



## 1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

### Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

	Období	Údaj	Poslední změna
<b>Inflace</b>	11/2013	1,1 %	0,20 %
<b>HDP</b>	3Q/2013	-1,30 %	0,00 %
<b>Nezaměstnanost</b>	11/2013	7,70 %	0,10 %
<b>Základní sazba ČNB</b>	12/2013	0,05 %	0,00 %

### Rok příležitostí, již s menší mírou rizika

Před rokem plnily investiční deníky a roční přehledy hrozby roku 2013: Spojené státy americké se zřítí z fiskálního útesu, jedna či více zemí eurozóny opustí euro, slepá víra ve střední Evropě prohloubí recesi v Evropě, inflace se vymkne veškeré kontrole a tak dále.

Dnes se ohlížíme za rokem úspěšným pro investory, kteří se těchto rizik nezakekli. Ano, a mnohá z těchto rizik teď opět hrozí roku 2014: nepřijemná překvapení v krizi eura, neadekvátní nárůst počtu pracovních míst v USA, drahá ropa, bankéři, kteří postrádají veškeré komunikační dovednosti nebo jsou příliš horliví, nepřiměřeně nízká inflace atd.

V míře, v jaké se tato rizika promění v průběhu roku 2014 v realitu, se jimi bude naše investiční strategie zabývat. V tomto vydání se dále podrobněji věnujeme inflaci, vývoji firemních výnosů a politice centrální banky USA.

### Nízká inflace ≠ deflace

Během roku 2013 inflace dále klesala v odezvě na stabilní ceny ropy, slabý ekonomický růst, globalizaci a silné euro atd. V USA i v eurozóně dosahovala úroveň inflace +0,9 % (listopad). V nadcházejících měsících je pravděpodobné, že se inflace dále ochladí a mohou se vyskytnout i záporné hodnoty inflace.

V mnoha případech se nižší inflace projevuje pomalejším růstem mezd. K tomu (zatím) globálně v roce 2013 nedošlo. Pro ekonomiku jde o příznivý jev, protože znamená zvýšení kupní síly spotřebitelů: stejný růst nominálních mezd s odečtením nižší inflace znamená vyšší reálný růst mezd. Nízká inflace rovněž nepřímo podporuje ekonomiku, jelikož umožňuje centrálním bankám pokračovat v uplatňování politiky levných peněz.

Evropská centrální banka (ECB) však nedávno otevřeně vyjádřila znepokojení nad nepřiměřeně nízkou inflací. Jde o zdánlivě předčasný krok. Pokud se nízká (či záporná) inflace nepřeklopí do poklesu mezd, neexistuje riziko deflace. Pomáhá indexování mezd, jako je tomu například ve Francii nebo v Belgii (má však zase jiné neuhdy). Deflace skutečně ohrožuje Španělsko, Portugalsko a Řecko, kde klesají jak ceny, tak mzdy. Nebezpečím může být i pro Českou republiku, což dohnalo k akci ČNB v listopadu.

### Růst mezd je naprosto nezbytný

V USA vzrostl akciový index S&P 500 o 26,8 % a firemní zisky o pouhých 5,4 %. I v Evropě existuje mezi zvýšením ceny akcií a firemními zisky značný rozdíl: široký akciový index MSCI Europe vzrostl o 16,7 %, zatímco zisky na akcii o 2,1 % klesly. Počátkem roku 2013 bylo v obou oblastech ještě prognózováno zvýšení o 9,5 %. Skutečnost, že tato očekávání nedošla naplnění, investory zjevně příliš netrápila.

Kombinace silného růstu cen a slabého výkonu v oblasti zisků vede mezi některými pozorovateli ke strachu ze zhroucení cen. Zdá se, jako by zapomínali, že zvyšování cen v letech 2010, 2011 a 2012 zaostávala za růstem zisků a zvyšování firemních zisků v každém z těchto roků hravě překonávala očekávání. V té době titíž pozorovatelé nevěnovali pozornost oceňování, nýbrž pouze prognózám zisku, které v prostředí mizivého ekonomického zotavení považovali za nepřiměřeně optimistické.

Hovoříme-li o ocenění: „drahota“ akcií v roce 2013 bezpochyby stoupla, ale pořád nejsou opravdu drahé. Jako příklad vezměme akciový index MSCI Europe. S hodnotou 1,03 je poměr ceny k účetní hodnotě přibližně polovina z průměrné hodnoty za posledních 15 let. Na základě zisků očekávaných v roce 2014 činí poměr ceny k ziskům (13,4) zhruba 10 % pod dlouhodobým průměrem. Rozdíl v ocenění u dluhopisů je i nadále značný: k dosažení konvergence ocenění evropských akcií a německých státních dluhopisů by musel poměr ceny k ziskům stoupnout na 54 (!), případně desetiletá sazba na 7,5 % (!). Jde samozřejmě o modelový příklad, fakticky je třeba počítat s rizikovou přírážkou za kolísavost akciových investic.

Přecenění směrem vzhůru bylo hlavním tahounem solidních výkonů na akciovém trhu v roce 2013. Aby letošní rok vyšel stejně dobře či dokonce lépe, bude třeba silnějšího růstu zisků než v roce 2013. Výnosy z akcií nemohou žít z úpravy hodnoty směrem vzhůru donekonečna. Je-li to jediný hnací motor cenových zisků, dojde k tvorbě bublin. Výzvu pro rok 2014 tedy zůstává vytvoření dostatečného růstu zisků, které zajistí pohon pro akciové trhy. To bude problém zejména v Evropě, jelikož v současnosti dochází k dalším úpravám prognóz zisků směrem dolů.

Analytici očekávají, že evropské firemní zisky letos vzrostou o 13 %. Pro USA dosahují predikce růstu okolo 10 %, protože zotavení zisků již v Americe pokročilo dále a zůstává méně prostoru pro další zlepšování marží.

Pokud se však globální hospodářské podmínky projeví jako podporující podnikání – jak předpokládáme ve svém scénáři – musí být uskutečnitelné zotavení firemních zisků. Od poloviny roku 2013 se ekonomické indikátory zlepšují a hospodářské zotavení má širší základnu. O něco vyšší kupní síla díky nižší inflaci a o něco méně přísná úsporná opatření jsou hlavními důvody, proč bude rok 2014 lepší než rok 2013.



## Fed zmírňuje vstřícnou politiku

Americká centrální banka (Fed) 18. prosince 2013 oznámila, že počínaje lednem 2014 začne omezovat program nákupu aktiv, známý jako kvantitativní uvolňování (QE). Od této doby bude Fed každý měsíc vykupovat státní dluhopisy v hodnotě 40 miliard USD a hypoteční dluhové cenné papíry v celkové hodnotě 35 miliard USD. Od zahájení programu výkupu v září 2012 dosahovaly tyto hodnoty každý měsíc 45, respektive 40 miliard dolarů. Dochází tedy k poklesu o 10 miliard. Stále se však jedná o pumpování peněz do ekonomiky!

Tímto krokem nicméně vykročil Fed na dlouhou cestu odklonu od vysoce vstřícné monetární politiky. Nová opatření budou vždy hodnocena v hospodářských souvislostech. Scénáře budou vypadat následovně: tempo výkupu se bude během roku 2014 postupně snižovat k nule. Pak by mohlo následovat období stahování peněz (prodejů dluhopisů z bilance Fedu). První zvýšení federální mezibankovní sazby se neočekává dříve než v polovině roku 2015. Poté by mohlo další tři roky trvat, než bude dosaženo „normální“ základní sazby ve výši 3–4 %.

Oznámení o omezování je důležitější než tento krok samotný. Fed vysílá signál o svém přesvědčení, že hospodářské zotavení je trvalé. Vidíme zde i potvrzení svého scénáře: rok 2014 bude lepším ekonomickým rokem než rok 2013 a pravděpodobně nejlepší volbou v oblasti aktiv budou akcie.

Počátek roku je tradičním impulsem k ohlédnutí za rokem uplynulým, proto se pojdme podívat, co nám rok 2013 přinesl, a zkusme se ještě v kostce zamyslet i nad tím, co by mohl na finanční trhy přinést rok 2014.

Minulý rok potěšil odvážné a zklamal opatrné. A to jak v našich luzích a hájích, tak v Evropě nebo USA. Zvláště ve Spojených státech byla situace lehce pikantní, protože kombinace aktiv, považovaných často za nejbezpečnější – tedy americké obligace a zlato – přinesla ztrátu vysoko přes 10 %. Rok naopak přál diverzifikaci (rozložení úspor do více typů investic napříč rizikovým a výnosovým spektrem), zklamal mnoho těch, kteří sázeli na jedinou kartu. Byl to rok, kdy spokojeni byli držitelé akciových fondů a portfolií, případně ti, kteří investovali do rizikových dluhopisů. Zklamání byli téměř všichni ostatní. Dluhopisové výnosy byly nízké a platilo, že čím bezpečnější dluhopis, tím nižší výnos. Jen pár komodit udrželo hodnotu, drahé kovy (kromě palladia) byly investicí vyložené špatnou a propad ceny zlata se může směle poměřovat s nehoršími propady akciových trhů.

Co mít na paměti pro rok 2014? Diverzifikace, tedy rozložení mezi více typů aktiv, zůstává samozřejmostí. Výnosy na peněžním trhu, běžných a spořicíh účtech zůstanou velmi, velmi slabé. Zatím neexistuje žádná indikace, že by se ve světě nebo v České republice měly zvedat základní úrokové sazby. Vítězem příštího roku by opět mohly být akcie, ale již to nebude jejich spanilá jízda, je třeba počítat s vyšší kolísavostí. Znalého, pravidelně investujícího investora by však zvýšená volatilita neměla překvapit, díky čemuž by se mohl dočkat u tohoto aktiva výnosu mezi 5–10 %.

*Aleš Prandstetter, investiční stratég ČSOB Asset Management*

## 2 NÁŠ POHLED NA PORTFOLIA

### Co děláme v rámci portfolia?

V roce 2013 tlačila stoupající chuť k riziku na straně investorů trhy prudce vzhůru. Růst cen akcií však nebyl doplněn odpovídajícím růstem firemních zisků. Akcie tedy v průběhu loňského roku výrazně zdražily. V důsledku toho přistupujeme k akciím s větší obezřetností, ačkoli i nadále držíme pozitivní výhled. V roce 2014 bude pro akciové trhy zcela zásadní výkon firemních zisků. Ocenění samo o sobě nedokáže pohánět trhy dále. Vznikala by bublina.

Hledáme-li návratnost, existuje jen málo možností. Seběmenší zvýšení výnosu z dluhopisů povede ke kapitálovým ztrátám, které sníží i tak mízovou současnou návratnost, zatímco i seběmenší zvýšení ceny poskytne akciím konkurenční výhodu. Příhodně dividendový výnos ve výši 2,5 % (pro globální akciový index) až 3,2 % (pro evropské akcie), a předpověď celkového výnosu je podstatně vyšší než u hotovosti či dluhopisů.

### Dluhopisové portfolio

Omezujeme váhu tradičních státních dluhopisů. Ačkoli se v krátkodobém horizontu neobáváme prudkého růstu dluhopisových sazeb, preferujeme nicméně dluhopisy s relativně krátkou dobou zbývající 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. Investořům se důrazně doporučuje držet firemní dluhopisy až do splatnosti.

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.

Období zvyšujících se úrokových sazeb nebo předzvěst monetárního omezování nemusí nutně vytvořit nepříznivé prostředí pro rozvíjející se trhy. Tato myšlenka pochází z doby asijské krize v letech 1997–1998, kdy byla většina asijských měn závislá na americkém dolaru a tedy i na měnové politice USA. Asijské ekonomiky (v době recese) nebyly schopny zvládat kolísání úrokové sazby USA (během období nejvyššího rozkvětu). Měnová závislost je dávno minulostí a Asie je schopna realizovat nezávislou úrokovou politiku.

## 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 jsou zastoupeny také tzv. „růstové akcie“. Světová ekonomika se zotavuje, rozvíjející se trhy zůstávají strukturálním hnacím motorem a zdá se, že země eurozóny už recesi nechaly 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 (viz část Zaměření dále).

Závěr roku, který se již tradičně nese v duchu nižší aktivity trhů s minimem kurzotvorných informací, byl tentokrát v napjatém očekávání hodnotícího komentáře Fedu. Předmětem diskusí mělo být převážně vhodné nastavení měnové politiky, a to s ohledem na stávající příznivý vývoj. Americká ekonomika si totiž ve světle makroekonomických dat nevede vůbec špatně, což logicky vzbuzuje otázku oprávněnosti existujících měnových stimulů. V druhé polovině prosince tak Fed na svém posledním měnovém zasedání v roce oznámil, že počínaje lednem příštího roku sníží objem měsíčních nákupů dluhopisů do své bilance o 10 mld. USD (z celkových 80 mld. USD).

Trhy rizikových aktiv reagovaly na zprávu vesměs příznivě. Jednou z mála výjimek byl turecký akciový trh, který na oznámení reagoval propadem. Důvod shledáváme v nebezpečné závislosti tamní ekonomiky na zdroji „levných peněz“ (nízkých sazbách) a pozvolné destabilizaci politické scény doprovázené trvalými občanskými nepokoji.

Zatímco výnosy bezpečných dluhopisů středních a delších splatností pokračovaly v růstu, výnosy desetiletých vládních dluhopisů Itálie a Španělska vlivem poklesu rizikových marží klesly.

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

Akciové pozice jsme udržovali nad neutrální úroveň. V portfoliích také i aktivně využíváme zajištěných instrumentů a strukturovaných produktů, které umožňují participovat na výnosech rostoucího akciového trhu a současně limitují ztráty spojené s jejich nepříznivým vývojem.

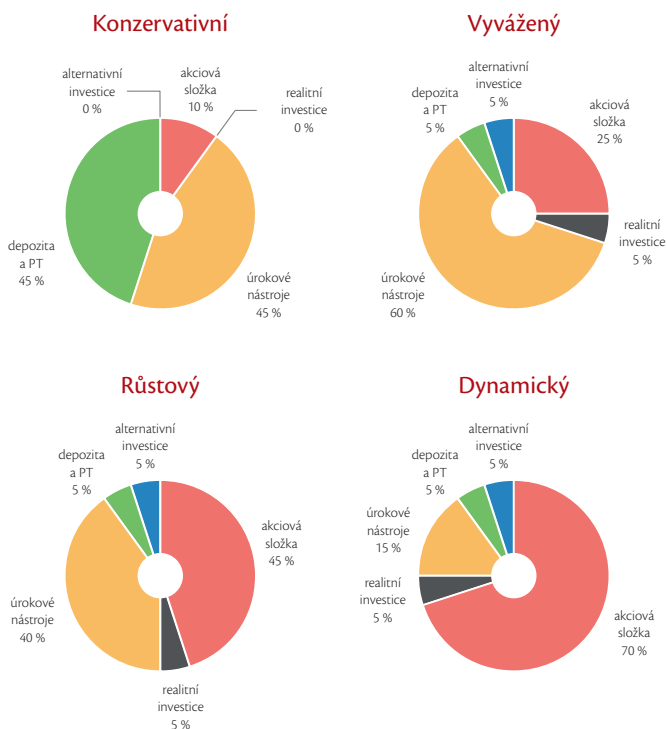
Jan Bureš, portfolio manažer ČSOB Asset Management

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 prvořadě 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.



**Minulý rok potěšil odvážné a zklamal opatrné. A to jak v našich luzích a hájích, tak v Evropě nebo USA.**

## 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 %. Rozdíl v ocenění mezi Evropou a USA už však nelze obhájit. Zejména společnosti orientované na domácí evropský trh jsou mnohem levnější než jejich americké protějšky. Tyto, povětšinou místní, hráče netrápí silné euro; jsou v pozici, kdy mohou s výhodou těžit ze zotavení ekonomické setrvačnosti v Evropě.

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 vystopuje jen několik analytiků.

Tento vesmír tedy předkládá pozornějším investorům mnoho příležitostí veškerého druhu.

## 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. Výsledek nedávného národního kongresu také podpořil naši interpretaci. Čína se rozhodla pro moderní, transparentní a udržitelnou společnost.

## Zbytek Asie

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.

## 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 držaných v portfoliu. V případě akcií s vysokými dividendami budou mít vyšší úrokové sazby

taktéž 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 vyplácené dividendy nejdůležitější složkou návratnosti kapitálu.

## Zaměření – americký dolar

Koncem roku 2012 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.

Úroveň i vývoj rozdílů v úrokových sazbách hovoří ve prospěch dolaru. Fed postupně začíná omezovat vsřícnou měnovou politiku, zatímco Evropská centrální banka (ECB) stále ještě hledá způsoby, jak zajistit hospodářství další přísun kyslíku. To by mělo zajistit dolaru výhodný směnný kurz. ECB v každém případě uvítá – pokud nebude (ač skrytě) přímo podporovat – dražší dolar / levnější euro, protože slabé euro pomůže evropské ekonomice vykročit vpřed víc, než by dokázalo omezení úrokových sazeb.

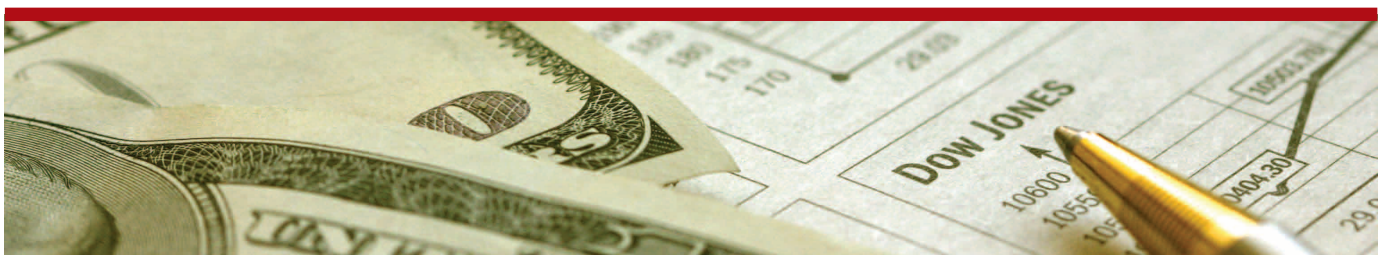
## Zaměření – luxusní zboží a turismus

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 vysoko, jelikož silné značky posiluje dlouhá tradice a je těžké je sesadit z trůnu. 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.

**Co mít na paměti pro rok 2014? Diverzifikace, tedy rozložení mezi více typů aktiv, zůstává samozřejmostí.**



Positivně 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 nemohou vymanit z procesu neustálé adaptace a vzestup elektronických knih a průlom digitální televize pokračují s nezměněnou silou. Rostoucí počet firem však dokáže tohoto digitálního světa využít k tvorbě 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 růstu. Navzdory extrémně vysokým rozpočtům na výzkum bylo na trh uvedeno jen několik nových produktů s vysokým potenciálem. Současně s tím končí patentová ochrana stávajících léčivých 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 škrtů se snižuje, vysoké výzkumné rozpočty byly racionalizovány 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.

## 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 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 prodejcům.

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 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 vysokovýnosové dluhopisy denominované v cizích měnách nebyly ušetřeny této obecné zvyšující se averze k riziku. Sazby dluhopisů na rozvíjejících se trzích vzrostly. V USA vzrostly úrokové sazby o více než 100 bazických bodů, zatímco rizikové premie pro rozvíjející se trhy vzrostly o více než 300 bazických bodů. Malé pohyby obvykle vedou na relativně nelikvidních trzích k příliš intenzivnímu kolísání.

Rozhodnutí přijaté v polovině prosince a týkající se přijetí méně vstřícné měnové politiky v USA mělo na americký dolar pozitivní dopad. Toto rozhodnutí podpořilo i cenu dluhopisů. U většiny rozvíjejících se trhů nedošlo k žádným fundamentálním změnám (nízká úroveň zadlužení, omezená inflace, nejsilnější růst na světě atd.). Investoři jsou si vědomi i skutečnosti, že při nízkých západních tržních sazbách jejich portfolia stěží udrží krok s inflací. Vyšší úrokové sazby rozvíjejících se trhů nabízejí mnohem lepší vyhlídky ve srovnání s ostatními tématy v rámci dluhopisů. Ukazatele důvěry navíc stouply, přičemž je podporovaly lepší růstové statistiky. To kladně ovlivní důvěru investorů. Dluhopisy z rozvíjejících se trhů tedy pro budoucnost zůstávají zajímavým doplňkem v rámci dluhopisového portfolia. V této souvislosti jsme zvolili velmi široké rozpětí latinskoamerických, středoevropských a asijských dluhopisů. Investoři však musejí brát v úvahu poněkud vyšší volatilitu těchto trhů.



### Hotovost

Výnosy budou nadále nízké. V následujících měsících dojde k mírnému nebo žádnému zlepšení. Návržnost tak zcela jistě nedosáhne ani míry inflace, což povede k rozdrolení 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

V rámci řešení krize přistoupily centrální banky snad všude k ráznému snižování základních sazeb. V současnosti dosahují sazby 0 % v Japonsku, 0,25 % v USA a u ECB a 0,50 % ve Velké Británii. Všechny centrální banky (s 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.

V průběhu roku 2013 dlouhé sazby mírně vzrostly, když centrální banka USA oznámila plán začít v polovině května omezovat program výkupu dluhopisů. Plán vešel v účinnost na začátku roku. Desetileté německé i americké sazby nejsou navzdory nedávnému zvýšení o nic vyšší než předpověď průměrné výše inflace na dobu do splatnosti těchto nástrojů. Desetiletá americká sazba se dále mírně zvýšila a dosahuje teď těsně nad prognózu inflace. Proto nejde o atraktivní investiční alternativy. Ačkoliv neočekáváme ze strany centrálních bank žádné rychlé změny politiky, investoři by rozhodně měli vzít v úvahu vyšší dlouhé sazby ve střednědobém, a určitě hlavně dlouhodobém horizontu.

### 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 2,45 % (pro globální akciový index), 3,25 % (pro evropské akcie) nebo téměř 5 % (české akcie) a předpověď celkového výnosu je podstatně vyšší než u hotovosti nebo dluhopisů.

### Akcie s ochranou kapitálu

#### Kde se schovat před bouří

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. 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 fondy<sup>1</sup> 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.

<sup>1</sup> 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 7. 1. 2014). Materiál neslouží k poskytování osobního investičního poradenství, nepředstavuje investiční doporučení k nákupu či prodeji jakýchkoliv investičních nástrojů ani nabídku na uzavření smlouvy podle § 1732 zákona č. 89/2012 Sb., občanského zákoníku. 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

		01/2014	04/2014	07/2014	01/2015
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	0,10	0,30	0,60	0,90
	5Y sazba	1,25	1,30	1,60	2,00
	10Y sazba	2,45	2,50	2,60	2,80
	USD/CZK	20,18	20,92	21,26	21,60
	EUR/CZK	27,45	27,20	27,00	27,00
EUR	Základní sazba	0,25	0,25	0,25	0,25
	2Y sazba	0,20	0,30	0,50	0,80
	5Y sazba	0,90	1,10	1,40	1,80
	10Y sazba	1,90	2,00	2,25	2,40
USD	Základní sazba	0,25	0,25	0,25	0,25
	2Y sazba	0,40	0,50	0,70	0,90
	5Y sazba	1,70	1,80	1,90	2,20
	10Y sazba	2,95	3,00	3,25	3,50
	USD/EUR	1,36	1,30	1,27	1,25

Zdroj: ČSOB, ČSOB AM, KBC AM, Bloomberg

## Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)			Inflace (průměrná roční změna, v %)		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
CZ	-1,00	-1,30	+1,70	+3,29	+1,40	+1,30
EMU	-0,70	-0,40	+1,00	+2,50	+1,34	+1,20
USA	+2,80	+1,70	+2,60	+2,08	+1,50	+1,70

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg