



1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

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

Ekonomika dospěla ke konci tunelu (skutečně, vidíme světlo)

Odhady hospodářského růstu se upravovaly směrem vzhůru už téměř na všech úrovních. Optimismus ohledně růstu je mírný, ale zvyšuje se. Poprvé za sedm let hovoří investoři o růstu vyšším, než je obvyklý trend ve světové ekonomice – podle těchto indicií se tedy nacházíme na počátku éry hospodářského rozmachu. Oči všech se teď budou upírat na centrální banky a na způsob, který zvolí pro ukončení uplatňované agresivní podpůrné politiky.

Akcie zdražily...

Prudký růst cen a slabší růst zisků v roce 2013 zvedl poměr ceny k ziskům. Růst firemních zisků by měl opět zafungovat jako motor, který požene ceny akcií v roce 2014 vzhůru. Index S&P 500 ve Spojených státech vzrostl v roce 2013 o 27,4 %. Firemní zisky stouply o nevýrazných 5,6 %. V Evropě byl tento rozdíl ještě vyšší: MSCI Europe uzavíral rok 2013 s nárůstem o 17,7 % oproti konci roku 2012, zatímco zisky na akciích o 1,8 % klesly. Akcie tedy zdražily.

...dluhopisy v průběhu roku 2013 poněkud zlevnily

Desetileté americké sazby stouply během roku 2013 o 1,25 procentního bodu. Pro srovnání: jejich německé protějšky stouply o 0,65 pb. Rozdíl v ocenění mezi akciemi a dluhopisy se tedy mírně zúžil. Současná hladina

cen akcií způsobuje některým investorům bolení hlavy. Přehlížejí však skutečnost, že vzestup cen v letech 2010, 2011 a 2012 (ačkoli v roce 2013 ne) zaostával za růstem zisků na akciích. Logicky tedy zmíněný rozdíl v ocenění i nadále zvýhodňuje akcie. Růst zisků, o nějž investoři v současné době usilují, není přehnaný, ale z největší části se bude muset uskutečnit v roce 2014.

Kam až může klesnout inflace?

Inflace nepředstavuje problém v žádné vyspělé zemi. To platí už nějaký čas a ještě po nějakou dobu to zcela jistě platit bude. Umožňuje to centrálním bankám zachovávat extrémně podpůrnou politiku. Nízká inflace je pozitivní, protože představuje pro ekonomiku injekci životabudiče. Klesající ceny komodit, stabilní ceny ropy, slabý hospodářský růst a globalizace (a v případě eurozóny silná měna), to jsou všechno faktory, které přispívají k nízké inflaci. Očekáváme, že inflace se bude po dobu několika měsíců pohybovat kolem nulové hodnoty. Platy rostou rychleji než ceny, což zvyšuje kupní sílu domácností.

Centrální banky neriskují

Centrálním bankéřům nenarušuje inflace spánek. Hlavním rizikem je i nadále udržitelnost hospodářského růstu. Rostoucí tržní úrokové sazby by mohly růst ohrozit, takže je třeba je za každou cenu udržet dole. Pro centrální bankéře byly souvislosti zřídkakdy tak jednoduché. Prezident ECB Mario Draghi nevynechá jedinou příležitost, aby znovu zdůraznil, že k udušení jakéhokoli nového vzplanutí krize bude podniknuto „všechno myslitelné“. Americká centrální banka (Fed) 18. prosince 2013 rozhodla, že v lednu 2014 začne omezovat opatření ve formě kvantitativního uvolňování, a to z 85 mld. USD na 75 mld. USD měsíčně. Bude-li se kondice americké ekonomiky vyvíjet příznivě, kvantitativní uvolňování bude v průběhu roku omezeno ještě více.

Výnosy z dluhopisů dosáhly nejnižších hodnot

Oznámení, že Fed hodlá omezit kvantitativní uvolňování, představovalo v roce 2013 víceméně jediný faktor, který přiměl výnosy z dluhopisů k pohybu. Zvýšený optimismus investorů ve vztahu k ekonomice či akceptace vyššího rizika stírají lesk z dluhopisů emitovaných nejsolventnějšími vládami. To by mohlo dále zvýšit tržní sazby u dluhopisů. Odhodlání Fedu udržet úrokové sazby pod kontrolu tento potenciál zvyšování omezuje. Proto očekáváme nanejvýš mírný růst výnosů z dluhopisů ve Spojených státech i v Evropě. Nicméně není jisté, jak budou reagovat investoři ve chvíli, kdy centrální banka změní kurz a s politikou přitvrdí. Ani Česká národní banka nemá kam spěchat, přes zjevné známky zlepšení v tuzemské ekonomice.

Hospodářský růst zpevňuje

Zprávy z ekonomiky se zlepšují od poloviny roku 2013. Zlepšení přišlo nejprve u ukazatelů podnikatelské a spotřebitelské důvěry, statistiky zobrazující ekonomickou aktivitu již nicméně stoupají také. Hospodářské zotavení dnes stojí na širokých základech. Prognózy růstu byly upraveny směrem vzhůru, zejména kvůli nižší inflaci a mírnému uvolnění škrtů ve veřejné sféře. Světová ekonomika by mohla v roce 2014 růst o 3,6 %, což je vyšší hodnota než dlouhodobý průměr.

Počítáme s vyššími firemními zisky

Ukazatele důvěry výrobců víceméně všude ve světě naznačují hospodářský růst. Růst firemních zisků v USA bude muset ukázat, že tato důvěra byla oprávněná. Firmy jsou zaneprázdněny zveřejňováním výsledků za čtvrté čtvrtletí roku 2013. Ještě je příliš brzy na jakékoli závěry. Tentokrát jsme nezažili start z letu ani překvapivý růst.

Poslední obavy z recese v Evropě utichly. Důvěra výrobců se v Itálii a Španělsku vrátila s překvapivou silou. Výjimkou byla Francie s neuspokojivým hospodářským růstem. Očekáváme, že čtvrtletní výsledky vykazované v Evropě budou silně zaostávat za výsledky v USA. Z velké části je to založeno na divergenci hospodářského růstu, síle eura a negativním dopadu předešlé krize eura na výsledky bankovního sektoru.

Takový počátek roku zdá se být pro akciového investora poněkud nešťastným, chtělo by se možná leckomu parafrázovat klasický výrok. Kam se poděl takzvaný „lednový efekt“, který říká, že zkraje roku na akciích zpravidla panuje optimismus?

Mnohokrát jsem ve svém sloupku psal o investiční disciplíně a domnívám se, že nadešla ta správná chvíle si toto téma opět připomenout. Je možné, že pokles se zastaví už zítra a v době, kdy budete číst tyto řádky, bude již po nervozitě. Ale spíše nikoli. Neboť příčina nervozity jen tak nezmizí a nálada na trhu, ať již dobrá, či špatná, také většinou vydrží déle než jen několik dní. Investiční disciplína však velí takovým náladám, sentimentům či emocím nepodléhat. Vidíme sice, že akcie jsou o něco dražší, než byly minulé roky, nicméně mají stále oporu v lepší se hospodářské situaci. Tato opora by za normálních okolností měla znamenat lepší marže a zisky firem.

Je pravdou, že zakolísání akciových trhů, ke kterému dochází, není iracionální a má svoji příčinu. Tou je nedůvěra vůči schopnostem některých zemí získat zdroje na financování své spotřeby a investic. Následuje obava, že krize v těchto zemích může zažehnout globální plamen, který by mohl otřást stále ještě relativně křehkým oživením, zejména v Evropě. Takovou úzkost ale rozhodně nepociťuji. Obecně mají rozvíjející se země našlápnuto poměrně dobře k růstu a jejich bankovní systémy jsou lépe než v minulosti připraveny na odliv dolarů. Akcie tamních firem a často i měny můžeme v současné době považovat za relativně levné, a tudíž atraktivní.

Přeji tedy nám všem, kteří se můžeme nazývat investory do akcií (ať již spojíme v akciových či smíšených fondech, nebo držíme přímé akciové pozice), abychom při zpětném pohledu, třeba již na konci roku 2014, viděli vývoj v prvních měsících jen jako pouhé zaškrtnutí, ke kterému občas prostě dojít musí. Pravděpodobnost, že jde jen o jednorázový výkyv, je vysoká. Ti odvažnější z nás proto takovou situaci využívají k navýšení svých akciových investic.

Aleš Prandstetter, investiční stratég ČSOB Asset Management

Co děláme v rámci portfolia?

Srovnáme-li poměr cen k ziskům na mezinárodních burzách s příslušnými historickými průměry, zjistíme, že akciové trhy nejsou drahé, nejsou však ani tak levné, jako bývaly. Prudké růsty cen zaznamenané v posledních měsících však doprovázel převážně mírný – v Evropě pak de facto negativní – vývoj zisků. Akcie v roce 2012 i 2013 zdražily.

Ukazatele důvěry jsou ve všech oblastech vysoké a i nadále se zlepšují. Růstové prognózy byly upraveny směrem vzhůru. Růst světového HDP v roce 2014 se očekává na hodnotě +3,6 %, tedy vyšší než dlouhodobý průměr.

Jakmile se sníží rizika, (mírně) zvýšíme akciovou expozici. Zůstáváme však oběma nohama pevně na zemi a dáváme velkou váhu investicím, které nabízejí ochranu kapitálu.

Dluhopisové portfolio

Omezujeme váhu tradičních státních dluhopisů. Ačkoli se v krátkodobém horizontu neobáváme prudkého růstu extrémně nízkých dluhopisových sazeb, preferujeme nicméně dluhopisy s relativně krátkou dobou zbývajících do splatnosti. Existuje-li nějaké riziko v dlouhodobém horizontu, pak je to inflace.

Naše silná preference firemních cenných papírů dospívá ke konci. Prémie za riziko se snížila natolik, že již nenabízí nic navíc a pouze představuje férovou kompenzaci za vyšší riziko.

Hon za návratností nás zavádí 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 rychle vygeneruje návratnost přes 5 %. Jde o kombinaci zemí, jako jsou Jižní Korea, Mexiko, Brazílie, Polsko, Jihoafrická republika a Malajsie.

Období zvyšujících se úrokových sazeb nebo předzvěst monetárního omezení nemusí nutně vytvořit nepříznivé prostředí pro rozvíjející se trhy. Tato myšlenka pochází z roku 1997 a doby asijské krize v letech (v letech 1997–1998), kdy byla většina asijských měn závislá na americkém dolaru. Toto napojení znamenalo, že musely následovat kolísání úrokových sazeb zaváděné centrální bankou USA, přestože domácí ekonomiky to nemohly zvládat. V té době americká ekonomika rostla mohutně, zatímco asijský růst byl slabý.

Tato měnová závislost je dávno minulostí. Centrální banky v Asii proto mohou realizovat vlastní nezávislou úrokovou politiku. Diskutovat se dá i o míře, v jaké se omezení programu v USA rovná zpřísňování měnové politiky. Ve skutečnosti zůstane měnový kohoutek otevřený, jen síla proudu bude nižší. Stále není na obzoru žádné prudké zvýšení úrokových sazeb.

Akciové portfolio

V rámci akciového portfolia preferujeme akcie s vysokými dividendami. Tyto akcie nabízejí stabilnější návratnost a navíc jsou tyto firmy 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 spíše regiony, kde je nástup růstu nejsilnější: rozvíjející se asijské trhy a eurozónu. Nicméně USA přes palubu nehážeme.



Leden zakončily trhy rizikových aktiv výraznými poklesy. Zpočátku to, co vypadalo na lokální korekci na rozvíjejících se trzích (Turecko, Argentina), se v průběhu měsíce ledna rozšířilo i na ostatní trhy. Propady tak postupně nabýly globálních rozměrů.

Jisté riziko do budoucna představuje vývoj na čínském trhu, který vykazuje snižující se dynamiku při rostoucí míře privátního zadlužení.

Naproti tomu americká ekonomika svou kondici zlepšuje. Po sérii příznivých makroekonomických dat tak Fed přistoupil k další redukci nákupů dluhopisů do své bilance. To ale na druhou stranu dále umocnilo tlak na země závislé na zahraničním kapitálu. Turecko, které soustavně vykazuje vysoké deficity běžného účtu platební bilance, je jednou ze zemí, která je na přízni investorů bytostně závislá. Tamní centrální banka tak v reakci na pokračující oslabení turecké liry výrazně zvýšila sazby, aby udržela kapitál v zemi.

V prostředí růstu rizik tak jednoznačně panovala bezpečná aktiva. Výnosy domácích státních dluhopisů, převážně delších splatností, mírně klesly, krátké a střední splatnosti zůstaly prakticky beze změny. Kreditní marže podnikových dluhopisů naproti tomu mírně vzrostly.

S ohledem na nepříznivý vývoj na blízkovýchodním trhu jsme v polovině měsíce dále redukovali akciové pozice s expozicí na tento region. Prostředky jsme následně reinvestovali do akciových fondů se zaměřením na západní trhy, kde rizika spojená s budoucím vývojem vnímáme jako nižší. V odpovídajících portfoliích dále předpokládáme využití zajištěných a strukturovaných produktů.

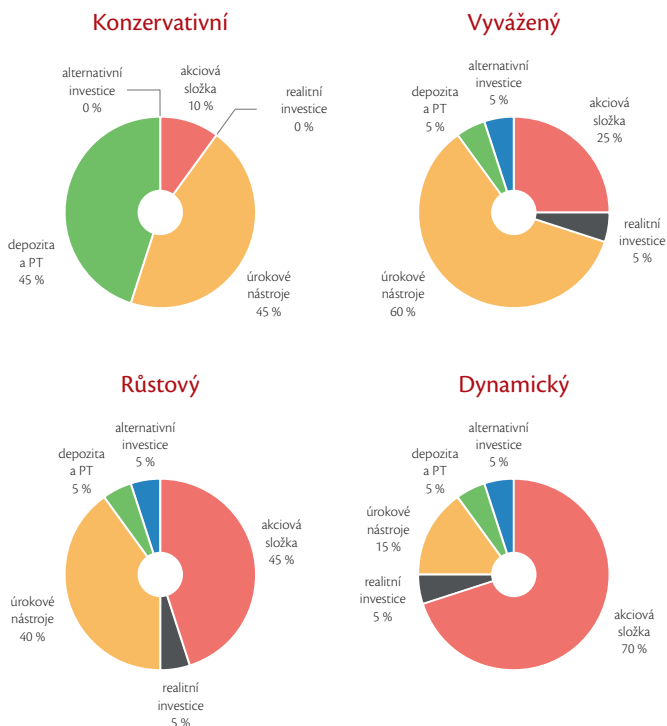
Při výběru dluhopisových investic budeme nadále upřednostňovat firemní emise bonitních emitentů se střední dobou do splatnosti (3–5let). U portfolií s ryzí orientací na státní dluhopisy budeme preferovat střední splatnosti.

Jan Bureš, portfolio manažer ČSOB Asset Management

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

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

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



3

PREFEROVANÁ TÉMATA

Zaměření – 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, ačkoli tempo poněkud zvolnilo. Po pozitivním druhém čtvrtletí roku dokázal region vykázat mírný hospodářský růst i ve třetím čtvrtletí. Zrychlení růstu je v eurozóně nejsilnější z celého světa: růst v roce 2014 dosáhne o cca 1,5 % výše než minulý rok. Zlepšení ukazatelů důvěry je působivé, zvyšuje se i důvěra spotřebitelů. 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 projevíly 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. Vyšší růst, vyšší úrokové sazby a méně vstřícná měnová politika USA by měly posílit dolar. Relativně slabé euro je pro evropskou konkurenceschopnost a firemní výnosy přínosné. Evropská komise momentálně klade větší důraz na strukturální úspory a o něco více přihlíží k dopadu krize na veřejné finance. Protivítir vládních škrtek ustává. Zdá se, že většina investorů je přesvědčena, že eurozóna bude existovat i nadále: zejména v jižní Evropě se klima úrokových sazeb zklidnilo. Tyto problémy budou navíc snadněji řešitelné, pokud již ekonomika eurozóny začala opět růst.

Zaměření – akcie malých a středních podniků z eurozóny

Preferujeme evropské akcie před americkými. K americkým akciím se nestavíme negativně. Spojené státy jsou největším akciovým trhem ze všech a my preferujeme třídu akcií. Zachováváme však výraznou důvěru v zotavení růstu v Evropě. Již existuje mnoho známek, které na ně poukazují.

Na základě posledních hospodářských zpráv již nelze obhájit rozdíl v ocenění mezi Evropou a USA. Ačkoli krize eura ještě nedošla vyřešení, již se neprojevuje. Recese v Evropě přispěla ke skutečnosti, že zisky rostly v posledních dvou letech v Evropě o cca 25 % pomaleji než v USA. Přišel čas dobýt zpět ztracené pozice.

Snižování rezerv na úvěrové ztráty znamená, že hospodářské zotavení v USA již výrazně podpořilo růst bankovních marží a výnosů. K tomu by teď mohlo dojít i v Evropě. Pokračující zkoumání zdravotního stavu evropského bankovního sektoru („Revize kvality majetku“) by měla odhalit jeho zranitelnost.

Preferujeme akcie malých evropských podniků. To znamená obrovský vesmír více než 600 potenciálních hvězd. Často zůstávají ukryté ve stínu akciového trhu, protože nezajímají velké institucionální investory a/nebo je vystopuje jen několik analytiků. Tento vesmír tedy nabízí pozornějším investorům mnoho příležitostí.



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. HDP v roce 2013 vzrostl o 7,7 %. Obavy ze zpomalení růstu se nenaplnily. 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 zasedání Ústředního výboru také podpořilo naši interpretaci. Čína se rozhodla pro moderní, transparentní a udržitelnou společnost. Firemní zisky rostou stejně rychle jako v USA, takže na trhu je v současné době poměr ceny k zisku na úrovni 8,5.

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 různorodý region s jedinou společnou charakteristikou: nejsilnější hospodářský růst na světě. To je důvod, proč jsme stále pozitivní.

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 strojního 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 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 vyplacené dividendy nejdůležitější složkou návratnosti kapitálu.

Zaměření – americký dolar

K americkému dolaru zaujímáme pozitivní postoj. Umožňuje nám zajištění proti případnému vzplanutí krize eura, ale to není jediný důvod, a rozhodně ne ten nejdůležitější.

- Dokud zůstane směnný kurz EUR/USD nad hodnotou 1,00–1,10 USD/EUR, je dolar podhodnocen. Mzdové náklady stoupají menší rychlostí, zatímco produktivita roste rychleji v USA než v Evropě. Rovnovážený bod směnného kurzu se pohybuje směrem k hodnotě 0,90–1,00 USD/EUR.
- Rozdíl v růstu: navzdory hospodářskému oživení v Evropě zůstávají vyhlídky růstu nižší než ve Spojených státech.
- Měnová politika: centrální banka USA začne měnit zaměření politiky od stimulace k restrikcím dříve než ECB.
- Výnosy na dluhopisech zvýhodňují dolar.
- ECB bude bránit jakémukoli většímu zhodnocení eura.
- Strukturální zlepšení externí pozice Ameriky. Rovnováha platebního účtu bude v souladu se sníženou energetickou závislostí Ameriky díky zvýšení těžby břidlicového plynu a ropy.



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 cyklicitu, než se obecně předpokládá, a také mají značnou sílu v určování cen. Práh pro vstup do sektoru je velmi vysoko, jelikož silné značky posiluje dlouhodobá 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. V Evropě prodeje aut silně zasáhla recese a nejzasáženější oblasti byly masový segment a jižní Evropa. Zůstávají zde problémy nadměrné kapacity, ale prognózy zisku jsou nízké a vidíme první známky toho, že oživení v Evropě ukazují na obrat. Německé luxusní značky vytvářejí zhruba polovinu obratu v Číně, kde je poptávka stále vysoká. V roce 2013 se zde prodalo

rekordních 22 milionů vozů a německí výrobci luxusních automobilů mají nakročeno k rekordnímu roku. 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 nemohou vymanit z procesu neustálé adaptace a vzestup elektronických knih a průlom digitální televize pokračují s nezměnou 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 prodeji 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 výtěžných 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 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.

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 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 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 a USD

Zotavení globálního růstu mělo v posledních letech pozitivní vliv na dluhopisy rozvíjejících se trhů. Navzdory zlepšení světové ekonomiky od poloviny minulého roku však nebyl tento vliv na tyto dluhopisy tentokrát tak výrazný. K několika konkrétním problémům (například politické turbulence v Turecku a Brazílii) přibyla skutečnost, že tyto trhy trpí zejména myšlenkou, že zájem velkých investorů by mohl prudce opadnout. Obávají se, že země s vysokým deficitem běžného účtu platební bilance (jako Turecko, Indonésie a Jihoafrická republika) se budou potýkat s problémy ve snaze i nadále přilákat dostatek zahraničních investic, vezmeme-li v úvahu zvýšení úrokových sazeb v USA (rozumějme – takové investice budou ve světle rostoucí atraktivity výnosů v USA méně zajímavé).

Očekáváme, že robustní základy většiny rozvíjejících se trhů (nízká hladina zadlužení, omezená inflace, nejsilnější růst na světě atd.) opět přitáhnou větší pozornost. Investoři si uvědomují i skutečnost, že navzdory předchozímu zvýšení úrokových sazeb v USA nedokážou nízké tržní sazby na Západě zachovat reálnou kupní sílu investičních portfolií. Vyšší sazby na rozvíjejících se trzích nabízejí mnohem lepší vyhlídky ve srovnání s ostatními tématy v rámci dluhopisů, ačkoli tyto dluhopisy denominované v USD jsou o něco citlivější na zvýšení úrokových sazeb v USA. Očekáváme však, že poslední zmíněný účinek bude částečně vyrovnán zvýšením hodnoty USD. Dluhopisy z rozvíjejících se trhů tedy pro budoucnost zůstávají zajímavým doplňkem v rámci dluhopisového portfolia. V souvislosti s fondy vysokovýnosových dluhopisů 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. Návratnost 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 klíčových 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 lednem 2014. 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. Ačkoli neočekáváme ze strany centrálních bank žádných rychlých změn 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 cca 5 % (české akcie) a předpověď celkového výnosu je podstatně vyšší než u hotovosti nebo dluhopisů.

Akcie s ochranou kapitálu

Kde se schovat před bouří

Investiční rizika lze nalézt na jakémkoli místě, souvisejí mimo jiné se zranitelností solventnosti evropských bank, nejistými následky vysoce agresivní politiky centrálních bank, s otázkou, zda bude prudký růst státního dluhu i nadále rychle splatitelný, rizikem měnové války a ohnisky na Středním východě. V obdobích výraznější nejistoty si investice nabízející ochranu kapitálu zasluhují zvýšenou pozornost. Investoři se podílejí na růstu trhu, ale jsou chráněni vůči riziku poklesu, přinejmenším k datu splatnosti. Je třeba si nicméně uvědomit, že před splatností jsou strukturované produkty citlivé na úrokové sazby a tato citlivost vzrůstá s délkou doby zbývající do splatnosti.



Nemovitosti

Akcie nemovitostních společností dodávají investiční části portfolia diverzifikaci. Nemovitostní akcie je akcií a vždy jí bude, ale mnoho defenzivních investorů dnes lákají vysoké dividendy. Tyto dividendy jsou přiměřeně bezpečné, jelikož příjem z nájemného je často indexovaný. I tak je míra hospodářského růstu kriticky důležitá i pro sektor nemovitostí. Poptávka po nemovitostech a příjem z nájemného z nich se zvyšuje až se zotavením ekonomiky.

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 6. 2. 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

		02/2014	05/2014	08/2014	02/2015
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	0,10	0,30	0,60	0,90
	5Y sazba	0,90	1,20	1,60	2,00
	10Y sazba	2,25	2,45	2,80	3,00
	USD/CZK	20,41	20,45	20,77	21,60
	EUR/CZK	27,55	27,20	27,00	27,00
EUR	Základní sazba	0,25	0,25	0,25	0,25
	2Y sazba	0,10	0,25	0,50	0,80
	5Y sazba	0,65	1,05	1,40	1,80
	10Y sazba	1,65	2,00	2,35	2,60
USD	Základní sazba	0,25	0,25	0,25	0,25
	2Y sazba	0,30	0,50	0,70	0,90
	5Y sazba	1,45	1,80	2,20	2,45
	10Y sazba	2,60	3,10	3,50	3,80
	USD/EUR	1,35	1,33	1,30	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