



## 1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

### Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

	Období	Údaj	Poslední změna
<b>Inflace</b>	04/2014	0,10 %	-0,10 %
<b>HDP</b>	1Q/2014	2,00 %	0,80 %
<b>Nezaměstnanost</b>	03/2014	7,90 %	-0,40 %
<b>Základní sazba ČNB</b>	04/2014	0,05 %	0,00 %

Přinášíme vám exkluzivní pohled našich investičních expertů a analytiků z ČSOB a KBC na aktuální dění na trzích. Nenechte si ujít sloupek hlavního investičního стратега ČSOB Asset Management, Aleše Prandstettera.

### Na cestě k trvalejšímu zotavování

Kdokoli, kdo právě teď investuje do střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, se zřejmě domnívá, že inflace zůstane v následujícím desetiletí nízká. Momentální výnos z desetiletých českých nebo německých státních dluhopisů se jeví jako příliš nízký, má-li vyrovnat ztrátu kupní síly po celé toto období. Desetileté německé sazby se dostaly na doposud nejnižší letošní hodnotu 8. května. Postupné hospodářské zotavování by mohlo na straně světové ekonomiky dosáhnout až na 3,5% růst – o něco výše, než je dlouhodobý průměr. Nejenže by pak mohly stoupnout tržní sazby, mohlo by to znamenat i prudké nastartování ziskového motoru firem Západu. Akcie se nyní obchodují v souladu s průměrným oceněním za posledních dvacet let. To je pozadí, na němž zůstáváme vůči akciím mírně pozitivní. Užitečnou diverzifikací rizika a zároveň alternativou k extrémně drahým dluhopisům přináší investice do nemovitostí.

### Nepřirozeně nízké výnosy z dluhopisů

V posledních měsících se toho opravdu mnoho nemění. S tím, jak v Evropě opět začíná ekonomický růst, vzpomínky na krizi upadají. Krize eura už není vnímána jako hrozba. Hlavním faktorem, který v nadcházejících měsících ovlivní západní tržní sazby, bude postupné ukončování měnové stimulace v USA.

Podpůrné nákupy dluhopisů ze strany centrální banky USA uměle stlačují tržní sazby. Tržní sazby klesly daleko níže, než jsme kdy očekávali, nejen v USA, ale také v Evropě. Kdo by si na podzim pomyslel, že německé desetileté tržní sazby klesnou znovu pod 1,4 %! I rozpětí sazeb mezi jednotlivými evropskými členskými státy se relativně rychle propadla. Portugalsko navíc oznámilo, že nouzovou pomoc již nepotřebuje. Řecko dokonce v dubnu provedlo úspěšnou emisi dluhopisů s pětiletou dobou splatnosti.

### Nejsme slepi k rizikům dluhopisů

Hlad po návratnosti narušil rovnováhu mezi rizikem a výnosem v mnoha segmentech dluhopisového trhu. Spokojí-li se investoři s nízkým výnosem v porovnání s vyšším rizikem, už to samo o sobě naznačuje, že se věci vymykají standardu. Nebude totiž třeba ničeho výrazného, aby na tržní sazby začal působit tlak na jejich zvyšování: mírné zvýšení ekonomického optimismu, slabé zmírnění averze k riziku, nespokojenost s nízkou návratností, kterou nabízejí bezpečné přístavy, atd. Pravděpodobnost prudkého zvýšení úrokových sazeb je každopádně vyšší než pravděpodobnost, že klesnou ještě níže než k extrémně nízkým současným hodnotám. Monetární stimulace centrální banky USA však tento růstový potenciál omezuje: jakékoli zvýšení desetiletého výnosu nad 3 % považuje za nebezpečné. Proto očekáváme přinejlepším jen mírné zvýšení dluhopisových sazeb v USA i v Evropě. Vyšší úrokové sazby povedou ke kapitálovým ztrátám, k nimž současný kupon nabídne pouze malý či vůbec žádný nárazník.

### Akcie již nejsou podhodnocené

Hodnoty indexů S&P 500 a MSCI Europe rostly výrazněji než zisky společností, které je tvoří, a to téměř nepřetržitě po devět čtvrtletí po sobě. Současné ceny jsou v důsledku toho o něco zranitelnější. Ocenění vzrostlo z hodnoty „nepřiměřeně levné“ na „v souladu s průměrem za posledních 20 let“. Akcie jsou tedy „přiměřeně hodnoceny“, zatímco dluhopisy jsou „extrémně drahé“. Existují i další důvody, proč stále dáváme přednost akciím. Průměrná evropská akcie nabízí dividendový výnos 3,25 %, zatímco desetiletý německý státní dluhopis vyplácí kupon v hodnotě 1,4 %. Kupon se v průběhu doby investice nemění, zatímco dividendy za rok rostou o 5 až 10 %.

Pokud ceny akcií i nadále porostou, zatímco zisky zůstanou na stejné úrovni, vznikne bublina. Výzva následujících čtvrtletí tkví v tom, aby hospodářské zotavení vytvořilo dostatečný růst firemních zisků, které budou pohánět akciové trhy. Důležitý je i faktor „Ukrajina“ – nikoli tím, že zhatí obchody důležité pro hospodářský růst a výnosové trendy (propojení Ukrajiny se Západem je na to příliš nevýznamné), ale jako výmluva pro prodej akcií a realizaci doposud dosaženého zisku.

## Na cestě k období udržitelného a mírného růstu bez inflace

Hospodářský růst akceleruje. Vysvětlují to dva směry vývoje: kupní síla domácností roste, nízká inflace ubírá z nominálního růstu platů jen máličko. Na druhé straně vlády ustupují od plánů na reformu rozpočtů. Vyšší výdaje domácností i vlád přispívají k hospodářskému zotavení. Světová ekonomika by v roce 2014 mohla růst o 3,5 %. To je tedy vyšší růst než 2,9 % zaznamenaných v roce 2013 a také vyšší než dlouhodobý průměr.

Ekonomické barometry v USA ukazují na růst ve výši 2,5–3 %. Poslední data z pracovního trhu výrazně překonala očekávání. Nezaměstnanost klesla na úroveň, kterou centrální banka USA nečekala až někdy do poloviny roku 2015. Také hospodářské ukazatele v Evropě překonaly bod obrátu – hospodářský růst byl opět pozitivní, a to již od druhého čtvrtletí roku 2013.

Jsou akcie již příliš drahé? Otázka, která trápí jak ty, kteří již zainvestovali a bojí se, že o zisky přijdou, tak ty, kteří se stále ještě neodhodlali a strach z toho, že se treťi zrovna do tržního vrcholu, jim svazuje ruce i úsudek. Shrňme si, co víme, a zkusme si nastínit, kde zhruba leží pravda.

Přesně před rokem jsem na tomto místě psal o tom, jak se možná schyluje k velké rotaci a že investoři mohou na dluhopisech začít realizovat ztráty a na akciích zisky s tím, jak se bude měnit investiční apetit. Že se vezde chuť po výnosech, které slibují akcie, a budou zatraceny předražené bezpečné dluhopisy. Realita je zatím mnohem plíživější, než jsem očekával. Je faktem, že mnoho peněz se skutečně do akcií přesunulo a investoři mnohem více koukají na výnos než před rokem a mnohem méně dbají na rizika. Nicméně situace zdaleka nedospěla do finální ani nějaké předfinální fáze. Výnosy na dluhopisech jsou stejně mizerné, jenom akcie zdražily s rostoucí poptávkou po nich.

Co se ocenění týče, není obrázek jednoznačný. Z hlediska historických průměrů, když shrneme všechny pohledy, jsou akcie spíše o něco dražší. Na druhou stranu, když si srovnáme současné investiční možnosti a spočítáme výnos v jednotlivých případech, vycházejí akcie stále ještě poměrně dost atraktivní. Pokud se zaměříme na onu „odměnu za riziko“, což lze s trochou volnosti přeložit jako „odměnu za šimrání nervů zvýšenou kolísavostí hodnoty investice“, pak stále dostáváme atraktivní marži. Ta je důsledkem právě toho faktu, že i dlouhodobé dluhopisové výnosy zůstávají velmi nízké.

Každopádně peníze, které s určitostí budu mít volné déle než pět let, patří do portfolia či fondu, kde je zastoupení akcií alespoň třetinové, pokud ne nadpoloviční. Zatím není třeba dávat od akcií ruce pryč. Ta doba může nastat relativně brzy, zatím však zde není. To ale neznamená, že akcie nemohou zaznamenat krátkodobé ztráty. V desetiletém horizontu však podle mne vynesou v průměru minimálně 5 % ročně i při dnešních cenách.

Aleš Prandstetter, investiční stratég ČSOB Asset Management



## 2 NÁŠ POHLED NA PORTFOLIA

Pohled na portfolia se oproti předchozímu měsíci nezměnil. Nenechte si však ujít nový komentář portfolio manažera Martina Horáka, který popisuje reakce na aktuální dění na trzích.

### Co děláme v rámci portfolia?

Ve vztahu k dluhopisům zůstáváme obezřetní. Riziko zvýšení tržních sazeb se s postupem hospodářského oživení zvyšuje. Neobáváme se však prudkého růstu tržních sazeb v blízké budoucnosti. Centrální banka USA zabráni jakémukoli skoku cen, který by mohl ohrozit hospodářský růst. Nečekáváme ani růstový spurt či postupné přehřátí světové ekonomiky. Preferujeme krátkou dobu do splatnosti a solidně diverzifikované portfolio dluhopisů z rozvíjejících se trhů. Pravděpodobnost zvýšení tržních sazeb je vyšší než pravděpodobnost jejich (dalšího) poklesu. Proč nevyměnit jistý, i když nízký kupon, za nejistou, ač pravděpodobně vyšší dividendu z investice do akcií?

Nedostatek důvěryhodných alternativ nás vede k akciím. Ačkoli se tempo růstu dostává k vrcholu, firemní zisky zaznamenávají dobrý výkon i nadále. Růst zisků napříč hospodářskými cykly je vyšší než růst nominálního světového HDP (v současnosti 5–6 %) a výrazně vyšší než krátkodobé i dlouhodobé úrokové sazby (nanejvýš 2,5 %). Se stálým poměrem ceny akcie k zisku<sup>1</sup> tedy musí ceny akcií růst o cca 5–6 % ročně. Příhodně dividendový výnos ve výši 2,60 % (světový akciový index) až 3,25 % (evropské akcie) a očekávaná celková návratnost (téměř 10 %) je rozhodně vyšší než cokoli, co bychom mohli očekávat od peněžních nástrojů (přinesou návratnost aspoň to jediné procento?) či dluhopisů (už 2–3 % v následujících dvanácti měsících je optimistické očekávání).

Zvyšujeme i důraz na finanční investice do nemovitostí, které zajišťují další diverzifikaci rizika. Investice do nemovitostí mohou mít dvě formy. Investor může nakupovat akcie společností, které podnikají v oboru kancelářských budov a nákupních center. Osudy těchto společností jsou těsně spojeny s linií ekonomického růstu. Ceny jejich akcií se pohybují v souladu s širším trhem. Druhým způsobem je možnost nákupu budovy samotným investorem. Přímé nákupy však nejsou příliš likvidní a vyžadují značnou počáteční investici, pokud se investor nemůže zúčastnit škály projektů.

### Dluhopisové portfolio

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

Firemní dluhopisy nabízejí jen trochu větší návratnost a prémii za dluhové riziko se snížila natolik, že již nenabízí nic navíc a pouze představuje prostou kompenzaci za vyšší riziko. Trh firemních dluhopisů však ztratil velkou část likvidity. Přísnější regulace středně velkých obchodníků s dluhopisy zvýšila jejich náklady, což se převedlo do většího cenového rozpětí mezi nákupní a prodejní cenou. Investořům se důrazně doporučuje držet firemní dluhopisy až do splatnosti.

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 generují výnos 6,2 %.

<sup>1</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.

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.

## Aktiové portfolio

V rámci akciového portfolio 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.

Vypadá to, že by si Ukrajina mohla zachovat svou územní celistvost. Vítězný proevropsky orientovaný kandidát Poroshenko již dal jasně najevo, že separatistům nemíní v ničem ustupovat. Rozhodujícím se ale s největší pravděpodobností stane postoj vlivného oligarchy Achmetova, který se již od separatistů veřejně distancoval. O lidské rovině jeho rozhodnutí lze prakticky jen polemizovat, nicméně jako největší zaměstnavatel regionu bude s největší pravděpodobností tím, kdo se stane oním pomyslným jazýčkem na vahách určujícím další osud Ukrajiny.



Napětí do evropského regionu, které zvyšovalo rizikové prémie periferních ekonomik, prosakovalo nejenom z dění na Ukrajině, ale bylo také důsledkem voleb do Evropského parlamentu. Ty znamenaly vítězství protievropsky orientovaných a populistických stran, naproti tomu tradiční strany své pozice oslabily. Dokázaly si ale stále zachovat většinu.

HDP zemí jako ČR, Polsko a Maďarsko bylo příjemným překvapením, výkon eurozóny jako celku zůstává za očekávání. To společně s deflačními tlaky uvnitř měnové unie výrazně přispělo k úvahám, že ECB na červnovém zasedání podpoří ekonomiky, pravděpodobně některou z forem tradičního měnového stimulu – snížením klíčové sazby. Pokles výnosů na eurových dluhopisech, které zohlednily očekávání nižších sazeb, logicky stáhnul výnosy i dalších zemí, ČR nevyjímaje.

Vývoj na akciových trzích víceméně reflektoval pozvolné uklidnění rusko-ukrajinských vztahů. Je pravděpodobné, že s Ruskem, které a priori nevykloučilo možnost diskuse s vítězným kandidátem ukrajinských prezidentských voleb, bude možné navázat užší spolupráci.

Akciovým ziskům pomohly bezpochyby také i úvahy o snížení klíčové sazby ECB. Akciovou složku v portfoliích jsme v průběhu uplynulého měsíce u vybraných portfolií upravili mírně nad neutrální úroveň.

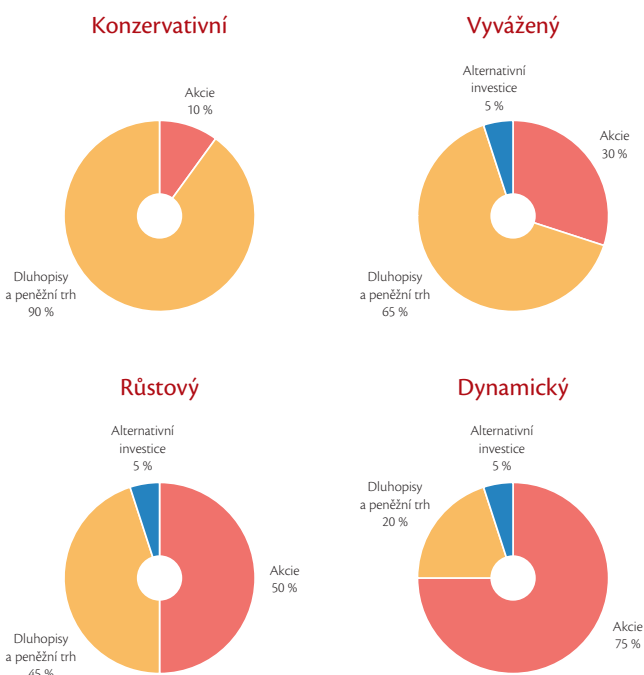
Pokračovali jsme v nákupích zajištěných a strukturovaných fondů. Nadále platí, že z dluhopisů preferujeme podnikové emise se střední délkou splatnosti (3–5 let) před těmi státními. U portfolií orientovaných výhradně na státní dluhopisy jsme preferovali fixně úročené dluhopisy se splatností 4–5 let.

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





## Zaměření – Evropa BEZE ZMĚNY

V eurozóně se situace ubírá správným směrem. Růst v prvním čtvrtletí roku trochu zklamal, ale díky Belgii, Španělsku a především Německu, které je motorem růstu, převládla pozitivita. V globálním kontextu není růst eurozóny nejsilnější, ale nejvyšší je jeho zrychlení. V roce 2014 bude růst přibližně o 1,5 % vyšší než v loňském roce. Indexy důvěry výrobců ukazují již po několika měsících celkem silnou dynamiku. I důvěra spotřebitelů se zvyšuje. Někteří pesimisté se obávají, že příliš silné euro a nižší růst Číny by mohl způsobit, že výkon německého průmyslu zakolísá. Zrychlující se výkonnost v USA, Velké Británii a jižní Evropě by však měla případné dopady této eventuality v druhé polovině roku poněkud neutralizovat. Dopady prostředí s nízkým růstem, finanční krize a vysoké nezaměstnanosti byly v minulosti jasně čitelné ze ziskových marží a zisků společností v eurozóně. Toto období nyní skončilo. Vznikl prostor pro pozitivní překvapení a dohánění ve smyslu růstu tržeb 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 budoucnosti. Slib Maria 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. Protivít vlnění škrtů ustává. Míra nezaměstnanosti zůstává znepokojivě vysoká, ačkoli se nyní alespoň 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 – akcie malých podniků z eurozóny BEZE ZMĚNY

Před USA dáváme mírně přednost eurozóně (akcie USA ale neztracujeme a vidíme je jako bezpečnější volbu v rámci akcií, jen s nižším potenciálem). Zotavením v Evropě jsme si vcelku jisti, jelikož na ně ukazuje řada známek. Krize eura je navíc každým dnem (vnímána jako) méně problematická a nižší ceny akcií v Evropě už nemají opodstatnění. Ačkoli nebyla krize eura dosud vyřešena, již je mimo radary investorů. Nelze popřít, že nastoupilo hospodářské zotavení. Krize je za námi. Evropa musí dohonit (a dohonit) zpoždění v ziskovosti firem. V nebyvalé míře dochází ke zkoumání zdraví bankovního sektoru, které pomůže uklidit určitý nepořádek (ačkoli k tomu bude docházet podle uvážení ECB), a tím znovu nastolit důvěru v evropský bankovní sektor. Ocenění už není silnou stránkou, Evropa se obchoduje s diskontem 11 % vůči USA, což je absolutně normální.

Preferujeme menší evropské podniky. To znamená rozsáhlou skupinu více než 600 potenciálních malých hvězd. Často zůstávají ukryté ve stínu akciového trhu, protože nezajímají velké institucionální investory a vystupuje je jen malý počet analytiků. Tato skupina akcií tedy nabízí pozornějším investorům mnoho příležitostí. V našich preferovaných sektorech (spotřební zboží, technologie) je k dispozici široká škála jmen. V této fázi cyklu stoupají rychleji než širší trh, jak nám potvrdily výsledky za první čtvrtletí roku 2014. Jde o potenciální kořist v bitvách o převzetí. Jejich akcie se v současné době obchodují s velkou premii, ale v souladu s prognózami vyšších zisků.

## Zaměření – jihovýchodní Asie BEZE ZMĚNY

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 nedílíme. 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 BEZE ZMĚNY

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 existující snahy o zlepšení kvality úvěrů. Pozorujeme zpomalení průmyslové výroby a zklamáním jsou také výsledky exportu. HDP v prvním čtvrtletí vzrostlo

o 7,4 %. To je pomaleji než v předchozích letech, ale pořád lépe než se některé prognózy obávaly. Domácí spotřeba se drží vysoko a růst maloobchodních tržeb opět 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 zhodnocovat. Jak vyplývá z indikátorů důvěry, nelze očekávat zrychlení růstu. Vláda již přijala několik opatření na podporu výkonnosti ekonomiky (investice do levného bydlení pro obyčejné občany, podpora železnice a podpora pro menší podniky). Na druhé straně trh stanovuje ceny uprostřed spousty špatných zpráv a nejistoty. Firemní zisky

rostou stejnou rychlostí jako v USA, takže akcie se na trhu v současnosti obchodují s poměrem ceny k ziskům ve výši 8.

### Zbytek Asie BEZE ZMĚNY

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 silné oslabení japonského jenu jako loni se zdá v roce 2014 nemožné, 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 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 stále zůstáváme pozitivní v pohledu na tento levný region.

## Zaměření – akcie s vysokým dividendovým výnosem a zpětným odkupem BEZE ZMĚNY

Silné zotavení výnosů, bohaté hotovostní pozice a atraktivní úrovně ocenění vedou mnoho společností k vyplácení nebo zvyšování dividend a zpětnému výkupu vlastních akcií. Vysoké výplaty zisku jsou výrazem efektivní finanční politiky, v jejím rámci se spouštějí pouze projekty s nejvyšší ziskovostí a přebytečná hotovost se nekumuluje ve společnosti ani neutrácí 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.

**Peníze, které budete mít s určitostí volně déle než pět let, patří do portfolia či fondu.**



Rozdělované dividendy plynou ihned k 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 vyplacené dividendy nejdůležitější složkou návratnosti kapitálu.

## Zaměření – průmysl BEZE ZMĚNY

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 rozptýlí. Hospodářské zotavení pracuje ve prospěch tohoto sektoru. Možná není oceněn skutečně lacino, ale přísná úsporná opatření a nízký tlak na mzdy znamená, že dodatečnou poptávku lze proměnit v podstatně vyšší ziskové marže.

## Zaměření – luxusní zboží a turismus BEZE ZMĚNY

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 dřív 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 nákupní síla střední třídy. V prvním čtvrtletí roku 2014 jsme také zaznamenali silnou poptávku v Japonsku, ta by ovšem mohla opět oslabit v reakci na prudké zvýšení DPH v dubnu. V Evropě jsme také 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 převyšuje 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 BEZE ZMĚNY

Automobilový průmysl povstal z popela, přinejmenším co se týče amerického a evropského luxusního segmentu. V Evropě prodeje aut silně zasáhla recese a nejzasaženější 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 dalšímu 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 mediálních společností završily dobrý rok a jsou levné. Navzdory stagnujícímu růstu se reklamní rozpočty překvapivě udržely na velmi dobré úrovni. Letos je očekáván nástup globálního růstu, takže by rozpočty mohly dále stoupat. Zimní olympijské hry, mistrovství světa ve fotbale a volby v USA všeobecně dobře fungují jako další povzbuzení. Tradiční mediální hráči se nemohou vymanit z procesu neustálé adaptace a vzestup elektronických knih a průlom digitální televize pokračují s nezměněnou silou. Stále větší 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 trvanlivého zboží. 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 – technologie BEZE ZMĚNY

Technologie se obchodují s poměrem ceny k ziskům ve výši 14,8, takže s nulovou premií, přestože prognózy zisků jsou skvělé. Jde o růstový sektor par excellence: toto odvětví ví, jak nalákat zákazníky stálým přísunem nových produktů, zatímco e-shopy/internet jsou nepochybně nejsilnější rostoucí specializovaná zákoutí trhu současné doby. Investiční poptávka podniků také (konečně) stoupá.

Mnoho největších IT společností se těší báječnému zdraví: jejich rozvahy jsou téměř dluhuprosté, mají k dispozici vysoké částky hotovosti a ty vzrůstající měrou vyplácejí akcionářům. První čtvrtletí roku 2014 potvrdilo, že výnosy a zisky podporují trendy jako prodej přes internet, mobilní vybavení, cloudová řešení, využívání rozsáhlého množství uživatelských údajů získaných prostřednictvím internetových společností a sociálních sítí. Očekává se růst zisků až o 12 % v průběhu příštích 12 měsíců, což je realistické.

Zaměření na technologii je provázáno se zaměřením na dolar díky silné koncentraci podniků obchodovaných na burze v USA.

## Zaměření – růst prostřednictvím inovací BEZE ZMĚNY

V posledním desetiletí si růstové společnosti často vysloužily špatné jméno. Na konci století nadhodnocovali investoři vyhlídky růstu, přepláceli a sledovali, jak se prognózované 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. Tyto společnosti si racionalizovaly rozpočty na výzkum a vývoj, což je zefektivnilo. Zaměření nadále zůstává na silné produktové inovace, nyní jsou ovšem výrazně opatrnější a mají silné rozvahy, které využívají k tvorbě hodnoty pro akcionáře. Technologický sektor je náš oblíbený: je relativně levný, rozhodně ve srovnání s tradičními výrobci kapitálového zboží, a jedno z prvních odvětví, které bude profitovat z nárůstu firemních investic. Inovace však nejsou omezeny na tyto sektory: týkají 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 BEZE ZMĚNY

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 (poznámka autora: rozumějme – takové investice budou ve světle rostoucí atraktivitu výnosů v USA méně zajímavé). Mnoho rozvíjejících se zemí už několik měsíců reaguje zvyšováním klíčových úrokových sazeb. Zotavení v tomto dluhopisovém segmentu je zjevně 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 nízké tržní sazby na Západě nedokážou zachovat reálnou kupní sílu jejich 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 amerického dolaru. Dluhopisy z rozvíjejících se trhů tedy pro budoucnost zůstávají zajímavým doplňkem v rámci dluhopisového portfolia. V souvislosti s fondy vysokovýnosových dluhopisů jsme zvolili velmi široké rozpětí latinskoamerických, středoevropských a asijských dluhopisů. Investoři však musejí brát v úvahu poněkud vyšší volatilitu těchto trhů.

## Zaměření – americký dolar BEZE ZMĚNY

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. 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: 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

Pohled na jednotlivé třídy aktiv se oproti předchozímu měsíci nezměnil.

### 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.

### Dluhopisy

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 a k prudkému nárůstu došlo až v druhé polovině roku 2013, kdy Fed začal mluvit o omezování své velmi agresivní monetární politiky<sup>2</sup>. Tento prudký nárůst se ukázal jako dočasný: Fed dokázal přesvědčit trhy, že se nemusejí obávat jakýchkoli prudkých pohybů a že měnový kohoutek bude zavírán velmi pozvolna.

Desetileté americké a německé sazby se od té doby vrátily téměř na historická minima. Další nárůst výnosů z dluhopisů očekáváme jak v USA, tak v Evropě. Nepůjde o nic světoborného a centrální banky se tomu určitě budou snažit zabránit. Německé a české desetileté sazby jsou stěží vyšší (pokud vůbec) než prognóza průměrné míry inflace za dobu do splatnosti těchto investic. Takže nejde o atraktivní investiční příležitost. Neznamená to však, že neexistují určité segmenty dluhopisového trhu, které mají určitou přitažlivost.

<sup>2</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

V této oblasti existuje vyšší stupeň zranitelnosti, jelikož akcie v poslední době zdrážíly. Porovnáme-li poměr ceny k ziskům na mezinárodních burzách s jejich historickými průměry, zjistíme, že akcie rozhodně nejsou drahé, ale také už nejsou tak 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. Indikátory důvěry napříč trhy 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. 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), 3,25 % (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 bývala obvykle krátká, ale poslední léta ukázala, že špatná situace se může táhnout i velmi dlouhou dobu. Investiční rizika se nacházejí na nejrizičnějších místech a mimo jiné se týkají zranitelnosti solventnosti evropských bank, nejistých důsledků vysoce agresivní politiky centrálních bank, otázek po tom, zda explozivní nárůst státních dluhů půjde ufinancovat, stability finančního systému v Číně, ale i ohnisek napětí na Středním východě. V obdobích výraznější nejistoty si investice nabízející ochranu kapitálu zasluhují zvýšenou pozornost.

V prostředí, kde jsou úrokové sazby nízké, jsou pojistné prémie drahé. Investiční produkty tohoto typu jsou směřovány spíše na dluhopisovou klientelu než na klientelu akciovou. Avšak proč nevyměnit jistotu extrémně nízkého dluhopisového výnosu za nejistotu, která může zaznamenat stejně mizerný výsledek, ale snadno i mnohem lepší výnos za předpokladu, že se investiční klima nezhorší.

## Nemovitosti

Akcie nemovitostních společností dodávají investiční části portfolia diverzifikaci. Jejich přidání 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 premii 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 větší trh průmyslových komodit. I zásoby ropy jsou na velmi vysokých úrovních. Během posledních dvou let výroba téměř pořád převyšovala poptávku. Ceny přesto umírněně 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.

**Zatím není třeba dávat od akcií ruce pryč.**



## 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.

## Ostatní alternativní investice

Kromě nemovitostí a komodit alternativní investice představují širokou škálu tříd aktiv, jako jsou hedge fondy<sup>3</sup> nebo private equity<sup>4</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 společností, 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 28. 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>3</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>4</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

		06/2014	09/2014	12/2014	06/2015
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	0,20	0,25	0,45	0,80
	5Y sazba	0,70	1,10	1,20	1,50
	10Y sazba	1,65	2,10	2,20	2,55
	USD/CZK	20,17	20,26	20,64	21,76
	EUR/CZK	27,43	27,35	27,45	27,20
EUR	Základní sazba	0,25	0,10	0,10	0,10
	2Y sazba	0,05	0,20	0,35	0,60
	5Y sazba	0,45	0,85	1,15	1,50
	10Y sazba	1,40	1,80	1,90	2,25
USD	Základní sazba	0,25	0,25	0,25	0,25
	2Y sazba	0,35	0,50	0,70	0,90
	5Y sazba	1,55	1,80	2,10	2,40
	10Y sazba	2,55	3,00	3,20	3,60
	USD/EUR	1,36	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	+1,70	+2,00	+1,42	+1,00	+2,30
EMU	-0,40	+1,20	+1,50	+1,34	+1,00	+1,30
USA	+1,90	+2,90	+3,10	+1,48	+1,70	+2,10

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg