



1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

	Období	Údaj	Poslední změna
Inflace	02/2014	0,20 %	0,00 %
HDP	4Q/2013	1,20 %	2,20 %
Nezaměstnanost	02/2014	8,60 %	0,00 %
Základní sazba ČNB	03/2014	0,05 %	0,00 %

Na cestě k trvalejšímu zotavování

Všechno záleží na ekonomice. Když na to přijde, poslední slovo mají vždycky ekonomické zprávy. Zprávy vytvářejí optimismus ohledně pravděpodobného výkonu ekonomiky mezi vzrůstajícím počtem investorů. Ve fázi bezprostředně předcházející boomeru převyšuje prognózované tempo růstu trendovou rychlost. Momentálně se v této fázi nacházíme. Udrží-li se tento růst po několik čtvrtletí, hovoří ekonomové o boomeru. Na tomto pozadí nyní centrální banka USA každý měsíc o něco snižuje svou stimulační politiku. Evropská centrální banka zatím neukázala, jaké karty má v ruce.

Akcie zdražily...

Celosvětový akciový trh má za sebou několik silných let. Jen od konce roku 2012 vzrostl index US S&P 500 o 30,4 %, zatímco růst firemních zisků je stále omezen na 5,8 %. I v Evropě byl tento rozdíl výrazný. Dnes je MSCI Europe o 20,2 % výše než na konci roku 2012, zatímco zisky na akcii o 1,8 % klesly. V důsledku toho jsou nyní akcie oceňovány spravedlivě. Indexy se nacházejí na úrovni, která odpovídá prognózovanému růstu zisků. Růst zisků, který investoři momentálně očekávají, není přehnaný, společnosti však budou muset tato očekávání v roce 2014 naplnit. Jinak se akciové indexy ocitnou příliš daleko od hospodářské reality.

Dluhopisové sazby zůstávají na výjimečně nízkých úrovních

Setrvalý pokles podpůrných výkupů (tapering¹⁾) americké centrální banky (Fed) je v podstatě jediným faktorem, který způsobil vůbec nějaký pohyb dluhopisových sazeb od května 2013, protože se investoři nedomnívali, že Fed tento vyrovnávací krok dokáže udělat. Rozhodnutí snižovat měsíční podpůrné výkupy počínaje lednem 2014 tuto nejistotu odstranilo.

S návratem hospodářského optimismu může poptávka po dluhopisech jako bezpečném útočišti postupně vychladnout. Proto očekáváme přinejlepším mírné zvýšení dluhopisových sazeb v USA a dokonce i v eurozóně. Jde vlastně o normalizaci, protože podpůrné výkupy Fedu udržují tržní sazby nízké. Rozdíly úrokových sazeb – včetně rozdílů mezi různými členskými státy v Evropě – se mohou ještě o něco snížit, ale nepůjde o žádné vysoké hodnoty. Riziko, že dluhopisové sazby se zvýší rychleji, než se momentálně předpokládá, je o něco vyšší než pravděpodobnost poklesu úrokových sazeb.

Hospodářský růst má čím dál širší základnu

Barometry obchodní důvěry téměř po celém světě ukazují vyšší hospodářský optimismus. V USA důvěrou otráslý krutý vánice v prosinci 2013 a extrémně studený leden 2014. Jelikož 70 % růstu v americké ekonomice zajišťují útraty domácností, sledují investoři velmi pozorně vývoj na pracovním trhu USA: průměrný růst počtu nových pracovních míst se v posledních šesti měsících zasekl na 133 000, zatímco udržitelné zotavení jich vyžaduje každý měsíc nejméně 200 000.

V Evropě se hospodářské zprávy proměnily. Jednoprocentní růst je přece jen vyšší než nulový. Pozitivní vliv hospodářského růstu, přestože slabého, na nálady byznysmenů i spotřebitelů je však silnější, než by napovídala ekonomická data. Index německé obchodní důvěry vyznačuje zdravý trend dosažením úrovně 111 bodů (stupnice sahá od 85 k 115). Prudký vzestup obchodní důvěry ve Španělsku a Itálii vytváří úrodnou půdu pro naději na udržitelný růst i zde.

¹⁾ Tapering – snížení kvantitativního uvolňování.

Hodně bude záležet na firemních ziscích

Firemní zisky v USA se stabilizují. Staré rekordy jsou překonány. Zisky evropských firem pořád výrazně zaostávají za svými americkými protějšky. Zisky v Evropě opět rostly, poprvé za sedm čtvrtletí. Nešlo ovšem o nijak významný růst. Odhlédneme-li od finančních sektorů, růst zisků dosahoval skromných 1 až 2 procent. Zisky evropských bank stahovaly dolů rezervy nebo opravné položky. Evropská centrální banka bude zkoumat jejich rozvahy ke konci roku 2013, aby zjistila, zda by byly schopny ustát nějakou tu ránu. Mnoho bank proto promptně vyčistilo rozvahy ke konci roku 2013 a vytvořilo dodatečné opravné položky a případně doplnilo kapitál.

Pro rok 2014 počítají investoři s růstem zisků ve výši 9–10 % jak v USA, tak v Evropě. To je dosažitelné, pokud – jak očekáváme – se bude světové ekonomice dařit. V případě evropských společností je úkol náročnější. Růst zisků evropských společností pokulhává za americkým. Souvisí to zejména s

- rozdílnou výkonností ekonomiky,
- směnným kurzem eura, který nepřeje vývozcům,
- pokrizovými kostlivci, kteří dusí výsledky bank.

Zisky naštěstí v bodě zvratu v ekonomice často připravují příjemná překvapení. Evropské hospodářství nechalo recesi za sebou a nachází se ve fázi oživení...

V investicích, více než kde jinde, platí, že málokdy se servíruje takzvaný oběd zdarma, což je určitým eufemismem pro nabídky, kde investor může získat vyšší výnos, aniž by podstupoval zvýšené riziko.

Občas se mi dostanou do ruky propagační materiály různých kuchtíků v oblasti investic, které na první pohled slibují zdarma nejlepší menu podtržené pravým šampaňským. Jinými slovy, kdosi slibuje výnos, který mnohonásobně převyšuje výnosy dosahované v současnosti na trhu, přičemž se zdá (a je tak i v materiálu často popsáno), že se jedná o investici konzervativní, tedy s minimem podstupovaného rizika. Tak tomu však není. Obyčejně se jedná o kapitálové investice do společností realizujících rizikové projekty v různých atraktivních oblastech, kde laická veřejnost cítí velké a lehce vydělané peníze, například v oblasti vývoje léků proti rakovině či v sektoru obnovitelných energií. Často jsou součástí vyprávění o společnostech, které sice nemají téměř žádnou historii, ale jsou líčeny jako zářivá příležitost, slovní spojení jako „unikátní patenty“, „špičkové technologie“ či „brzké uvedení na burzu“. Celý příběh zní atraktivně, a tak leckdo lehce přehlédne nesmyslná slovní spojení jako „konzervativní private equity“ nebo „bezpečná investice do joint venture“. Přitom vkládá peníze do nejistého projektu, který by třeba v rámci naší rizikové stupnice byl ohodnocen nejvyšším, 7. stupněm rizika, protože vyšší už nemáme. V rámci tohoto stupně skórujeme akciové fondy v cizích měnách zaměřené pouze na jeden obor podnikání.

Nemusí jít nutně vždy o projekty, jejichž cílem je případného investora bez skrupulí obrát. Často je původní myšlenka zajímavá a životaschopná. Investice i mohou daného výnosu dosáhnout, pravděpodobnost ztráty je ale adekvátně vysoká. Lze to jednoduše ukázat na zdánlivě lákavé nabídce investic do společnosti „unikátně“ obchodující australské emisní povolenky (Carbon Credits), která se mi nedávno dostala do ruky. Zdánlivě bez rizik má firma vydělat nákupem za 12 AUD s následným prodejem za 24 AUD. Pokud odhlédneme od ostatních problematických bodů, řekneme si, že to přece vypadá dobře. Ale jen do doby, než si uvědomíme, že evropské povolenky stojí dnes pouze pár eurocentů. Zatím znečišťovatelé v Austrálii tyto levné evropské povolenky využít nemohou, od roku 2015 už ale ano. Sjednocení ceny australských povolenek s evropskými je poté poměrně pravděpodobné

a předpokládat, že se tato cena bude blížit více té australské než evropské, chce velkou odvahou. V případě nepříznivého scénáře bude investor realizovat více než 90% ztrátu.

Je nutné být ostražitý u každé nabídky, která slibuje jen výnosy bez rizik. Nedá se bez hlubších znalostí o nabízeném produktu na první pohled konstatovat, zda riziko výnosu odpovídá, či nikoli. Je klidně možné, že některé produkty v nabídce z hlediska poměru výnos/riziko smysl dávají. Dobrý poradce by však měl na rizika upozornit, aby se celkové portfolio dalo dobře vyvážit a klient si byl vědom toho, co může reálně očekávat při různých scénářích. Naše materiály možná někdy rizika zmiňují až příliš a pak téměř nezbude prostor popsat skutečné příležitosti. My ale chceme založit vztah s klientem na dlouhodobé důvěře. A investování je o důvěře ve správného bankéře či poradce a je na klientově úsudku, aby dokázal rozlišit Poradce od Vlka. :-)

Aleš Prandstetter, investiční stratég ČSOB Asset Management



2 NÁŠ POHLED NA PORTFOLIA

Co děláme v rámci portfolia?

Akcie značně zdražily, ale ve srovnání s dluhopisy jsou stále ještě spíše levnější. Na základě silného nárůstu cen a skromného růstu zisku v roce 2013 se zvýšil poměr ceny k ziskům²⁾. V roce 2014 musí být motorem růstu cen opět růst zisků.

Hospodářské ukazatele se od poloviny roku 2013 zlepšují. Nejdříve vzrostly ukazatele důvěry. To se odrazí i v ukazatelích aktivity. Hospodářské zotavení stojí na širších základech. Odhady růstu byly upraveny směrem vzhůru. V roce 2014 očekáváme růst světového HDP ve výši 3,6 %, tj. více, než činí dlouhodobý průměr. Tento stav v současné době podporuje akciové trhy. Ještě pár měsíců dobrých hospodářských zpráv a budeme hovořit o boomu.

Zmírní-li se rizika, upravíme váhu akcií v portfoliích ještě více směrem nahoru. Oběma nohama nicméně stojíme pevně na zemi a vysokou váhu u nás mají investice s ochranou majetku fondu.

²⁾ Poměr ceny k ziskům neboli P/E vyjadřuje poměr mezi tržní cenou akcie a čistým ziskem na akcii, resp. tržní kapitalizací dané firmy a jejím čistým ziskem. P/E poměr tedy vypovídá o tom, jaký násobek čistého zisku na akcii je investor ochoten za jednu akcii zaplatit. Pokud by teoreticky měla daná společnost stále stejné zisky, je možné hodnotu také chápat jako návratnost investice v letech.

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, je to inflace.

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

Hon za výnosy nás zavádí i na rozvíjející se trhy. Úrokové sazby zde 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.

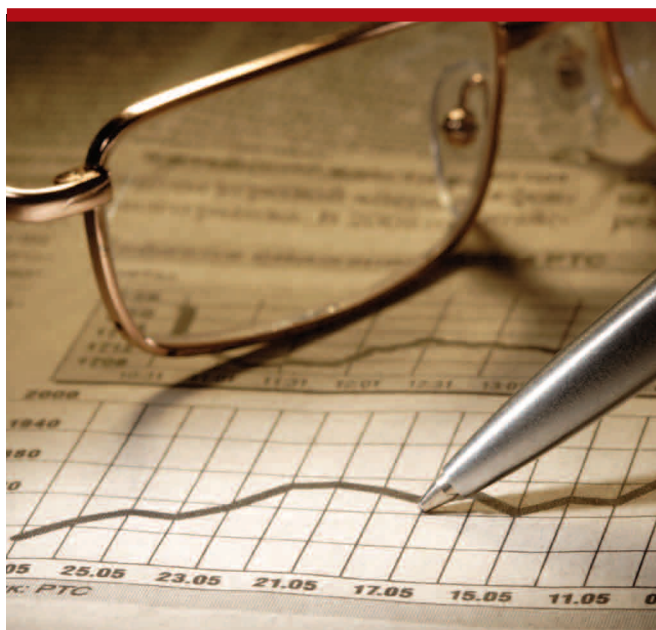
Existuje zakořeněný dojem, že období zvyšujících se úrokových sazeb nebo předzvěst monetárního omezování musí nutně vytvořit nepříznivé prostředí pro rozvíjející se trhy. Tato myšlenka pochází z roku 1997 a doby asijské krize v letech (1997 – 1998), kdy byla většina asijských měn závislá na americkém dolaru. Toto napojení znamenalo, že musela následovat kolísání úrokových sazeb zaváděná 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 vysokým dividendovým výnosem. 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.



Rusko, které ještě v měsíci březnu prakticky dokonalo úplnou anexi Krymu, svým konfliktním chováním svou mezinárodní izolaci ještě více prohloubilo. Z ryze ekonomického přínosu není Krym příliš vábivou lokalitou, a je tak logické se domnívat, že zájmy Ruska se budou upínat směrem k hospodářsky aktivní východní části Ukrajiny. Více než otevřený konflikt, který by byl nepochybně vyvolán, bylo-li by postupováno po krymském vzoru, lze očekávat, že Rusko bude praktikovat spíše pozvolné a latentní podkopávání tamních autorit. Západ tak bude s největší pravděpodobností dále ve střetu s ruskými zájmy, což nemusí mít na tamní oblast zrovna stabilizující vliv. Krymský konflikt nebyl ale v uplynulém měsíci jediným zdrojem rizik. Poměrně významným nositelem nejistoty byly turecké komunální volby konané v závěru měsíce. Nelze také zcela opominout, médii dnes již prakticky ignorovanou syrskou krizi, případně dění kolem íránského jaderného programu, které mohou vlivem narušení rusko-amerických vztahů nebezpečně eskalovat. Investoři tak pod tíhou těchto rizik prakticky ignorovali dobré ekonomické fundamenty západních zemí a otáleli s jakoukoliv další alokací prostředků ve prospěch rizikových aktiv (držení hotovosti je prakticky nejvyšší od poloviny roku 2012).

Akciovou složku v portfoliích jsme udržovali mírně nad neutrální úroveň, s lehkou preferencí evropských akcií oproti americkým (vztaženo k etalonu). Nejvíce postižena byla logicky ruská aktiva (dluhopisy, akcie i měna). Expozici na východní akciové trhy jako Turecko, Rusko, ale i Čínu a Indii jsme vzhledem k ekonomickým a politickým rizikům dále redukovali. U vybraných portfolií jsme pokračovali v nakupech zajištěných a strukturovaných fondů, které i s ohledem na březnové akciové výkyvy vykazaly potřebnou míru rezistence.

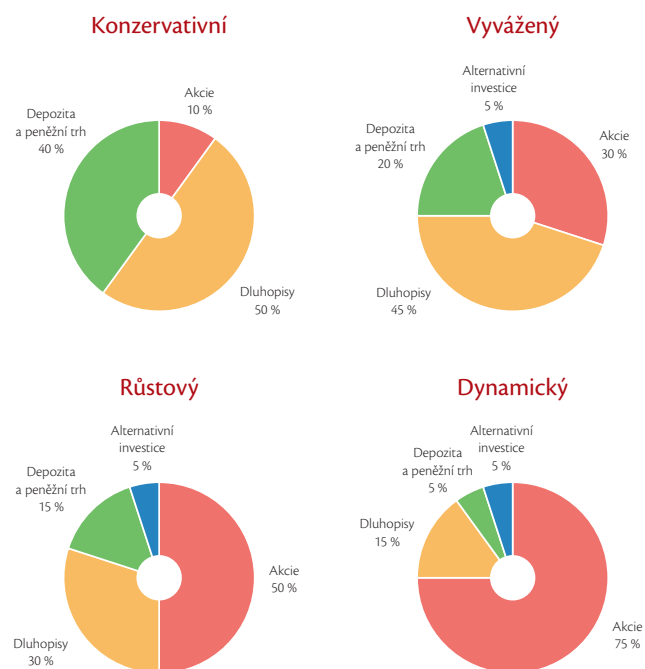
Zvýšené geopolitické riziko prospívalo bezpečným dluhopisům. Především evropské dluhopisy, domácí nevýmaje, si připisovaly zisky, mimo jiné také s ohledem na nízkou stávající i očekávanou inflaci. V řadě portfolií jsme dále průběžně nahrazovali dluhopisy krátkých splatností (1–2 roky) delšími splatnostmi (3–5 let).

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



3 PREFEROVANÁ TÉMATA

Zaměření – střední Evropa

Střední Evropa nebyla imunní vůči krymskému konfliktu. Akciové trhy v regionu zažily omezený vzestup averze k riziku. Obchodní toky směřující do eurozóny jsou mnohokrát objemnější než toky směřující na Ukrajinu a do Ruska. Dopad na ekonomiku tedy bude omezený.

Hospodářské klima v regionu vypadá stále dobře. Ukazatele důvěry jsou mnohem vyšší, maloobchodní tržby na vzestupu a průmyslová výroba zažívá silný růst. Na základě nízké inflace se není třeba obávat žádného utahování měnové politiky. Česká ekonomika klesala po šest čtvrtletí za sebou, ale od té doby již vykázala tři čtvrtletí růstu. U kormidla je nová vláda a centrální banka drží slabou korunu s cílem podpořit konkurenceschopnost. Maďarsko má populistickou vládu, která se často uchyluje k opatřením a daním, jež nenahrávají podnikání, hospodářské statistiky jsou však příznivé. Inflace klesá, měnová politika se uvolňuje a spotřebitelé se škrábou ven z hlubokého koryta. I v Polsku je zjevné zotavení růstu na hodnotu přes 2,5 %. Polsko těží ze zrychlení růstu v západní Evropě. Akciové trhy střední Evropy jsou přiměřeně laciné – ještě levnější než ty západoevropské – a dividendy přiměřeně vysoké. Prognóza růstu zisků činí 3,5 %, což je ve vztahu k tempu hospodářského růstu dost nízké, takže rozhodně nelze vyloučit příjemná překvapení.

Zaměření – Evropa a malé a střední podniky z 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

K americkým akciím se nestavíme negativně. Spojené státy jsou největším akciovým trhem na světě a my nadvažujeme třídu akcií. Zachováváme si však výraznou důvěru v zotavení růstu v Evropě, pro nějž již hovoří dostatečně silné známky.

Na základě posledních hospodářských zpráv již nelze obhájit rozdíl v ocenění. 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 25–30 % pomaleji než v USA. Přišel čas dobýt zpět ztracené pozice.

Evropské akcie se obchodují se slevou 18 % vůči svým americkým protějškům. Do nedávné doby bylo tuto slevu možné obhájit na základě pomalejšího růstu a vyšších rizik. Ocenění evropských společností, které jsou aktivně činné na světové scéně, je v souladu s oceněním amerických firem. Akcie společností orientovaných na domácí evropský trh jsou mnohem levnější než jejich americké protějšky. Pro takový rozdíl už dávno neexistuje vůbec žádný důvod.

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 bankovnictví“ – prudkého nárůstu půjčování mimo tradiční bankovní sektor – se pevným způsobem řeší. To sice 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 vzrostlo 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 depreciace 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 vysokým dividendovým výnosem 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 vyplácené dividendy nejdůležitější složkou návratnosti kapitálu.

Zaměření – průmysl

Omezený hospodářský růst znamenal, že investiční rozpočty v roce 2013 zůstávaly skromné. Hlavní vlna investic do důlního sektoru je zjevně za námi, protože čínská poptávka po komoditách zařadila nižší rychlost. Pro dodavatele těžářských společností jsou tedy vyhlídky dost chmurné.

Pro ostatní průmyslové firmy v rámci tohoto sektoru se obloha vyjasňuje. Ve většině zemí je citelné letité zanedbávání investic do infrastruktury. Ukazatel využívání průmyslové kapacity USA stoupá, trh s bydlením se zotavuje a příliv levného břidlicového plynu vytváří konkurenční výhodu. Ukazatele důvěry se zotavují z rekordně nízkých hodnot druhé poloviny roku 2013 i v Evropě. Očekáváme, že letos dojde k významnému zrychlení růstu. Temná mračna nad firemními investicemi se tedy rozptýlí. Hospodářské zotavení pracuje ve prospěch tohoto sektoru. Možná, že obor není oceněn skutečně lacino, ale přísná úsporná opatření a nízký tlak na mzdy znamená, že dodatečnou poptávku lze proměnit v podstatně vyšší ziskové marže. V případě výrazného zvýšení růstu v Evropě a na rozvíjejících se trzích z toho budou relativně nejlépe profitovat menší společnosti v rámci tohoto sektoru.

Zaměření – luxusní zboží a turismus

Sektor luxusního zboží je spolu s výrobci automobilů, mediálními firmami a maloobchodem součástí sektoru zboží dlouhodobé spotřeby. Ziskové marže jsou zde pod mnohem menším tlakem než v ostatních sektorech. Výrobci luxusního zboží jsou mnohem méně citliví na fáze hospodářského cyklu, než se obecně předpokládá, a také mají značnou sílu v určování cen. Poptávka po luxusním zboží roste v průměru třikrát rychleji než hrubý domácí produkt. V tomto sektoru se rovněž nachází mnoho evropských společností a touha po luxusním zboží mezi asijskými spotřebiteli představuje důležitý faktor. V roce 2013 oslabil hnací motor nákupu u určitých čínských úředníků bitva proti korupci. Nezamýšleným důsledkem byl dopad na chuť k riziku investorů nakupujících akcie výrobců luxusního zboží. V prostředí, kde firemní zisky a ziskové marže dosahují vrcholu, bude mít sektor, v němž marže nejsou pod tlakem a růst zisků vypadá bezpečně, před ostatními výhodu. Ocenění sektoru je teď atraktivní, zatímco prémie ve vztahu k širšímu akciovému trhu je výrazně podprůměrná.

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 němečtí výrobci luxusních automobilů mají nakročeno k rekordnímu roku. Japonští výrobci však zažívají solidní návrat a využívají výhody slabšího jenu. Jsme fanoušky tohoto přiměřeně ohodnoceného sektoru.

Pozitivně smýšlíme o sektoru médií. Akcie v mediálních společnostech jsou levné a navzdory mizivému růstu se reklamní rozpočty udržely na velmi dobré úrovni. Navíc nyní zaznamenáváme signály, že se znovu schyluje k celosvětovému růstu. Tradiční mediální hráči se nemožou vymanit z procesu neustálé adaptace a vzestup elektronických knih a průlom digitální televize pokračují s nezměněnou silou. Rostoucí počet firem však dokáže tohoto digitálního světa využít k tvorbě peněz. Velcí mediální hráči v USA zvýšili výnosy z reklamy a zejména z poplatků za vysílání televizních programů.

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

Všechno záleží na ekonomice. Když na to přijde, poslední slovo mají vždycky ekonomické zprávy.

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 těžít ze zotavení trhu bydlení, internetovým obchodníkům, kteří získávají podíl na trhu na úkor tradičních prodejců, a firmám prodávajícím vyhlídkové plavby.

Zachováme si pozitivní náhled na segment zboží dlouhodobé spotřeby z několika důvodů. Jde o sektor výrazně orientovaný na vývoz a ve čtvrtém čtvrtletí mělo na výsledky neblahý vliv silné euro. 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 – nemovitosti

Akcije 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. Nemovitosti přispívají k diverzifikaci portfolia. Nemovitostní akcie zůstává akcií, ale mnoho defenzivních investorů dnes lákají vysoké dividendy. Tyto dividendy jsou přiměřeně bezpečné, jelikož příjem z nájemného je často indexovaný. Míra hospodářského růstu je kriticky důležitá i pro sektor nemovitostí. Poptávka po nemovitostech a příjem z nájemného z nich se zvyšuje až se zotavením ekonomiky.

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.

Tyto pěkné vyhlídky růstu jsou navíc kombinovány s atraktivním oceněním. Poměr ceny k zisku na úrovni 14,4 je v souladu s trhem jako celkem.

A hluboko pod průměrnou premií 31 %. Mnoho z největších IT firem se těší pěknému zdraví: jejich bilance jsou téměř bez dluhů a mají velké množství peněz, jsou vypláceny akcionářům.

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, přepláceli 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 premie. To znamená, že bylo obnoveno pozitivní spojení mezi výdaji na výzkum, růstem tržeb a růstem zisků. Nejzřetelnější je to ve dvou sektorech, které jsou v rámci tohoto tématu výrazně nadvážené: informační technologie a zdravotnictví. Kvůli přehnaným prognózám růstu zisků 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 zisků 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

**Je nutné být
ostrážitý u každé
nabídky, která
slibuje jen výnosy
bez rizik.**

vyrovnan 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, střeoevropských a asijských dluhopisů. Investoři však musejí brát v úvahu poněkud vyšší volatilitu těchto trhů.

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. Zásadní je vyšší střídmost platů a lepší trend produktivity v USA než v Evropě. Rovnovážný 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.
- Rozdíly v dluhopisových výnosech zvýhodňují dolar.
- ECB bude bránit zhodnocení eura.
- Strukturální zlepšení externí pozice Ameriky. Rovnováha platebního deficitu bude v souladu se sníženou energetickou závislostí Ameriky díky zvýšení těžby břidlicového plynu a ropy.

4 TYPY AKTIV

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

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 akcie rozhodně nejsou drahé. Prudké zvýšení cen, jehož jsme byli svědky v posledních měsících, však bylo doprovázeno pouze skromným růstem zisků – a v Evropě dokonce jejich poklesem. Akcie se v roce 2012 a 2013 staly dražší. Navíc jsou velmi citlivé na výkyvy hospodářského růstu. To je pro akciové trhy v současné době podporou. Mnoho indikátorů důvěry (např. podnikatelské a spotřebitelské) jsou na vysoké úrovni a nadále se zlepšují. Prognózy růstu jsou revidovány směrem vzhůru a růst světového HDP v roce 2014 je nyní na úrovni 3,6 %, tj. vyšší, než je dlouhodobý průměr.

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. Očekávaný 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 2,50 % (pro globální akciový index), 3,35 % (pro evropské akcie) nebo cca 5 % (české akcie) a předpověď celkového výnosu je podstatně vyšší než u hotovosti nebo dluhopisů.

Kde se schovat před bouří

Akciové trhy mohou velice rychle 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 ohnisek 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 zbývajících 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 navždy 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 komody, hedge fondy³ nebo private equity⁴. Typickým rysem této skupiny investičních nástrojů je často omezená likvidita a nízká korelace s tradičními třídami aktiv, jako jsou akcie a dluhopisy. Jejich přidáná 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 (zaručené 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 2. 4. 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.

³ 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.

⁴ Private equity jsou typicky investicemi do začínajících, veřejně neobchodovaných společností, a to jak formou dluhového nebo kapitálového financování, či jejich kombinací. Jedná se o vysoce rizikové investice, které ale mohou přinést též vysoce nadstandardní výnos.

Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a kurzů

		04/2014	07/2014	10/2014	04/2015
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	0,15	0,25	0,50	0,90
	5Y sazba	1,05	1,25	1,45	1,80
	10Y sazba	2,10	2,30	2,45	2,70
	USD/CZK	19,90	20,30	20,49	21,60
	EUR/CZK	27,46	27,40	27,25	27,00
EUR	Základní sazba	0,25	0,25	0,25	0,25
	2Y sazba	0,20	0,25	0,40	0,60
	5Y sazba	0,65	0,90	1,20	1,60
	10Y sazba	1,60	1,80	2,00	2,30
USD	Základní sazba	0,25	0,25	0,25	0,25
	2Y sazba	0,45	0,50	0,70	0,90
	5Y sazba	1,75	1,90	2,10	2,40
	10Y sazba	2,70	3,00	3,20	3,60
	USD/EUR	1,38	1,35	1,33	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	-0,98	+1,40	+2,00	+1,42	+1,00	+2,40
EMU	-0,50	+1,20	+1,50	+1,34	+1,00	+1,30
USA	+1,90	+2,90	+3,10	+1,48	+1,70	+2,00

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg