



1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

	Období	Údaj	Poslední změna
Inflace	01/2014	0,20 %	-1,20 %
HDP	4Q/2013	1,90 %	2,60 %
Nezaměstnanost	01/2014	8,60 %	0,40 %
Základní sazba ČNB	02/2014	0,05 %	0,00 %

Hospodářské jaro

Bouřky a rekordně špatné zimní počasí v USA nebrání ekonomům ve zvyšování prognóz růstu hlavních hospodářských oblastí. Počasí způsobilo v USA nízké měsíční statistiky zaměstnanosti. Ty slouží jako měřítko stavu hospodářství Spojených států, které i nadále fungují jako motor světové ekonomiky. Čím vyšší je disponibilní příjem amerických domácností, tím větší prospěch mají jejich obchodní partneři z vyššího vývozu do USA. Zasněžená americká města jsou však pouze dočasným úkazem. Hospodářský optimismus je mírný, ze všeho nejméně ale osvěžující. Poprvé za sedm let hovoří investoři o možnosti, že růst světové ekonomiky by mohl přesáhnout „trendový růst“, fázi předcházející „boomu“. Ekonomické jaro je fáze, v níž stoupající měrou připravujeme portfolio na růst.

Kam až může inflace klesnout?

V žádné západní zemi nepředstavuje inflace problém. Taková je situace už nějakou dobu a po značně dlouhou dobu to tak zůstane i v budoucnu. Inflace umožňuje centrálním bankám zachovávat vstřícnou politiku. Nízká inflace je pozitivní, protože pomáhá zvedat ekonomiku. Klesající ceny komodit, stabilní ceny ropy, slabý hospodářský růst a globalizace (a co se týče eurozóny, i silné euro) – to všechno jsou faktory přispívající k nízké inflaci. Myslíme si dokonce, že by se inflace mohla dostat na pár měsíců až někde k nule. Mzdy rostou rychleji než ceny, což zvedá kupní sílu domácností.

Podle monetaristů s sebou vysoce vstřícná politika hlavních centrálních bank nese riziko inflace. Toto riziko by se mohlo projevit za boomu,

jakmile vznikne napjatá situace na trhu pracovních sil a společnosti nedokážou udržet krok s objednávkami. Ale tohoto bodu jsme (ani zdaleka?) zatím nedosáhli.

Centrální banky se zaměřují na růst

Centrální bankéři netrpí kvůli inflaci nespavostí. Zásadním rizikem je i nadále udržitelnost hospodářského růstu. Rostoucí tržní úrokové sazby by mohly ohrozit růst, je tedy nutné je udržet na nízké úrovni za každou cenu. V případě americké centrální banky přemítají investoři, jak dlouho může vydržet politika hospodářské podpory. V případě Evropské centrální banky je zadání jednodušší – provádět politiku, která zajistí maximální možnou podporu hospodářskému růstu. Centrální banka hledá k politice nízkých úrokových sazeb doplňující zásahy. ECB nemá prázdný důvod ke zvyšování klíčové sazby. Právě naopak – v případě zásahu očekáváme snížení úrokových sazeb. Je však třeba uznat, že snížení současné sazby z 0,25 % na 0,15 nebo 0,10 % je z větší části symbolické.

Ceny akcií očekávají hospodářské zotavení

Na základě solidního zvyšování cen a pouze mírného růstu zisku v roce 2013 stouply ukazatele ceny k zisku. V roce 2014 bude třeba, aby motorem pohánějícím zvyšování cen akcií byl růst firemních zisků. Od konce roku 2012 se americký akciový index S&P zvýšil o 27 %. Růst zisků firem nepřekročil 5,8 %. Ocenění stoupl o 20 %. I v Evropě je tento rozdíl obrovský. MSCI Europe je dnes o 16 % výše než na konci roku 2012, zatímco zisky na akcii dokonce o 1,8 % klesly. Nynější ceny akcií způsobují některým investorům závrať. V této souvislosti se občas zapomíná, že růst cen v každém roce 2010, 2011 a 2012 zaostával za růstem zisků, který převyšoval prognózy. Závěr zní, že rozdíl v ocenění je pořád ve prospěch akcií. Růst zisků, který v současné době investoři očekávají, není přehnaný, nemusí se však plně projevit v roce 2014.

Výnosy dluhopisů dosáhly dna

Oznámení, že Fed začne postupně oslabovat své podpůrné nákupy dluhopisů, bylo v podstatě jediným faktorem, který v roce 2013 v Evropě i USA uvedl do pohybu kuponové výnosy dluhopisů. Navýšení ekonomického optimismu nebo zvýšení tolerance k riziku může zbavit i dluhopisy vydané solventními vládami aury přitažlivosti. To může vést k růstu dluhopisových výnosů. Rozhodnutí Fedu držet situaci pod kontrolou však vkládá do možného růstu jistá limitující omezení. V nejlepším případě tedy očekáváme mírný růst výnosů u dluhopisů v Evropě i USA. Není však jisté, jak investoři určí onen bod, kdy Fed změní kurs a začne praktikovat více restriktivní politiku.

Hospodářský růst zpevňuje

Ještě pár měsíců dobrých ekonomických zpráv a budeme hovořit o silném růstu. 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. Statistiky mapující hospodářskou aktivitu stoupají. 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.

ECB posvětí slabší euro

Mezinárodní společnosti operující v eurozóně by se snadno dokázaly obejít bez drahého eura. Euro oslabí buď samo – k čemuž samozřejmě existují velmi dobré důvody –, nebo jej zlevní guvernér ECB Mario Draghi. Slabé euro pomůže evropským vývozcům víc než snížení úrokových sazeb. ECB by přivítalo, pokud ne přímo tajně podpořilo, silnější dolar. Na druhé straně je hospodářský růst v Evropě pořád zranitelný. Vhod by přišla podpora růstu vývozu.

Nepříjemnost. Nebezpečná nepříjemnost. Či snad dokonce černá labuť, což je investiční metafora pro nenadálou ošklivou zásadní událost, která způsobuje pády na trzích? To vše se v současnosti honí hlavou investorům tváří v tvář konfliktu mezi Ruskem a Ukrajinou. Nikdo neříká, že jde o banalitu, zato mnozí mají před očima ty nejčernější scénáře.

Odhlédněme teď od aktuální situace a zamysleme se nad investičním chováním v takové době. Době, která ekonomicky přeje investování do rizikovějších aktiv, jakými jsou akcie, ale dobrá investiční nálada je přerušena nečekaným vyostřením politického konfliktu. Má smysl dále investovat, nebo raději vše prodat a hledat útočiště na spořicímu účtu?

Domnívám se, že relativně jednoduchou situaci mají ti, kteří investují s opravdu dlouhým horizontem a navíc pravidelně. Historie nás učí, že dobře diverzifikované portfolio je schopno zvládnout i válečné konflikty. Není tedy třeba nijak měnit svou investiční strategii a je určitě v pořádku nepropadat panice. Na dlouhém horizontu se podobných hrozeb zjeví zcela jistě více než jedna a reakce na každou z nich nebo dokonce jen na náznaky by investora stála zbytečné nervy a náklady navíc.

Pokud se však jedná o někoho, kdo se chystá investovat poprvé a větší částku peněz najednou, pro takového je lepší svou investici trochu rozložit do více tranší. Ačkoli se domnívám, že mnohé napovídá tomu, že jsme již za vrcholnou kulminací krize a situace se bude spíše uklidňovat, není všem dnům konec a trhy stále mohou trpět zvýšenou kolísavostí. V takovém období, tedy období vyšší volatility, je lepší přistoupit k tzv. časové diverzifikaci, tedy rozložení investice v čase. Tímto způsobem se i v napjatějších dobách dá vyhnout příliš vysokému riziku, na druhou stranu, pokud dojde k uklidnění situace a růstu trhů, část peněz bude zainvestována, tedy bude „pracovat“ a profitovat z již zmíněné stále se lepšící hospodářské situace ve světě.

Aleš Prandstetter, investiční stratég ČSOB Asset Management

2

NÁŠ POHLED NA PORTFOLIA

Co děláme v rámci portfolia?

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 zbývající 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 těchto 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 (jedná se o roky 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 omezování programu v USA rovná zpříšňování měnové politiky. Ve skutečnosti zůstane měnový kohoutek otevřený, jen síla proudu bude nižší. Stále není na obzoru žádné prudké zvýšení úrokových sazeb.

Akciové portfolio

Část akciového portfolia tvoří 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 vypadá to, že země eurozóny už recesi nechaly za sebou. Volíme tedy spíše regiony, kde je nástup růstu nejsilnější: rozvíjející se asijské trhy a eurozónu.



V první polovině února byla reportována série příznivých ekonomických dat, která tlačila výnosy bezpečných dluhopisů mírně vzhůru. K velmi dobrým výsledkům HDP za eurozónu se přidalo Maďarsko, Polsko a překvapivě také ČR, která výrazně revidovala údaje za 4. kvartál 2013. Nízkou naproti tomu zůstává inflace v eurozóně, která vyvolává otázky ohledně dalšího uvolnění měnové politiky. Podobně meziroční lednová inflace v ČR (0,2 %) se nachází daleko od inflačního cíle ČNB (2 %). Obecně, nízký cenový růst je důsledkem stagnace spotřebitelské poptávky. Ekonomický růst je tak ve většině případů tažen investiční aktivitou firem a exporty. V druhé polovině měsíce byly makroekonomické kurzotvorné zprávy zastíněny děním na Ukrajině. Výrazný nárůst geopolitického rizika jednoznačně prospíval bezpečným dluhopisům, a to na úkor rizikových aktiv.

V průběhu uplynulého měsíce jsme ve vybraných dluhopisových portfoliích přistoupili k prodejem cizoměnových dluhopisů, převážně krátkých splatností, jejichž výnosy po započtení nákladů spojených se zajištěním měnového rizika poklesly. Tyto dluhopisy jsme nahrazovali dluhopisy delších splatností, případně koupí vybraných dluhopisových fondů. Nadále platí, že při výběru dluhopisových investic preferujeme podnikové emise bonitních emitentů středních splatností (3–5 let).

Věříme v pokračující hospodářskou konsolidaci zemí. Usilujeme tak o pozvolnou rotaci směrem k cyklickým akciovým titulům. V očekávání vyššího růstu zisků Evropy ve srovnání s US favorizujeme evropské akcie. Do vybraných portfolií nadále předpokládáme také využití zajištěných strukturovaných fondů.

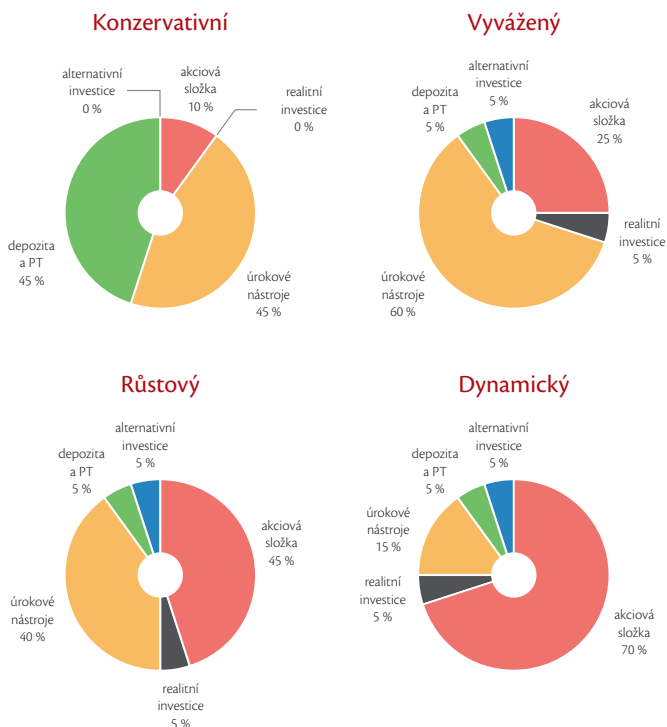
Jan Bureš, portfolio manažer ČSOB Asset Management

Pro institucionální klienty bývá typický důraz na vysokou likviditu, bezpečnost a obvykle i relativně krátký investiční horizont. Proto je pro ně směrnatý 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 – země eurozóny

V eurozóně se situace ubírá správným směrem. Ve čtvrtém čtvrtletí roku 2013 byl opět zaznamenán hospodářský růst vyšší než 1,0 %. V eurozóně je celosvětově nejsilnější zrychlení růstu: růst v roce 2014 bude o přibližně 1,5 % vyšší než v loňském roce. Ukazatele důvěry se viditelně zlepšují, všímáme si zvláště lepší se důvěry spotřebitelů. Růst navíc už není omezen na německý pohonný motor, zrychlení pomáhá také zlepšující se konkurenceschopnost zemí, jako je např. Španělsko, která se rozšiřuje i do celé jižní Evropy. Problémovým dítětem zůstává Francie. Důsledky prostředí nízkého růstu, finanční krize a vysoké nezaměstnanosti byly jasně patrné na ziskových maržích a firemních výsledcích společností z eurozóny. Toto období je nyní u konce. Otvírá se prostor pro příjemná překvapení a dohánění, co se růstu a zisku týče. Ještě je příliš brzy na to, aby se to projevilo ve výsledcích za čtvrté čtvrtletí. Skutečným měřítkem výsledků budou výsledky za první polovinu roku 2014.

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. Protivítr vládních škrtů 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

Pesimismus týkající se Asie se zdá z velké části přehnaný: nízké ceny pracují s očekáváním, že návratnost kapitálu spadne pod úroveň velké asijské finanční krize z roku 1998. I nadále jde o region s nejvyšším hospodářským růstem. Ty nejdůležitější země mají solidní veřejné finance a přebytek na zahraničním účtu.

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 pevným způsobem řeší. To sice omezuje půjčování, zejména menším podnikům a navzajem 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 růstu pod 7,5 % za celý rok a již oznámila opatření k podpoře ekonomiky. Výsledek nedávného zasedání Ústředního výboru také podporuje naši interpretaci. Čína usiluje o moderní, transparentní a udržitelnou společnost. Jak dokládají ukazatele důvěry, nelze očekávat zrychlení růstu. Na druhé straně trh stanovuje ceny uprostřed spousty špatných zpráv a nejistoty. Firemní zisky rostou stejnou rychlostí jako v USA, takže na trhu je v současné době poměr ceny k zisku na úrovni 8,5. No nekupte to.

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. Ve vztahu k ostré konkurenci z Japonska měla Korea složitou situaci a trh je nyní velmi levný. Stejně silná deprecie japonského jenu jako loni se zdá v roce 2014 nemožná, takže korejské vývozy mají dobře našlápnuto k tomu, aby profitovaly z růstu v USA. S výjimkou Thajska nebyly ostatní malé země Jihovýchodní Asie postiženy zpomalením růstu. Průmyslová výroba se zvyšuje, ukazatele důvěry se zlepšují. Indonésie roste tak rychle, že se z vývozce ropy změnila v dovozce ropy. Kvůli deficitu běžného účtu platební bilance však její měna loni poklesla.

Asie je velmi rozmanitý region s jedinou společnou charakteristikou: nejsilnější hospodářský růst na světě. Proto pořád zastáváme pozitivní stanovisko.

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 přebytková hotovost se nekumuluje ve společnosti ani neutráci 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.

Poprvé za sedm let hovoří investoři o možnosti, že růst světové ekonomiky by mohl přesáhnout „trendový růst“, fázi předcházející „boomu“.



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 – luxusní zboží a turismus

Existoval-li kdy sektor, v jehož moci je tvorba, je to tento. Práh pro vstup do sektoru je velmi vysoko. Silné značky často posiluje dlouhá tradice a solidní image, takže je těžké je sesadit z trůnu. Odbyt je navíc mnohem méně cyklický, než se obecně předpokládá. Růst je strukturální. Poptávka po luxusním zboží roste v průměru třikrát rychleji než globální HDP. Tento růst tržeb, který neztrácí nic ze své robustnosti, v posledních letech pocházel ze zemí mimo Evropu. Zásadní roli tu hrají kupující z rozvíjejících se trhů – zejména z Číny. V neposlední řadě proto, že i tady lze přičíst rostoucí podíl tržeb čínským turistům. Čínská ekonomika nadále roste a maloobchodní provozovny v Číně stabilně vzkvétají. Pevné předsevzetí vypořádat se s korupcí v Číně vedlo k prudkému poklesu objemu drahých darů úředníkům. To však není nejdůležitější složka čínské poptávky – zde jde spíše o střední třídu, která nakupuje pro vlastní potěchu. Pozorujeme i vyšší růst v Evropě a silný organický růst v sektoru sportovního oblečení. Stabilní růst obrátu v kombinaci s vysokými ziskovými maržemi vede k pevnému a bezpečnému růstu zisků tohoto specializovaného trhu, který v roce 2014 opět pokoří hranici 10 %. Tento sektor není levný a ve srovnání s širokým akciovým trhem se obchoduje s obvyklou prémie. S prémie, o níž se domníváme, že je u sektoru s výraznou silou určovat ceny, solidním růstovým motorem a stabilním růstem výnosů opodstatněná.



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 nejzasáhlejší 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 ukazuje na obrát. Německé luxusní značky vytvářejí zhruba polovinu obrátu v Číně, kde je poptávka stále vysoká. V roce 2013 se zde prodalo rekordních 22 milionů vozů a němečtí 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 nemožno 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.

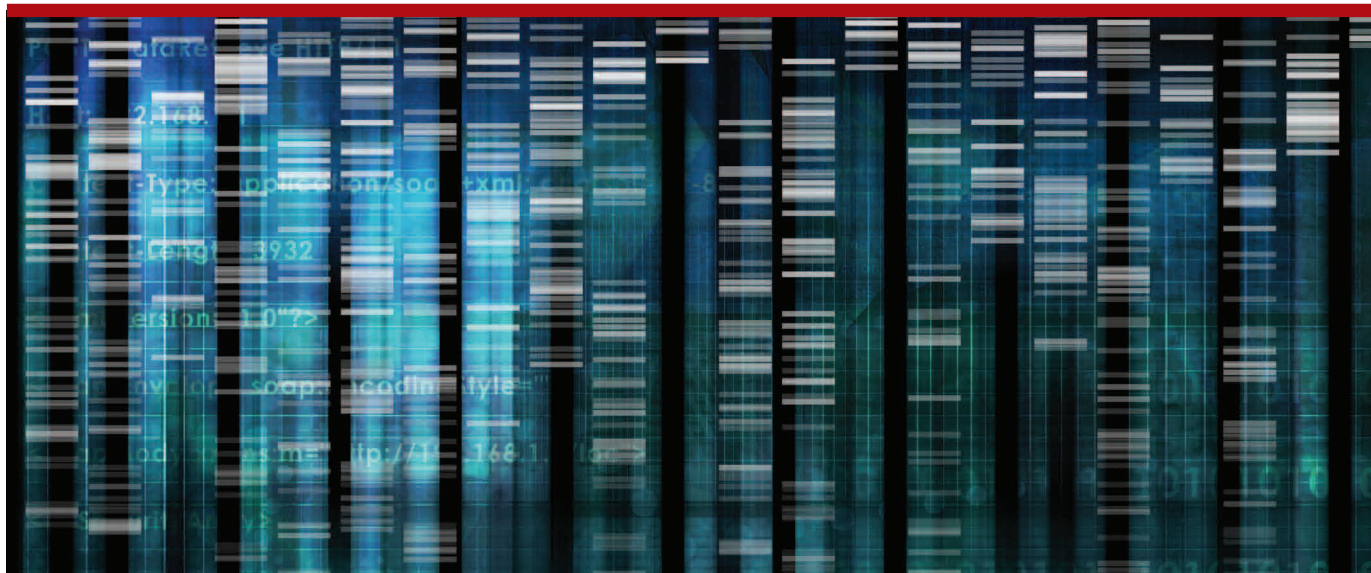
Slabá důvěra spotřebitelů je i nadále noční můrou restaurací, distributorů a maloobchodníků. I zde se však objevují známky zlepšení. Americké domácnosti profitují ze zotavujícího se trhu práce a bydlení, ačkoli v posledních měsících jim ránu zasadila situace v samosprávě. Důvěra britských a potažmo evropských 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 prémie ve srovnání se širokým trhem.

Zaměření – zdravotnictví

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 škrťů se snižuje, vysoké výzkumné rozpočty byly zracionalizovány a sniženy 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

Ve stoupající části hospodářského cyklu dáváme přednost sektorům orientovaným na růst, které z tohoto obratu těží. Jedním z nich jsou technologie. Toto průmyslové odvětví dokáže přesvědčit spotřebitele pomocí neustálé inovace produktů, přičemž elektronická/internetová komerce bezpochyby představuje v současné době nejsilněji rostoucí specializovanou oblast. Sektor však nepodporují pouze zákazníci-jednotlivci. Na síle nabírá i investiční poptávka ze soukromého sektoru. V anketách mezi firemními řediteli v nedávné době figuroval sektor IT jako jeden z vítězů. Až dosud chyběla obnovená investiční poptávka, ale přinejmenším to se teď zjevně mění. Určitě jsou tu záměry a lze uvolnit i rozpočty z rekordních zisků, které opět vykazují americké společnosti.

Poslední výsledky potvrdily, že tržby a zisky podporují trendy jako např. e-komerce, mobilní aplikace, cloudové služby a zvyšování kvality sítí. Prognóza růstu zisků na dalších 12 měsíců je 12 %. Což je proveditelné – a je to skutečnost, o které je zjevně přesvědčeno více investorů než kdy jindy. Sektor technologie je víceméně jediným průmyslovým odvětvím, kde se očekávání upravují směrem vzhůru.

Zaměření – růst prostřednictvím inovací

V posledním desetiletí si růstové společnosti často vysloužily špatné jméno. Na konci století nadhodnocovali investoři vyhlídky růstu, přepřelali a sledovali, jak se prognózané růsty zisků – i v případě, že se realizovaly – nedostatečně odrážely ve vyšších cenách akcií nebo dividendách. Výsledkem byl prudký pokles hodnoty růstových společností až do té míry, že v současnosti u nich není téměř žádná prémie. To znamená, že bylo obnoveno pozitivní spojení mezi výdaji na výzkum, růstem výnosů a růstem zisku. Nejzřetelnější je to ve dvou sektorech, které jsou v rámci tohoto tématu výrazně nadřazené: informační technologie a zdravotnictví. Kvůli přehnaným prognózám růstu výnosů byly před deseti lety velmi nákladné, ale nyní jsou v mnoha případech oceňovány laciněji než široký trh. Společnosti si racionalizovaly rozpočty na výzkum a vývoj, což je zefektivnilo. Zejména společnosti ve zdravotnictví ostře omezily náklady, přesto však opět procházejí obdobím mohutné produktové inovace. Tyto společnosti jsou teď významně defenzivnější, mají silné rozvahy a využívají jich k tvorbě hodnoty pro akcionáře. Inovace však není omezena na tyto sektory, týká se i výrobců spotřebitelského zboží a společností na kterékoli úrovni výrobního řetězce. Majitelé duševního vlastnictví a specializované podniky mezi dodavateli pak mají obzvlášť silnou pozici. Jde o monopoly – často v souvislosti s malými, leč naprosto nezbytnými složkami – které mohou postupně navyšovat ceny svých produktů, aniž podstatně ovlivní celkovou cenu konečného výrobku.

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.

Zaměření – americký dolar

Podle modelů dlouhodobého ocenění je americký dolar o 20–25 % podhodnocen na základě férové hodnoty 1,00–1,10 USD za euro. Toto ocenění však poskytuje ukazatel pouze v dlouhodobém horizontu. V krátkodobém rámci by mohl dolar načerpat sílu z podstatného zvýšení konkurenceschopnosti díky faktorům, jako jsou cyklická zvýšení produktivity, lepší růstové vyhlídky než v Evropě a zmiřování podpůrných opatření v oblasti monetární politiky.

Dolar je hvězdou světových měn – což je něco, na co evropsští investoři někdy zapominají. Po dlouhou dobu tvořil vysoký deficit obchodní bilance významný rizikový faktor. V posledních letech došlo k výraznému zlepšení, a pokud se bude energetická bilance i nadále zlepšovat podle očekávání (produkce ropy a zemního plynu v USA skvěle stoupá), nemůžeme tento trend než pokračovat, což přispěje ke zlepšování mezinárodního statusu domácí měny. Investoři by si však měli i nadále uvědomovat vysokou volatilitu a někdy nevyšvětlitelné kolísání směnných kurzů.

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 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

Centrální banky po celém světě udržují klíčové úrokové sazby co nejnižší s cílem podpořit křehké hospodářské zotavení a zabránit jeho ústupu. Sazby nyní dosahují 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. Tím je dán jeden důvod, proč dluhopisové sazby v základních zemích i nadále kolísají kolem historických minim. Tento trend nepochybně posílila i averze k riziku a útek zpět k hledání fundamentální kvality. Americké a německé desetileté sazby se 1. června 2013, kdy centrální banka USA usoudila, že je čas upravit nepřiměřeně agresivní monetární politiku, dostaly na rekordní absolutní minimum. Počátkem roku 2014 zahájil Fed snižování rozsahu svého programu na výkup dluhopisů. Tím je dána situace pro rok 2014. Očekáváme další vzestup dluhopisových sazeb, a to jak v USA, tak v Evropě. Nepůjde o nic světoborného a centrální banky se určitě budou snažit vysokému růstu dluhopisových výnosů zabránit. Ani po zvýšení v roce 2013 nepřesahuje německá desetiletá sazba průměrnou míru prognózy inflace za dobu trvání těchto investic. Nejde tudíž o atraktivní možnost investice. To však neznamená, že některé segmenty dluhopisového trhu nejsou přitažlivé.



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

Nedávná minulost nám dostatečně zjevně vykreslila, jak rychle mohou akciové trhy podlehnout masivnímu výprodeji a extrémní averzi k riziku. Období turbulencí na finančních trzích obvykle netrvala dlouho, ale poslední léta potvrdila, že špatná situace se může táhnout i velmi dlouhou dobu. Investiční riziko se nachází na nejrůznějších místech a mimo jiné se týká zranitelné solvence evropských bank, nejistých důsledků vysoce agresivní politiky centrálních bank, otázek, zda explozivní nárůst státních dluhů půjde ufinancovat, rizika měnové války, ale i válek se zbraněmi 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. Jejich přidaná hodnota ve smíšeném portfoliu spočívá v kombinaci lepší návratnosti a nižšího rizika ve střednědobém horizontu. Tento sektor je v módě především mezi mnoha investory do dluhopisů, kteří při hledání návratnosti zkoumají nové obzory. Akcie firem, jejichž hlavní náplní je hospodaření s nemovitostmi, jsou a navzdory zůstanou akciemi, mnoho defenzivních investorů však nedokáže odolat lákadlu vysokých dividend. Jsou navíc přiměřeně bezpečné, jelikož velká část výnosů z nájemného je indexovaná.

I tak má však hospodářský růst kritický význam pro sektor nemovitostí, protože všechny možné velké společnosti v sektoru mají v portfoliu komerční nemovitosti (administrativní budovy, nákupní centra atd.). Poptávka po nemovitostech a příjem z jejich pronájmu se zvyšuje až se zotavením ekonomiky. Naši preferencí jsou tedy cenné papíry evropských nemovitostí. V posledních letech měly cenné papíry evropských nemovitostí mnohem horší výkonnost než jejich americké protějšky. Nyní, kdy se dále zhmotňuje hospodářské zotavení našeho regionu, vidíme větší potenciál v Evropě. Ve Velké Británii pozorujeme silný růst a stoupající ceny rodinných domů, což je pro nemovitosti pozitivní.

Alternativní investice

Alternativní investice představují širokou škálu tříd aktiv, jako jsou nemovitosti, komodity, hedge fondy¹ nebo zlato. Typickým rysem této skupiny investičních nástrojů je často omezená likvidita a nízká korelace s tradičními třídami aktiv, jako jsou akcie a dluhopisy. Jejich přidaná hodnota do smíšeného portfolia spočívá v kombinaci lepšího výnosu a snížení rizika ve střednědobém horizontu. Právě z důvodů těchto vlastností jsou alternativní investice v zásadě určeny k investování v dlouhodobějším horizontu.

Zlato

Je-li cena nad 1 000 USD za unci (i v případě, že cena v nedávné době prudce klesla), zlato nekupujte, ale prodávejte. Existuje-li někde bublina, pak je to na trhu se zlatem. Zlato je podřadná a extrémně nestabilní investice. Tento vzácný kov obklopují mýty, pravda je však taková, že není vzácné, v podstatě nemá ekonomický význam (zaručeně ne v monetárním ohledu) a nenabízí ochranu proti inflaci, jak se často tvrdí. Pro zahrnutí zlata do portfolia existuje jediný dobrý důvod, tj. jako forma pojistky pro případ války, revoluce či kolapsu monetárního systému. Nicméně ti, kdo se rozhodnou z tohoto důvodu investovat, si s jeho cenou starosti nedělají.

Upozornění:

Materiál Ekonomika a trhy je připraven odborníky ze společnosti ČSOB Asset Management, a.s., investiční společnost, člen skupiny KBC. Při jeho tvorbě a šíření nepostupovali podle požadavků zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu v platném znění, upravujících pravidla pro analýzu investičních příležitostí nebo investiční doporučení. Při přípravě materiálu se vychází z aktuálně dostupných ekonomických informací a jejich zhodnocení v čase přípravy (tento materiál byl připraven k 5. 3. 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.

¹⁾ Hedge fond je speciální investiční fond. Je vysoce rizikovou investicí, která může přinést vysoký výnos, ale také vysokou ztrátu. Snaží se o absolutní výnos nezávislý na obecném ekonomickém vývoji a vývoji kapitálových trhů.

Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a kurzů

		03/2014	06/2014	09/2014	03/2015
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	0,15	0,30	0,60	0,90
	5Y sazba	1,10	1,20	1,50	1,80
	10Y sazba	2,20	2,30	2,55	2,80
	USD/CZK	19,68	20,45	20,77	21,60
	EUR/CZK	27,35	27,20	27,00	27,00
EUR	Základní sazba	0,25	0,25	0,25	0,25
	2Y sazba	0,15	0,25	0,45	0,70
	5Y sazba	0,65	1,00	1,30	1,70
	10Y sazba	1,65	1,80	2,10	2,40
USD	Základní sazba	0,25	0,25	0,25	0,25
	2Y sazba	0,35	0,50	0,70	0,90
	5Y sazba	1,55	1,80	2,10	2,45
	10Y sazba	2,75	3,00	3,30	3,70
	USD/EUR	1,39	1,33	1,30	1,25

Zdroj: ČSOB, ČSOB AM, KBC AM, Bloomberg

Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)			Inflace (průměrná roční změna, v %)		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
CZ	-0,93	+1,40	+2,00	+1,42	+1,40	+2,00
EMU	-0,50	+1,10	+1,50	+1,34	+1,10	+1,30
USA	+1,90	+3,00	+3,20	+1,48	+1,60	+2,00

Zdroj: Bloomberg, MF ČR, ECB