



## 1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

### Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

	Období	Údaj	Poslední změna
<b>Inflace</b>	04/2014	0,20 %	0,00 %
<b>HDP</b>	1Q/2014	1,20 %	0,00 %
<b>Nezaměstnanost</b>	03/2014	8,30 %	-0,30 %
<b>Základní sazba ČNB</b>	04/2014	0,05 %	0,00 %

### Na cestě k trvalejšímu zotavování

Prudké zvýšení cen akcií a slabý růst firemních zisků v roce 2013 dostaly poměr ceny akcií k ziskům zpět do normálu. Pokud dílčí výsledky v nadcházejících čtvrtletích nevykážou zřejmý návrat k růstu na straně společností, mohli by investoři začít o nedávném zotavení cen pochybovat. To je pozadí našeho rozhodnutí snížit převážení akciové složky. Bedlivě též sledujeme vývoj našich investic do dluhopisů, kde zatím v případě těch českých v zásadě zachováváme neutrální nastavení. V důsledku růstu cen v posledních měsících jsou pravděpodobně pouze mírné zisky.

### Akcie zdražily...

- Od konce roku 2012 vzrostl index S&P 500 o 28,6 %. Firemní zisky rostly méně, jen o 5,8 %. V důsledku toho vzrostlo o 22 % ocenění akcií. Tento rozdíl je stejně vysoký i v Evropě. V současné době je MSCI Europe o 16,4 % výše než na konci roku 2012, zatímco zisky na akcii o 1,8 % klesly. V důsledku toho jsou nyní akcie dražší. Ukrajina měla na akciové trhy jen malý vliv.
- V rámci amerického trhu technologií došlo ke korekci, která byla zapříčiněná biotechnologickými společnostmi. Ocenění v tomto podsektoru bylo již příliš napjaté.
- Slepý hon za návratností na trhu dluhopisů. Výsledkem je situace, v níž rozdíl mezi úrokovými sazbami ne vždy odráží riziko dlužníka.

### Výnosy dluhopisů zůstávají na nepřírozeně nízkých úrovních...

Snížení kvantitativního uvolňování bylo v podstatě jediným faktorem, který způsobil vůbec nějaký pohyb dluhopisových sazeb od května 2013 v USA i v Evropě. Domníváme se, že výnosy dluhopisů nebudou v nadcházejících měsících ovlivňovány ničím jiným. Německé (1,55 %) i americké (2,65 %) desetileté státní dluhopisy se v současnosti pohybují kolem 10 bazických bodů<sup>1</sup> pod hodnotou z minulého měsíce a kolem 40 bazických bodů pod hodnotou z počátku roku 2014. Rozpětí mezi členskými státy EMU se znovu prudce snížilo. Italsko-německé rozpětí již ve srovnání se svým rekordem během krize kleslo o 3,6 procentního bodu, zatímco španělsko-německé rozpětí kleslo o 4,7 procentního bodu. Povzbudivé je, že v případě těchto slabších členských států jsou tržní sazby pouze o 100 bazických bodů výše, než se nacházely na konci roku 2009, tedy v měsících před vypuknutím krize. Řecko dokonce provedlo úspěšnou emisi dluhopisového úvěru s pětiletou dobou splatnosti.

### ... a směřují k přehnaným hodnotám

Ukazatele podnikatelské důvěry téměř po celém světě poukazují na větší ekonomický optimismus. Důvěrou v USA otřásl krutý zimní bouře v prosinci 2013 a extrémní chladno v lednu 2014. Jelikož je 70 % růstu v americké ekonomice vytvářeno nákupy spotřebitelů, sledují investoři vývoj na trhu práce velmi pozorně. Průměrný růst počtu nových pracovních míst se v posledních šesti měsících ustálil okolo hodnoty 133 000, zatímco pro udržitelnost zotavení je třeba růst o 200 000 pracovních míst měsíčně.

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 vyzařuje 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.

<sup>1)</sup> Termínem bazický bod (z anglického Basis point – zkratka bs nebo bps) se ve finanční oblasti označuje jedna setina procenta (1 % = 100 bp). V bazických bodech se udávají především úrokové míry a výnosové míry různých finančních nástrojů. Například změna úrokové míry z 1 % na 1,2 % znamená změnu o 20 bazických bodů.

## Měnová politika: jediný Bůh, avšak mnoho církví

Pro všechny centrální banky jsou souvislosti stejné: nejde o inflaci, která, pokud vůbec existuje, je příliš nízká. Růstové vyhlídky se zlepšují, ale i nadále je růst zranitelný. Americkou centrální banku tento kontext přiměl k tomu, že začala odstupovat od své agresivně podpůrné politiky. Tím se vytváří prostředí, v němž musí ECB zachovat klid a obezřetnost.

Politika Fedu je průzračně jasná: pokračování redukce stávajícím tempem. Zpětné odkupy dluhů proto v září nebo říjnu 2014 doběhnou. Je možné, že úroková politika zůstane stejná ještě po dalších nejméně šest měsíců poté. Zásadní otřes na poli klíčových sazeb lze očekávat od poloviny roku 2015 a později. Tento scénář se nyní intenzivně probírá společně s faktory, které by mohly přimět tvůrce politiky ke změně názoru. Sem patří neuspokojivé ekonomické výsledky v oblasti nezaměstnanosti, trhu bydlení a výnosů z desetiletých dluhopisů.

Každodenně jsou zveřejňovány nové komentáře o Evropské centrální bance, které jsou typickými reprezentanty mlžného oparu zahalujícího její politiku. Neexistují žádné pochybnosti, že klíčovou sazbou nezvýší dříve než v roce 2016. Symbolické snížení klíčové sazby o 10–15 bazických bodů na hodnotu 0,10–0,15 % však zůstává v krátkodobém horizontu možné. Je však pravděpodobnější negativní depozitní sazba (v současnosti 0 %). To by mohlo oslabit euro, čímž by se dosáhlo změny, která je vzrůstající měrou navrhována jako cíl politiky.

Spíše než na kvantitativní uvolňování se ECB zaměřuje na kontrolu kvality aktiv. Toto zkoumání kvality úvěrových portfolií evropských bank má obnovit důvěru mezi bankami a následně uvést mezibankovní hotovostní transakce zpět do normálního stavu. To vše se děje za scénou, kde je třeba se zbavit určitého množství „bankovních kostlivců“.

Máme zde opět každoroční maturitní kolotoč, na ulicích je možné potkat spousty lehce nervózních studentů posledních ročníků středních škol. Jak tato událost souvisí s investováním? Možná více, než se na první pohled zdá.

Maturita se letos skládá samozřejmě z mateřštiny, dále pak ze studentem vybraného alespoň jednoho cizího jazyka a poté z dalších volitelných nebo odborných předmětů. To, že je důraz kladen na cizí jazyky nebo na pochopení textů je samozřejmě v pořádku, a to i z hlediska předpokladů budoucí investiční gramotnosti. Co však dle mého názoru v pořádku není, je absence maturity z matematiky. Proč?

Ačkoli je to pro mnohé nenáviděný předmět, faktem zůstává, že znalost základních matematických a statistických veličin a výpočtů je pro život nezbytná. Proto považuji za nešťastné, že maturitní vysvědčení nebude garantem toho, že jeho držitel je schopen spočítat průměrnou spotřebu auta, cenu bez daně nebo úrok.

S orientací ve finančním světě bez matematiky je vůbec potíž. Klasickým příkladem omylu z neznalosti počtů je poměrně rozšířené přesvědčení, že nejdražším úvěrem je hypotéka, neboť zde tzv. „přeplatím“ nejvíce. Opak je přitom pravdou. Dokonce je matematicky v symbióze současná existence hypotéky a akciového portfolia! Přitom 99 % populace by veškeré své volné prostředky automaticky vrhlo na splátku úvěru. Aby bylo jasno, nepropaguji zde koupi akcií na úvěr, to opravdu ne. Ale teprve dobře spočítané možnosti volby umožňují každému svobodu rozhodování vzhledem ke svým soukromým preferencím jak z hlediska osobních záměrů, tak i psychologického komfortu. A o svobodu rozhodování jde v životě především.

*Aleš Prandstetter, investiční strateg ČSOB Asset Management*

### Co děláme v rámci portfolia?

Akcie značně zdražily, ale ve srovnání s dluhopisy jsou stále ještě levné. Na základě silného nárůstu cen a skromného růstu zisku v roce 2013 se zvýšil poměr ceny k ziskům<sup>2</sup>. 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 odráží i v ukazatelích aktivity. Hospodářské zotavení stojí na širokých 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.

Zlepší-li se ocenění akcií, opět zvýšíme zastoupení akcií v portfoliích. Oběma nohama stojíme pevně na zemi a vysokou váhu u nás mají také investice s ochranou majetku fondu.

### Dluhopisové portfolio

Stále máme tendenci omezovat váhu tradičních státních dluhopisů. Ačkoli se v krátkodobém horizontu neobáváme prudkého růstu extrémně nízkých dluhopisových sazeb, situaci stále monitorujeme a jsme připraveni zaměnit delší dluhopisy za 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 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. Dluhopisy v USD emitované vládami z rozvíjejících se trhů v současnosti vynášejí v průměru 5,75 %. Dluhopisy v místní měně produkují výnos 6,2 %.

Existuje zakořeněný dojem, že období zvyšujících se úrokových sazeb nebo předzvěst monetárního omezení 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 nárůst úrokových sazeb zaváděných americkou centrální bankou, 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 zpřísňování měnové politiky. Ve skutečnosti zůstane měnový kohoutek otevřený, jen síla proudu bude nižší. Stále není na obzoru žádné prudké zvýšení úrokových sazeb.

<sup>2)</sup> 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.

## Akciové portfolio

V rámci akciového portfolia preferujeme akcie s vysokým dividendovým výnosem. Akcie, které vyplácejí velkorysé dividendy:

- Nabízejí stabilnější návratnost než ostatní akcie.
- Perfektně zapadají do strategie nakup-a-drž.
- S vyšší pravděpodobností budou zpětně odkoupeny.
- A s vyšší pravděpodobností jde o kandidáty na převzetí.

Společnosti s přebytkem hotovosti mohou tuto hotovost využít pěti různými způsoby: mohou investovat do dlouhodobého majetku, do převzetí nebo do programu zpětného odkupu akcií či mohou snížit hladinu svého zadlužení nebo vyplatit akcionářům dividendu. Všechny tyto kroky jsou pozitivní signály. Jediná věc, kterou hotovost nedokáže, je generovat návratnost.

Děni na Ukrajině rezonovalo napříč trhy i v uplynulém měsíci. Tamní situace se nebezpečně vyostřuje a začíná nést znaky občanské války. Ruská ekonomika se ocitá pod tlakem převážně vlivem ztráty důvěry zahraničních investorů a s ním spojeného odlivu kapitálu. Ohroženými jsou také země hospodářsky provázané s ruským trhem (Pobaltí, Moldávie). Naproti tomu evropské ekonomiky vykazují podstatně nižší míru expozice jak na finanční, tak i hospodářský sektor a tím i vyšší míru rezistence vůči ruskému hospodářskému poklesu. Obecně panuje shoda na tom, že trvajících napětí na Ukrajině nemůže přinést žádné ze zainteresovaných stran dlouhodobý benefit. Naopak by měl být co nejširší zájem na tom situaci stabilizovat. Klíčovým musí tedy být v první řadě resetování vzájemných vztahů Západu a Ruska a následné přijetí společné zodpovědnosti za tamní vývoj, bez níž není návrat k normálu možný.

Akciovým trhům se i přes tato rizika podařilo vykázat mírné zisky, a to převážně vesměs díky příznivým makroekonomickým datům a zveřejněným hospodářským výsledkům firem. Dařilo se také dluhopisům. ECB, která opakovaně vyjadřuje nespokojenost s nízkou úrovní růstu cenové hladiny, v reakci na příchozí data o vývoji inflace pohrozila dalším uvolněním měnové politiky. Výnos 10letého německého bundu tak propadl pod hranici 1,5 %, český desetiletý výnos klesl hlouběji pod 2 %.

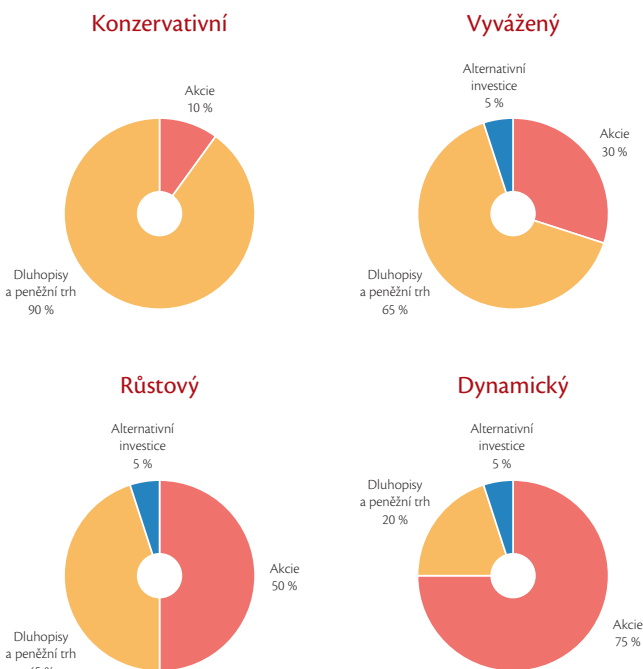
Akciovou složku v portfoliích jsme v průběhu uplynulého měsíce upravili dále směrem k neutrálním úrovním. Přímé expozici na východní akciové trhy jako Turecko, Rusko, ale i Čínu a Indii jsme vzhledem k ekonomickým a politickým rizikům prakticky zredukovali na nulu. Pokračovali jsme v nákupu zajištěných a strukturovaných fondů. Do vybraných portfolií jsme nakoupili květnovou emisi smíšeného fondu omezující pokles pod hraniční hodnotu (fond typu Portfolio Pro). Z dluhopisů nadále dáváme přednost podnikovým emisím se střední délkou splatnosti (3–5 let). Podobně i u portfolií s výhradní orientací na státní dluhopisy dáváme přednost splatnostem 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 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 – Evropa

V eurozóně se situace ubírá správným směrem. Ve čtvrtém čtvrtletí roku 2013 byl opět zaznamenán hospodářský růst vyšší než 1,0 %. V globálním kontextu není růst eurozóny nejsilnější, nejvyšší je však jeho zrychlení. V roce 2014 bude růst přibližně o 1,5 % vyšší než v loňském roce. Důvěra výrobců ukazuje na celkem silný růst již po několik měsíců. I důvěra spotřebitelů se zvyšuje. Růst už navíc není omezen pouze na německý motor, ale šíří se i do jižní Evropy, kam následuje zvýšenou konkurenceschopnost zemí, jako je např. Španělsko. Problémovým dítětem zůstává Francie. Neblahé průvodní jevy prostředí nízkého růstu, finanční krize a vysoké nezaměstnanosti se jasně projeví v ziskových maržích a firemních ziscích společností eurozóny. Toto období je již za námi. Otevírá se prostor pro příjemná překvapení a dohánění ve smyslu růstu a zisků.

Očekáváme, že se tak stane v první polovině roku 2014, ačkoli přehnaně silné euro zatíží zisky ze zahraničí, zejména z rozvíjejících se trhů. Vyšší růst, vyšší úrokové sazby a méně příznivá měnová politika USA by měly zvýšit hodnotu dolaru. Slabší euro by podpořilo konkurenceschopnost Evropy a firemní zisky. Evropská centrální banka si koupila čas na řešení krize eura a slíbila, že bude pokračovat v politice levných peněz ještě daleko do budoucna. Slib Mario Draghiho udělat cokoli, co bude třeba k udržení nízkých úrokových sazeb, zafungoval. Podobný pokus z jeho strany, jímž usiloval o snížení hodnoty eura, se však setkal s mizivou odezvou. Je zapotřebí dalších opatření.

Evropská komise v současnosti klade větší důraz na strukturální úspory a o něco více bere v úvahu dopad krize na veřejné finance. Protivítř vládních škrtů ustává.

Míra nezaměstnanosti zůstává znepokojivě vysoká, ačkoli se nyní aspoň stabilizuje. Dluhy veřejného sektoru jsou stále příliš vysoké a další rozpočtové reformy budou vyžadovat velké množství energie a politické vůle. Musíme však zmínit i různé druhy větru, který závodníkům vane do zad: zdá se, že většina investorů je nyní přesvědčena, že eurozóna bude existovat i nadále: úrokové klima je klidné, zejména v jižní Evropě. Problémy bude navíc snazší řešit, začala-li ekonomika eurozóny opět růst.

## Zaměření – střední Evropa

Střední Evropa nebyla imunní vůči krymskému konfliktu. Akciové trhy v regionu zažily omezený vzestup a verze 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 2,7 %. 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 – jihovýchodní Asie

Asijské akciové trhy se drží překvapivě dobře navzdory zvýšené averzi k riziku v důsledku krymské krize a pokračujícího proudu nepříznivých zpráv o Číně. Rozvíjející se asijské trhy za sebou mají několik těžkých měsíců. Mimo obav, že centrální banka USA by mohla začít hrát méně aktivní roli, se mnoho investorů strachovalo o slabší čínskou ekonomiku. My tento strach nesdílíme. Asijské akciové trhy se obchodují se značnou slevou. Pesimismus ohledně Asie se zdá dost přehnaný: nízké ceny jsou započteny jako faktor v rámci očekávání, že návratnost majetku klesne pod hodnotu z doby velké asijské finanční krize z roku 1998. I nadále jde o region s nejvyšším hospodářským růstem. Země, které jsou nejdůležitější, mají solidní veřejné finance a přebytky 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 důsledně 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 7,4 %, tedy pomaleji než v předchozích letech, přitom však lépe než se některé prognózy obávaly. Domácí spotřeba se drží vysoko a růst maloobchodních tržeb dosáhl 12 %. Problémovým faktorem je nyní vývoz. Čínská měna v poslední době ztratila na hodnotě. Kvůli podpoře vývozu, ale také proto, aby ukončila „jistotu“ spekulantů, že čínská měna se může pouze zhoršovat. Výsledek nedávného zasedání Ústředního výboru také podporuje naši interpretaci. Čína usiluje o moderní, transparentní a udržitelnou společnost. Jak dokazují 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 se v současnosti obchoduje s poměrem ceny k ziskům ve výši cca 8. 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 zůstávají solidní. Indonésie roste tak rychle, že se z vývoze 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 úroveň ocenění vedou mnoho společností k vyplácení nebo zvyšování dividend a zpětnému výkupu vlastních akcií. 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. Akcie jako takové zdražily, ale stále najdeme v tomto segmentu to nejlepší ocenění.

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 snižujícím výnosům 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 zůstaly skromné. Hlavní vlna investic do důlního sektoru je zjevně za námi, protože čínská poptávka po komoditách zařadila nižší rychlost. Pro dodavatele těžbařských 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 rozptylují. 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 nejvíce profitovat menší společnosti v rámci tohoto sektoru.

## Zaměření – luxusní zboží a turismus

Jestliže kdy existoval sektor se silnou cenovou dynamikou, pak je to tento. Vstupní nároky na tento trh jsou posazeny velmi vysoko. Silné značky za sebou velmi často mají dlouhou tradici a solidní image. Navíc prodeje jsou mnohem méně podporovány cyklickými charakteristikami sektoru, než se obecně soudí. Růst je strukturální povahy. Poptávka po luxusním zboží a službách roste třikrát rychleji než globální HDP. Nárůst prodeje, který je stejně jako dříve značně robustní, přichází v poslední době z Evropy. Zákazníci z rozvíjejících se trhů, zvláště z Číny, hrají také podstatnou roli. Rostoucí objem prodeje jde na vrub právě čínským turistům. Navíc čínská ekonomika stále roste a s tím roste i množství prodejních míst. Významnou roli v Číně hrálo tažení proti korupci, které vedlo k zákazu cenných darů pro přední úředníky, a to uvolnilo peníze do spotřeby. To však není ten nejdůležitější faktor v nárůstu čínské poptávky. Tím je spotřeba střední třídy. I v Evropě jsme svědky vyššího růstu a silného organického nárůstu v oblasti sportovního zboží. Stabilní nárůst obrátu společně s vysokou ziskovou marží generují atraktivní a stabilní nárůst zisků, který znovu převýší 10 % v roce 2014. Vše však má svou cenu: sektor není levný a na akciovém trhu se obchoduje s obvyklou premií. Cenová premie 20 % není nadměrná, dlouhodobý průměr je 50 %, a to za sektor se silnou cenovou dynamikou, robustní tendencí k růstu a stabilním růstem zisků.

## 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 nezasazenější 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 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 výhodu slabšího jenu. Jsme fanoušky tohoto přiměřeně ohodnoceného sektoru.

Positivně smýšlíme o sektoru médií. Akcie v mediálních společnostech jsou levné a navzdory mizivému růstu se reklamní rozpočty udržely na velmi dobré úrovni. Navíc nyní zaznamenáváme signály, že se znovu schyluje k celosvětovému růstu. Tradiční mediální hráči se nemohou

vymanit z procesu neustálé adaptace a vzestup elektronických knih a průlom digitální televize pokračují s nezměněnou silou. Rostoucí počet firem však dokáže tohoto digitálního světa využít k tvorbě peněz. Velcí mediální hráči v USA zvýšili výnosy z reklamy a zejména z poplatků za vysílání televizních programů.

Spotřebitelská důvěra je důležitá pro hotely, restaurace, distributory a maloobchodníky. Americké domácnosti profitují ze zotavujícího se trhu práce a bydlení. Důvěra britských a potažmo evropských spotřebitelů se také postupně vrací k normálu. Firmy se přizpůsobily nevalným podmínkám na trhu těžkým omezením nákladů. V případě rostoucí poptávky začnou zisky rychle stoupat. Nicméně tento sektor není levný. Přesto se dobře daří několika specializovaným oblastem: americkým a britským 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.

A konec konců zůstáváme pozitivní i ve vztahu k segmentu zboží dlouhodobé spotřeby. Je vysoce exportně orientovaný a na výsledcích se podepisuje silné euro. Navzdory tomuto silnému protivětru však většina společností dokázala zaznamenat silnější růst zisků než široký akciový trh. 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 – informační technologie

Korekce na Nasdaq<sup>3</sup>, která v posledních dnech přitahovala tolik pozornosti, se jen málo dotýká informačních technologií a vlastně šlo o záležitost biotechnologií a internetového prodeje. Není tedy žádný důvod k panice, a proto jsme v rámci tohoto sektoru zachovali převážení.

V průběhu hospodářského zotavení preferujeme sektory orientované na růst, protože ty z jakéhokoli obrátu směrem vzhůru těží nejvíce. Jedním z těchto sektorů jsou technologie.

Toho odvětví ví, jak nalákat spotřebitele prostřednictvím neustálé inovace produktů, zatímco elektronický prodej/internet bezpochyby tvoří nejsilnější rostoucí specializovanou oblast současnosti. Tento sektor však nepodporují jen spotřebitelé: zvyšuje se i investiční poptávka ze strany společností. V posledních průzkumech mezi manažery firem figuroval sektor IT jako jeden z vítězů. Dosud jsme postrádali zotavení investiční poptávky, nyní se však zdá, že tato skutečnost se mění. Záměr manažerů investovat je již zřejmý a z rekordních zisků, které už zase zaznamenávají americké firmy, se zcela jistě dá uvolnit i odpovídající investiční rozpočet.

Tyto příznivé vyhlídky růstu navíc doprovází atraktivní ocenění. S poměrem ceny k ziskům ve výši 14,4 je sektor v souladu s celkovým akciovým trhem a přitom výrazně pod hladinou průměrné premie 31 %. Mnoho největších IT společností je zdravých jako řípa: jejich rozvahy neobsahují téměř žádné dluhy a mají k dispozici velké množství hotovosti, které vzrůstající měrou vyplácejí akcionářům.

<sup>3</sup> NASDAQ (akronym z National Association of Securities Dealers Automated Quotations) je největší ryze elektronický burzovní trh v USA s více než 3 900 kotovanými společnostmi z 39 zemí celého světa. Na tomto trhu lze obchodovat akcie, opce a futures kontrakty. Jedná se o třetí největší burzu na světě, měřeno podle tržní kapitalizace kotovaných společností.

Poslední výsledková sezóna potvrdila, že tyto nové trendy podporují tržby a zisky. Prognózy očekávají růst zisků ve výši 12 % v průběhu příštích 12 měsíců, což je možné a o čemž je zjevně přesvědčeno stále více investorů. Technologie jsou víceméně jediným průmyslovým odvětvím, kde se očekávání upravují směrem nahoru.

## 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 prémie. To znamená, že bylo obnoveno pozitivní spojení mezi výdaji na výzkum, růstem tržeb a růstem zisků. Nejzřetelněji je to vidět 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 drahé, ale nyní jsou v mnoha případech oceňovány laciněji než široký trh. Společnosti si zracionalizovaly rozpočty na výzkum a vývoj, což je zefektivnilo. Zejména společnosti ve zdravotnictví ostře omezily náklady, přesto však opět procházejí obdobím mohutné produktové inovace. Zůstávají na ni stále zaměřeny, nyní jsou ovšem výrazně opatrnější a mají silné rozvahy, které využívají k tvorbě hodnoty pro akcionáře. Inovace však nejsou omezeny na tyto sektory: týká se i výrobců spotřebního zboží a firem napříč výrobním řetězcem. Obzvláště silnou pozici mají majitelé duševního vlastnictví a aktéři specializovaných oblastí. Jde o monopoly – často v případě malých, avšak nezbytných prvků – které mohou postupně zvyšovat ceny, aniž to výrazně 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 (rozmějme – takové investice budou ve světle rostoucí atraktivity výnosů v USA méně zajímavé). Mnoho rozvíjejících se zemí už několik měsíců reaguje zvyšováním klíčových úrokových sazeb. Zotavení v tomto dluhopisovém segmentu je zjevné od poloviny března, částečně díky těmto opatřením. Rizika sice zůstávají, ale vyrovnává je značná odměna. Obavy ohledně eskalace konfliktu na Ukrajině se vyskytují jen v několika zemích v regionu. Stále očekáváme, že ekonomický dopad bude velmi omezený a sankce Západu budou mít povětšinou symbolický význam.

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 vysokovynosových 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 zůstáváme pozitivní. Umožňuje nám zajistit se proti případnému vzplanutí krize eura, ale to není jediný důvod, a rozhodně ne ten nejdůležitější.

- Dokud zůstane 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. Rovnovázný 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: americká centrální banka 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 deficitu běžného účtu platební bilance 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 rozdělení kupní síly. Objevují se signály, že ECB nebude zvyšovat úrokové sazby až do roku 2016. Objem hotovosti tak ponecháváme blízko alokačních minim.

### 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 2012 dostaly na rekordní absolutní minimum. Na těchto nízkých hodnotách pak zůstaly další rok. Sazby se ode dna odrazily až v červnu 2013, kdy americká centrální banka usoudila, že je čas upravit přehnaně agresivní monetární<sup>4</sup> politiku. Počátkem roku 2014 zahájila 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. Německá desetiletá sazba sotva převyšuje 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. Například v případě českých dluhopisů je situace jiná – očekávaná silná poptávka a slabší nabídka je budou držet ještě nějakou chvíli vysoko i přes mizivý výnos.

<sup>4</sup> Monetární politika (také měnová politika) usiluje o dosažení ekonomicko-politických cílů působením na monetární veličiny, jako jsou zejména nabídka peněz a výše úrokové míry. Ústřední místo v měnové politice zaujímá centrální banka.

## Akcie

### Je zde větší míra zranitelnosti

Porovnáme-li poměr ceny k ziskům na mezinárodních burzách s jejich historickými průměry, zjistíme, že akcie rozhodně nejsou drahé, ale také už nejsou levné. 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 posledních měsících staly dražší. Navíc jsou velmi citlivé na výkyvy hospodářského růstu. To je ale pro akciové trhy v současné době podporou. Mnoho indikátorů důvěry (např. podnikatelské a spotřebitelské) je 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. Všechna tato očekávání musí nabýt konkrétních tvarů, avšak za podpory reálných čísel.

Nicméně ve srovnání s hotovostí a dluhopisy (vládními i firemními) zůstávají akcie ve střednědobém horizontu o mnoho lepší volbou. 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 2,60 % (pro globální akciový index), 3,2 % (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 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 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.

Nemovitosti přispívají k diverzifikaci portfolia. Nemovitostní akcie zůstávají 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.

## Komodity

Návratnost investice do komodit určují zejména dvě věci. Prvním je cenový trend dané komodity samotné. Stoupá-li cena komodity, dosáhne investor pozitivní návratnosti. Druhým prvkem je návratnost „rolování“, kterou vytváří skutečnost, že investor nenakupuje komoditu samotnou (tanker plný ropy, loď plnou obilnin nebo kontejner mědi), nýbrž investuje do forwardových kontraktů. Aby investice trvala, musí být tyto futures rolovány: někdy je třeba zaplatit prémii, někdy prémii dostaneme. Je to však dost nepředvídatelné.

Poslední dva roky poznamenaly klesající ceny komodit. Těžbařské společnosti předtím prováděly rozsáhlé investice, takže v průběhu let nabídka surovin vzrostla. Společně

s odklonem čínského hospodářství od těžkého průmyslu směrem k více spotřebitelsky orientovanému růstu to znamená, že za rohem rozhodně nečeká nový, výrazně býčí trh průmyslových komodit. I zásoby ropy jsou na velmi vysokých úrovních. Během posledních dvou let výroba téměř pořád převyšovala poptávku. Ceny přesto umíněně zůstávaly mezi 105 a 115 dolary za barel, částečně kvůli nepokojům na Středním východě. Krymský konflikt měl dosud velmi malý dopad. Uvolnění napětí by mohlo stlačit cenu pod 100 dolarů. Ropa není naší oblíbenou komoditou. Optimističtější jsme ohledně průmyslových kovů. Pokles cen již dosáhl svého dna. Nedávný pokles cen představoval jen přehnanou reakci na špatné zprávy z Číny a uzavření řady spekulativních pozic. Nedomníváme se však, že růst v Číně by v dohledné době mohl vyschnout. Ceny jsou navíc dost blízko mezním nákladům výroby a investice do nové nabídky byly zastaveny. Světová ekonomika zjevně přesedlala na stezku vyššího růstu: v roce 2014 je očekáván růst HDP velmi blízko trendu. Jde o ideální fázi pro poptávku po komoditách s průmyslovým použitím, jako jsou např. kovy.

S výjimkou ropy, stříbra a zlata, které mohou dále oslabit, očekáváme v krátkodobém horizontu stabilizaci cen komodit a možný růst s pokračujícím růstem ekonomiky a vyčerpáním zásob v důsledku zvyšující se poptávky.



## 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.

## Alternativní investice

Alternativní investice představují širokou škálu tříd aktiv, jako jsou komodity, hedge fondy<sup>5</sup> nebo private equity<sup>6</sup>. Typickým rysem této skupiny investičních nástrojů je často omezená likvidita a nízká korelace s tradičními třídami aktiv, jako jsou akcie a dluhopisy. Jejich přidání 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.

## 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. 5. 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.

<sup>5</sup> Hedge fond je speciální investiční fond. Je vysoce rizikovou investicí, která může přinést vysoký výnos, ale také vysokou ztrátu. Snaží se o absolutní výnos nezávislý na obecném ekonomickém vývoji a vývoji kapitálových trhů.

<sup>6</sup> 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

		05/2014	08/2014	11/2014	05/2015
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	0,20	0,25	0,45	0,80
	5Y sazba	0,80	1,10	1,30	1,55
	10Y sazba	1,80	2,20	2,30	2,55
	USD/CZK	19,74	20,30	20,49	21,60
	EUR/CZK	27,43	27,40	27,25	27,00
EUR	Základní sazba	0,25	0,10	0,10	0,10
	2Y sazba	0,15	0,25	0,35	0,55
	5Y sazba	0,55	0,90	1,15	1,50
	10Y sazba	1,45	1,80	1,90	2,15
USD	Základní sazba	0,25	0,25	0,25	0,25
	2Y sazba	0,40	0,50	0,70	0,90
	5Y sazba	1,70	1,90	2,10	2,40
	10Y sazba	2,60	3,00	3,20	3,60
	USD/EUR	1,39	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	-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