limitují ztráty spojené s jejich nepříznivým vývojem.

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 – Evropa

Velká Británie a Skandinávie jsou na tom již několik měsíců výkonnostně lépe. Zejména ve Velké Británii jsou velkolepé především ukazatele důvěry, ačkoli vysoký růst vykazují i skutečné statistiky (růst HDP a zaměstnanosti). Navzdory vyšší inflaci se Bank of England drží své politiky nízkých úrokových sazeb. I zde je prvořadé hospodářské zotavení.

Situace postupuje podle plánu i v eurozóně, která ve druhém čtvrtletí roku 2013 připravila příjemné překvapení, jelikož zaznamenala po šesti čtvrtletích poklesu hospodářský růst. Zdá se, že recese už dosáhla dna a budoucnost se také jeví lépe. Důvěra firem po šest po sobě jdoucích měsících rostla a spotřebitelská důvěra se rovněž zvyšuje. Růst již také není omezen jen na německý motor, ale šíří se i do jižní Evropy, kam následuje zlepšenou konkurenční pozici zemí, jako je 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 zisku. 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) nezpůsobily na trhu téměř žádné otřesy. Tyto problémy budou navíc snadněji řešitelné, pokud se začala ekonomika eurozóny opět zvedat.

Zaměření – akcie malých a středních podniků z eurozóny

Evropské akcie byly po dost dlouhou dobu levnější než americké. Do nedávné doby to bylo naprosto odůvodněné. V důsledku recese a krize eura pokulhávala výkonnost výnosů v Evropě za americkou v posledních dvou letech o cca 20 %. Přesto věříme v obnovení růstu v eurozóně. Krize eura je (nebo je vnímána jako) méně problematická. 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, tj. s malou a střední kapitalizací. Často zůstávají ukryté ve stínu akciového trhu, protože nezajímají velké institucionální investory a/nebo je vystupuje jen několik analytiků. Tento vesmír tedy předkládá pozornějším investorům mnoho příležitostí veškerého druhu. Obecně se jedná o akcie společností na velmi specializovaném trhu, se specializovanou činností a přímočarým profilem. Navíc jsou soustředěny zejména v našich preferovaných sektorech, jako jsou spotřební zboží, kapitálové statky a technologie atd. V této fázi cyklu vykazují nadprůměrný růst zisků.



Zaměření – jihovýchodní Asie

Na asijských trzích byl život v roce 2013 těžký. Navzdory zotavení v posledních měsících zůstávají rozvíjející se země tam, kde byly na počátku roku – ačkoli většina ostatních regionů se posunula dál. Mimo obavy, že centrální banka USA začne hrát méně aktivní roli, se mnoho investorů bálo slabší čínské ekonomiky. My však nevidíme žádný důvod k panice.

Asijské akciové trhy obchodují s výrazným diskontem: hospodářský růst je pořád výrazně vyšší než na Západě; veřejné finance neohrožuje úvěrová krize a vidíme zde přebytek běžného účtu platební bilance, což dohromady znamená, že hospodářský růst těchto zemí nezávisí na zahraničním kapitálu.

Čína

Čínská politika je založena na kvalitě a udržitelném růstu, nikoli na vysokých růstových statistikách jako takových. Problém „stínového bankovníctví“ – prudkého nárůstu půjčování mimo tradiční bankovní sektor – se tedy pevným způsobem řeší. To omezuje půjčování, zejména menším podnikům

a navzájem mezi společnostmi, znamená to však, že přehřívání trhu bydlení se řeší a existují snahy o zlepšení kvality úvěrů. Jakýkoli problém v bankovním sektoru může řešit vláda, která ze 70 % vlastní hlavní banky. Existuje jen malé nebezpečí kontaminace mezinárodního finančního systému, vezmeme-li v úvahu omezené spojení čínských bank se zbytkem světa. HDP ve třetím čtvrtletí roku 2013 vzrostl o 7,8 %. Vypadá to, že skončilo zpomalování růstu. Domácí spotřeba se drží a znovu roste i vývoz. Čínská vláda nebude tolerovat pokles pod 7,5 % za rok a již oznámila opatření k podpoře ekonomiky. Nejnovější ukazatele naznačují, že to funguje.

Zbytek Asie (mimo Indii)

Domácí poptávka ve většině zemí se drží, ale motory vývozu vynechávají. Nadšení nad růstem v USA a Evropě však vyústilo v obrat, který nyní potvrzuje rostoucí vývoz a průmyslová výroba. Zásadní je to zejména pro Koreu a Tchaj-wan. Ostatní menší země Jihovýchodní Asie zpomalení růstu nezasáhlo. Indonésie roste tak rychle, že se z vývozce ropy změnila v dovozce. Asie je velmi rozrůzněný region s jedinou společnou charakteristikou: nejsilnější hospodářský růst na světě. Proto zůstáváme naladěni pozitivně.

Ekonomika eurozóny se postupně dostává z dlouhé a hluboké recese.

Zaměření – průmysl

Omezený hospodářský růst zabraňuje jakémukoli většímu než malému zvyšování investičních rozpočtů. Poptávka po komoditách v Číně navíc přeřadila na nižší rychlost, jelikož velká investiční vlna v důlním průmyslu už je za námi. Pro dodavatele důlních společností jsou tedy vyhlídky značně pochmurné. Pro ostatní průmyslové firmy v rámci tohoto sektoru se obloha vyjasňuje. Indikátor využití průmyslových kapacit v rámci strojínského parku USA se zvyšuje, trh bydlení se zotavuje a nárůst produkce levného zemního plynu (břidlicový plyn) vytváří konkurenční výhodu. Ukazatele důvěry také opouštějí rekordně nízké hladiny v Evropě, což naznačuje hospodářský růst od druhé poloviny roku 2013. Temná mračna nad firemními investicemi se tedy zvedají. V rámci sektoru však jsme vybírávi a v první řadě se orientujeme na specifické oblasti, které vykazují růst: dopravní společnosti a infrastrukturní podniky, u nichž vyvstala silná potřeba investic. Odvětví civilního letectví také podává solidní výkon. Hospodářské zotavení pracuje v jeho prospěch. Ačkoli tento sektor není vysloveně levný, budou to menší firmy z tohoto sektoru, které vytěží relativně největší výhody ze zrychlení růstu v Evropě i rozvíjejících se trzích.

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 výkupu vlastních akcií. V obojím případě je část nadbytečných prostředků rozdělována 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 rozšiřování kapacit je nejlepší volbou v prostředí silného růstu. Ačkoli se ekonomika zotavuje, ještě jsme do této situace nedospěli.

V současném prostředí s nízkými úroky vytváří držba hotovosti v rozvaze velmi nízký příjem a společnosti si mohou velmi levně půjčovat. V obou případech lze tyto peníze využít ke zpětnému výkupu 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 zrušeny. Pouze v takovém případě se totiž zvýší relativní úrok akcionářům, kteří si ponechají své akcie, a hodnota pro akcionáře. Zpětný výkup je signál vedení společnosti, že jsou akcie podhodnoceny.

Rozdělované dividendy plynou ihned akcionářům. Dividendy jsou také mnohem silnějším signálem, že cílem je budovat stabilní hodnotu pro akcionáře: snížení dividend je pro podniky posledním krokem, ukončení programu zpětného výkupu je mnohem snadnější. Pro investora představují vysoké dividendy od relativně stabilních společností dobrou alternativu k prudce se snižujícímu výnosu z dluhopisů. Se zvýšením růstu se zvýší úrokové sazby, což ovlivní ceny dluhopisů držených v portfoliu. V případě akcií s vysokými dividendami budou mít vyšší úrokové sazby také negativní dopad, s vyšší konkurencí produktů nesoucích úroky, ale zlepšení hospodářského prostředí může vést i k cenovým ziskům. Akcie společností, které rozdělují vysoké procento zisků, podávají v dlouhodobém horizontu lepší výkon než jejich protějšky ze stejného odvětví. V delším časovém horizontu jsou vyplacené dividendy nejdůležitější složkou návratnosti kapitálu.

Zaměření – americký dolar

Před rokem se ještě otevřeně pochybovalo o vyhlídkách na přežití eura. V roce 2013 zpevnila jednotná měna vůči víceméně všem ostatním měnám. Zatímco rok 2013 byl rokem eura, rok 2014 by mohl přát dolaru. Očekáváme, že se dolar posune o něco blíže vnitřní hodnotě

1,00–1,10 USD/EUR. Dolar je podhodnocen a konkurenceschopnost USA vůči Evropě se rok od roku zvyšuje. Mzdové náklady stoupají menší rychlostí, zatímco produktivita roste rychleji.

Nástup břidlicového plynu vede ke zlepšení americké obchodní bilance, protože země potřebuje dovážet méně ropy. Plyn je rovněž levnějším zdrojem energie pro průmysl ve srovnání s dražším ruským zemním plynem, na němž závisí evropský průmysl. V každém případě oslabení eura nezpůsobí ECB žádné starosti.

Zaměření – luxusní zboží a turismus

Ziskové marže v sektoru luxusního zboží jsou pod mnohem menším tlakem než v ostatních sektorech. Výrobci luxusního zboží jsou mnohem méně citliví na stav ekonomiky, než se obecně předpokládá, a také mají značnou sílu v určování cen. Práh pro vstup do sektoru je velmi vysoký, jelikož silné značky posilují dlouhá tradice a je těžké je sesadit z tržnu. V prostředí, kde firemní výnosy a ziskové marže dosahují vrcholu, bude mít sektor, v němž marže nejsou pod tlakem a růst výnosů vypadá bezpečně, před ostatními výhodu. Tento sektor není levný, ale prémie je opodstatněná ve vztahu k širšímu akciovému trhu.

Zaměření – zboží dlouhodobé spotřeby

Automobilový průmysl povstal z popela, přinejmenším co se týče amerického a evropského luxusního segmentu. Poptávka z Číny je i nadále extrémně robustní, pochází odtud téměř 50 % zisku luxusních německých značek. Německé luxusní značky tedy mají nakročeno k rekordnímu roku. V Evropě prodeje aut silně zasáhla recese a nejzasáženější oblasti byly masový segment a jižní Evropa. Zdá se však, že nejhorší už je za námi, ačkoli známky zotavení se teprve musí dostavit. Japonští výrobci však zažívají solidní návrat a využívají výhody slabšího jenu.

Pozitivně smýšlíme o sektoru médií. Akcie v mediálních společnostech jsou levné a navzdory mizivému růstu se reklamní rozpočty udržely na velmi dobré úrovni. Navíc nyní zaznamenáváme signály, že se znovu schyluje k celosvětovému 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 peněz. 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 se však objevují známky zlepšení. Americké domácnosti profitují ze zotavujícího se trhu práce a bydlení, ačkoli v posledních měsících jim ránu zasadila situace v samosprávě. Důvěra britských a potažmo evropských spotřebitelů se také postupně vrací k normálu. Firmy se přizpůsobily nevalným podmínkám na trhu těžkým omezením nákladů. Přesto se dobře daří několika specializovaným oblastem: americkým řetězcům pro kutily, které budou těžit ze zotavení trhu bydlení, internetovým obchodníkům, kteří získávají podíl na trhu na úkor tradičních prodejců, a firmám prodávajícím vyhlídkové plavby.

Zachováváme si pozitivní náhled na segment zboží dlouhodobé spotřeby z několika důvodů. Jde o vysoce proexportní sektor a silné euro se výrazně podepsalo na výsledcích za třetí čtvrtletí roku 2013. Očekáváme, že prodejci luxusního zboží i sportovního vybavení, kteří dohromady tvoří více než polovinu tohoto subsektoru, porostou o robustních 10 % či více. Tržby nafukuje poptávka z rozvíjejících se zemí, zatímco dobrá pověst značek ochraňuje ziskové marže. Další vývoj čínské ekonomiky je pro tento sektor zásadní, ale posilovat tržby pomůže pokračující penetrace trhu. Tento sektor má atraktivní růstové vyhlídky, ale v důsledku toho se obchoduje s premií ve srovnání se širokým trhem.



Zaměření – zdravotnictví a farmacie

V posledních deseti letech ztratil tento sektor pověst růstového odvětví. Navzdory extrémně vysokým rozpočtům na výzkum bylo na trh uvedeno jen několik nových produktů s vysokým potenciálem. Současně s tím končí patentová ochrana stávajících léčebných produktů. Nic z toho není novinka a sektor měl spoustu času přijmout obranná opatření. V důsledku klesajícího ocenění se sektor změnil z drahého růstového v levný defenzivní, částečně i proto, že manažeři stále více zdůrazňují tvorbu hodnot: sektor s vysokými a stabilními peněžními toky, který je zcela oddán vracení hodnoty akcionářům. Už to tedy není příběh růstu?

Ať tak, či onak, výnos na akcii stoupl v pěti posledních letech průměrně o 7 %, což ze sektoru činí nejsilnější defenzivní sektor, řádně nadprůměrný. Počet pacientů strukturálně stoupá kvůli stárnutí obyvatelstva na Západě, zatímco na rozvíjejících se trzích vede zvyšování životní úrovně k větší poptávce po lepší zdravotní péči. Stoupá navíc i využití léků a zdravotnického vybavení na pacienta. I ziskové marže se zlepšují: ukončení patentové ochrany dosáhlo v Evropě svého vrcholu, tlak na stanovování cen léků v důsledku výdajových škrťů se snižuje, vysoké výzkumné rozpočty byly zracionalizovány a sníženy a stoupající měrou začínají vytvářet nové produkty. Zejména u biotechnologií můžeme očekávat mnohé, neboť je těžké vyrábět generické verze takových biomolekul. Tento sektor se drží dobře a už dávno není levný.

Největší výzvou bude v roce 2014 udržitelnost hospodářského růstu.

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 neznačí 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 odejmout tržby tradičním mediálním společnostem a prodejčům.

I tato lesklá mince však má svou druhou stranu. Růst jednotlivého produktového segmentu nevytváří pokaždé vyšší obrát. 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 a USD

Strach z brzkého uzavření měnových kohoutků v USA vyústil v letních měsících v tlak na prodej na dluhopisových trzích rozvíjejících se ekonomik. Ani vysokovynosové dluhopisy denominované v cizích měnách nebyly ušetřeny této obecně zvyšující se averze k riziku. Sažby dluhopisů na rozvíjejících se trzích vzrostly a tyto měny výrazně oslabily vůči euru. Malé pohyby obvykle vedou na relativně nelikvidních trzích k příliš intenzivnímu kolísání. Pomineme-li některé konkrétní problémy (například politické turbulence v Turecku a Brazílii), podrazila těmto trhům nohy především myšlenka, že zájem ze strany západních investorů prudce poklesne. Investoři se obávají, že země s vysokou bilancí deficitu běžného účtu (jako Turecko, Indonésie a Jihoafrická republika) se budou potýkat s problémy, jak přitáhnout dostatečné zahraniční investice.

Počínaje zářím 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.). Částečně díky stabilnějším (a v některých případech i klesajícím) tržním sazbám na Západě se vrátila chuť riskovat v těchto zemích. Pokud USA v dohledné době skutečně zavedou omezující měnovou politiku, očekávali bychom menší dopad na místní měny a úrokové sazby než v letních měsících, protože část korekce už je započítána v ceně.

Investoři jsou si vědomi i skutečnosti, že při nízkých západních tržních sazbách jejich portfolia stěží udrží krok s inflací. Vyšší úrokové sazby a podhodnocené měny rozvíjejících se trhů nabízejí mnohem lepší vyhlídky ve srovnání s ostatními tématy v rámci dluhopisů. 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 však musejí brát v úvahu poněkud vyšší volatilitu těchto trhů.

Hotovost

Výnosy budou nadále nízké. Návržnost tak zcela jistě nedosáhne ani míry inflace, což povede k rozdělení kupní síly. Objevují se signály, že ECB nebude zvyšovat úrokové sazby až do roku 2016.

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 0,25 % v ECB. Všechny centrální banky (s – možná dočasnou – výjimkou ECB) zasahují také přímo do dluhopisových výnosů skupováním střednědobých a dlouhodobých dluhových 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 Evropy a MMF, aby dokázaly financovat státní dluh, ale Itálie a Španělsko se potýkají 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 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 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), 3,4 % (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. Nemovitostní akcie je akcií a vždy jí bude, ale mnoho defenzivních investorů nedokáže odolat vábení vysokých dividend. Tyto dividendy jsou přiměřeně bezpečné, jelikož příjem z nájemného je často indexovaný. I tak je míra hospodářského růstu kriticky důležitá i pro sektor nemovitostí, jelikož všichni hlavní hráči v sektoru vlastní komerční nemovitosti (kancelářské budovy, nákupní centra atd.) jako součást portfolia. Poptávka po takových nemovitostech a příjem z nájemného z nich se zvyšuje až se zotavením ekonomiky. Preferujeme cenné papíry evropských nemovitostí. V posledních letech si evropské nemovitostní cenné papíry vedly mnohem hůře než jejich americké protějšky. Nyní, když se rýsuje 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.

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.

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 5. 12. 2013). Materiál neslouží k poskytování osobního investičního poradenství ani nepředstavuje investiční doporučení k nákupu či prodeji jakýchkoliv investičních nástrojů. Před rozhodnutím k nákupu jakéhokoliv produktu vám proto doporučujeme kontaktovat investičního poradce nebo osobního bankéře, který vám poskytne více informací o produktech a doporučí, jestli se konkrétní produkt hodí k vašemu rizikovému profilu a do vašeho portfolia. Investiční nástroje uvedené výše nezaručují návratnost vložené investice. Hodnota investice může v čase kolísat, v závislosti na typu investice i výraznějším způsobem.

Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a kurzů

		12/2013	03/2014	06/2014	12/2014
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	0,05	0,30	0,60	0,90
	5Y sazba	1,00	1,30	1,60	2,00
	10Y sazba	2,20	2,35	2,60	2,75
	USD/CZK	20,18	21,57	21,76	22,50
	EUR/CZK	27,45	27,40	27,20	27,00
EUR	Základní sazba	0,25	0,25	0,25	0,25
	2Y sazba	0,15	0,30	0,50	0,80
	5Y sazba	0,75	0,90	1,40	1,80
	10Y sazba	1,80	1,90	2,25	2,40
USD	Základní sazba	0,25	0,25	0,25	0,25
	2Y sazba	0,30	0,40	0,70	0,90
	5Y sazba	1,45	1,60	1,90	2,20
	10Y sazba	2,85	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	-1,30	+1,75	+3,29	+1,40	+1,40
EMU	-0,70	-0,40	+1,00	+2,50	+1,40	+1,30
USA	+2,80	+1,70	+2,60	+2,08	+1,50	+1,90

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg