



1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

	Období	Údaj	Poslední změna
Inflace	04/2014	0,40 %	0,30 %
HDP	1Q/2014	2,50 %	0,50 %
Nezaměstnanost	05/2014	7,50 %	-0,40 %
Základní sazba ČNB	05/2014	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.

Iniciativy ECB

Díky současným iniciativám ECB (viz část ECB nezklame) se výrazně snížilo jedno z rizik ekonomického scénáře. I údaje o růstu pracovního trhu v USA a (prozatím) omezená obnova důvěry v rozvíjející se trhy znamenají o něco pozitivnější názor na světovou ekonomickou mapu. Optimismus ohledně vývoje cen energií na druhé straně kalí současně nepokoje na Středním východě.

Tento měsíc neprovádíme ve strategii žádné změny. Ve střednědobém a dlouhodobém horizontu jsou akcie stále výhodnější volbou než velmi drahé dluhopisy. Krátkodobě však čekáme na potvrzení vycházející z podnikových zisků. Tím spíše to platí nyní, kdy akciové trhy (ještě) dále poskočily směrem vzhůru. Vzhledem k podpurným číslicím z ekonomik se ale do hotovosti neuchylujeme a využíváme alternativy, jako jsou nemovitosti.

Jak vidíme svět?

Slabý začátek roku pro světovou ekonomiku, ale stále silná důvěra

Růst globálního HDP byl za první čtvrtletí velmi slabý. Americký růst byl velmi výrazně poznamenán mj. chladnou zimou. I v eurozóně přinesl růst částečné zklamání. Indikátory pro druhé čtvrtletí (silný pracovní trh v USA, silná důvěra podnikatelů a spotřebitelů v USA a Evropě a obnova asijského exportu) ukazují na zlepšení. Také se zdá, že i negativní efekt zvýšení DPH v Japonsku (v dubnu)

zatím neznamená velký problém. Světová ekonomická obnova tedy zůstává v pohybu.

Inflace dosáhla svého dna, ale zůstává pod kontrolou

Velmi nízká inflace podporuje důvěru spotřebitelů všude na světě. Není třeba se bát výrazného zrychlení inflace, ale dno (0,5 % v eurozóně v květnu) je za námi. V USA je inflace ostatně již nějaký čas v pohybu směrem vzhůru (růst z 1,1 % v únoru na 2,1 % v květnu). Ceny ropy zůstávají stále vysoké, mj. kvůli současným nepokojům na Středním východě. To zatím ještě neznamená riziko inflace, ale je třeba tomu i nadále věnovat pozornost (viz také dále v části Rizika).

Rozpočtová politika v roce 2014 tolik nebrzdí konjunkturu

Méně přísná rozpočtová politika, zejména v USA a v Evropě, zůstává jednou z nej-důležitějších hnacích sil v procesu celosvětové ekonomické obnovy.

Politika centrálních bank zůstává flexibilní, ale současné kroky Fedu povedou ke zvýšení úroků

Rychlá normalizace úroků není na pořadu dne, ale vzhledem k současným nízkým úrovním předpokládáme přece jen zvýšení úrokové sazby. Americká centrální banka pokračuje s tlumením politiky měnové stimulace, která byla zahájena v lednu. Od poloviny roku 2015 očekáváme vyšší úrokovou sazbu centrální banky, ale než budeme moci hovořit o normální úrokové sazbě (minimálně 3,5 % za současné ekonomické situace), jsme již v roce 2017. To dala americká centrální banka jasně najevo.

ECB podnikla na začátku června opačné kroky (viz část ECB nezklame). Tato opatření nicméně nezabrání tomu, aby se výnosy evropských dluhopisů, v závěsu za těmi americkými, v následujících měsících zvýšily, byť zřetelně pomalejším tempem.

Fed a ECB volí odlišný směr, což tlačí směnný kurz dolaru výš

Iniciativy ECB v uplynulých týdnech znovu zvýšily rozdíl v krátkodobých úrocích mezi eurozónou a USA. Podle toho, jak se budou finanční trhy v následujících měsících vyvíjet po dalších krocích Fed, se mohou rozdíly v krátkodobých úrocích dále zvětšovat ve prospěch dolaru. Očekáváme také růst směnného kurzu dolaru vůči euru.

ECB nezklame

Podle všeobecného očekávání oznámila Evropská centrální banka při svém pravidelném měsíčním zasedání snížení úrokové sazby z 0,25 % na historické minimum 0,15 %. To však nestačilo. I úroky, které musí platit banky, aby si mohly denně půjčovat peníze u ECB, byly sníženy z 0,75 % na 0,4 %. Je zvláštní, a stalo se to poprvé v dějinách eurozóny, že banky musí od nynějška platit také úroky, aby mohly své hotovostní přebytky denně ukládat v ECB. Tyto úroky z vkladů klesají z 0 % na -0,10 %. Tímto rozhodnutím chce ECB přimět banky, aby své hotovostní přebytky spíše půjčovaly, než aby je ukládaly u ECB.

Kromě toho přichází seznam opatření, která mají oživit poskytování úvěrů bank podnikům:

- Zrychlení přípravy nákupu podnikových úvěrů.
- Prodloužení období, kdy ECB poskytuje neomezeně úvěr bankám proti zásta- vě, a to do konce roku 2016.
- Zastavení sterilizování výnosů z nákupů dluhopisů z minulosti. To znamená vržení těchto peněz zpět na trh, a tedy zvýšení likvidity na trhu.
- Nové kolo rozhýbání mezibankovního a úvěrového trhu (cílené LTRO¹⁾).

Posledně uvedené, cílené LTRO, znamená, že ECB poskytne 400 miliard bankám, pokud je použijí k poskytnutí úvěrů soukromému sektoru:

- Pouze rodinám a podnikům mimo finanční sektor. Poté bude prováděna důkladná kontrola.
- V protikladu k předcházejícím LTRO ho nesmějí banky používat k tomu, aby nakupovaly bezpečné státní dluhopisy. Tento postup tedy nezpůsobí pokles dlouhodobých úroků.
- Musí stimulovat poskytování úvěrů podnikům, a to zejména malým a středně velkým, které se nyní k úvěrům dostávají jen s obtížemi.
- Jde o levný úvěr: náklady pro banky – úroková sazby centrální banky + 10 bazických bodů.

Tento nový očekávaný široký balíček měnové liberalizace přichází po několika měsících příliš nízké inflace (dno v květnu 0,5 %). Reálný růst HDP v prvním čtvrtletí 2014 byl pozitivní, ale přesto nižší, než se očekávalo. Poslední ekonomické zprávy ukazují na to, že růst zůstane i v druhém čtvrtletí pravděpodobně mírný. Kromě toho je úroveň nezaměstnanosti příliš vysoká a poskytování úvěrů podnikům se nerozběhne. To brání výrazné ekonomické obnově růstu.

Flexibilnější politika centrální banky je nutná proto, aby se:

- inflace v eurozóně dostala na vyšší úroveň;
- stimulovalo poskytování úvěrů soukromému sektoru, a tím došlo k podpoře růstu;
- oslabil směnný kurz eura za účelem zvýšení konkurenceschopnosti podniků, což je pozitivní pro růst. Na druhou stranu dojde ke zvýšení dovozních cen a inflace – což ale v současnosti nepředstavuje hrozbu.

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.

Podpurné 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.

Čekání na vyšší úrokové sazby vypadá jako čekání na Godota. Vyšší sazby stále nepřicházejí a cena peněz zůstává mizivá a s tím i výnosy pevně úročných instrumentů s investičním ratingem. Naopak všeobecně uvolněná nálada investorů sráží i přírážky za riziko, což nutí mnohé, aby kupovali dluhopisy se stále nižším ratingem nebo i bez něj. Ale jak dlouho ještě tento stav potrvá?

Ve Spojených státech vidíme vývoj poměrně zřetelný, zatím ještě převažují efekty měnové uvolněné politiky, nicméně jakmile toto období skončí, i krátkodobé úroky půjdou nahoru. Rozdíl mezi desetiletými úroky v USA a v Německu je v současnosti již poměrně zřetelný. V Evropě je totiž situace o něco složitější. Pořádné oživení se ne a ne dostavit a hospodářské ukazatele se sice lepší, ale ne dost na to, abychom viděli přímou linii vedoucí k vyšším výnosům.



Možná však zde existuje ještě jeden faktor, dlouhodobý, ale trochu opomíjený. Demografický vývoj v Evropě věští pokles obyvatelstva, který bude mírně brzděn migrací obyvatel z ostatních částí světa. Podobně je tomu v Japonsku. Přírůstek populace je však nezanedbatelným faktorem, tvořícím dodatečnou poptávku, a je tedy jedním z motorů hospodářského růstu, ale i inflace. Pokud tento, nikoli jediný, ale vcelku důležitý, motor vy- padne na dlouhou dobu, není japonská stagnace při vysoké životní úrovni a nízkoinflačním a nízkourokovém prostředí úplně nepravděpodobným scénářem, co myslíte?

Aleš Prandstetter, investiční stratég ČSOB Asset Management

2 NÁŠ POHLED NA PORTFOLIA

Nenechte si ujít komentář portfolia manažera Martina Horáka, který popisuje reakce na aktuální dění na trzích.

Co děláme v rámci portfolia?

Akcie nabízejí nejvyšší potenciál

Akcie jsou bezpochyby oceňovány přitažlivěji než dluhopisy. Rozdíl v ocenění se dokonce v uplynulých měsících ještě zvýšil, zejména tím, že dluhopisy výrazně podražily. Tržní sazba totiž klesla na extrémně nízké úrovni. Ocenění akcií již nicméně není tak zajímavé jako před dvěma lety: rostoucí ceny a málo se měnící podnikové zisky zvedly tržní ocenění nahoru.

Bude nejvyšší čas, aby podnikové zisky získaly na atraktivitě

Zejména v Evropě lze zaznamenat slabý vývoj zisků. To způsobil mj. silný směnný kurz eura zejména u velkých podniků. V USA se podnikové zisky zvyšovaly zatím v omezené míře, ale i zde se expanze zisku výrazně zpomalila. Konečně se ale úpra- vy směrem dolů v oblasti zisků za rok 2014 již zastavily. Pro podniky z eurozóny se nyní očekává pro rok 2014 růst zisků o něco vyšší než 10 %, v USA se očekává růst ve výši 9 %.

Trhy jsou (nezvykle) klidné... a tedy také zranitelné?

Slabý ekonomický růst v prvním čtvrtletí, podnikové výsledky, které přinesly zklamání, politické napětí ve východní Evropě a na Středním východě... To vše trhům v uplynulých měsících příliš nevažilo. Připravenost investorů (kteří hledali výnos) podstoupit riziko zůstává velmi vysoká. To lze zjistit z omezených výkyvů na akciovém trhu. I dluhopisové trhy zůstávají velmi klidné a výkony od přelomu roku nijak nepokulhávají za těmi akciovými. Zachováváme si důvěru v ekonomiku, ale jsme si vědomi zranitelnosti trhu. Aby byl i nadále podporován pohyb vzhůru (určitě na akciových trzích), je naléhavě nutné potvrzení ekonomického scénáře (převedeného do výraznějších podnikových zisků).

Jednoznačná přednost akciím před dluhopisy

Se současnými velmi nízkými úroky zůstávají dluhopisy nezajímavé. Preference akcií je dána očekávanou dlouhodobější dobrou výkonností, nečekáme vysoké krátkodobé růsty akciových trhů. Nicméně pokud bude potvrzeno další zlepšení ekonomiky (a hlavně zisků firem), opět začneme akcie nakupovat ve větším množství.

Nemovitosti jako alternativa

Nemovitosti jsou dobrou alternativou pro akcie a pro dluhopisy. Napojení na ekono- mický cyklus je méně výrazné a běžný výnos je přitažlivý, určité ve srovnání s dluhopisy. Do úvahy přicházejí jak nepřímé (jako jsou fondy, které investují do ak-

¹⁾ LTRO (long term refinancing operations) jsou úvěry poskytnuté v rámci programu dluhopisových refinančních operací a jsou jedním z nástrojů Evropské centrální banky při boji s evropskou dluhovou krizí. Cílení zjednodušeně znamená, že banky takto získané peníze musí použít k úvěrování.

cií nemovitostních firem), tak přímé investice do nemovitostí (jako jsou fondy, které se přímo podílejí na projektech s nemovitostmi).

Dluhopisové portfolio

Úroky se normalizují ve střednědobém horizontu

S dluhopisy opatrně: vzhledem k současné úrovni úroků může mít jejich i jen relativně mírné zvýšení za následek nízký nebo záporný výnos z dluhopisů. V ČR však nějaké zaznamenání hodné zvyšování úroků není na pořadu dne.

Podniky jsou zdravé, ale i podnikové dluhopisy zdražují

Obnova růstu světové ekonomiky v průběhu roku 2014 má obvykle za následek nižší rizikové prémie z podnikových dluhopisů. Avšak i kreditní marže se dostaly na velmi nízkou úroveň. Kvůli tomu panuje velká citlivost na případné zvýšení úroků i v této oblasti dluhopisového trhu.

Obnova světového růstu je dobrá pro americký dolar a měny rozvíjejících se trhů

Americký růst je silnější než růst v eurozóně; americká centrální banka dále tlumí stimulační politiku a připravuje první zvýšení úroků. To jsou hlavní důvody, které hovoří pro posílení směnného kurzu dolaru. Investice s pevnými výnosy v USD mohou zaznamenat výhodu ze stoupající měny. Nenechme se zmást slabými výsledky hospodářství v prvním kvartále – americké oživení je poměrně robustní a pár zimních bouří jej nerozhodí.

Rozvíjející se trhy mohou využívat lepší globální klima. Pevné ekonomické základy většiny rozvíjejících se trhů (nízký stupeň zadluženosti, omezená inflace, nejsilnější růst na světě...) tímto získají opět větší pozornost. Vedle stoupající měny chceme mít také užitek z vyšších běžných výnosů, které tyto trhy nabízejí. Investoři musejí počítat s o něco prudším kolísáním těchto trhů. Důležitá je i nadále správná diverzifikace.

Akciové portfolio

Vneste do portfolia stabilitu

Podniky, které nabízejí výplatu vysokého zisku (vysoká dividenda nebo výkup vlastních akcií), tvoří jádro našeho portfolia, protože:

- nabízejí „výnos navíc“ (vysoká dividenda nebo stejný zisk se rozdělují mezi menší počet akcií);
- jde o zralé podniky s nižší citlivostí vůči kolísání trhu;
- vykazují nižší citlivost na globální špatné zprávy, což poskytuje ochranu proti pohybu směrem dolů, navíc se dovedou rychle vrátit k původním hodnotám (to jsme viděli během krize).

Hledání růstu

Růst světové ekonomiky se zrychluje. Toto zrychlení je nejmarkantnější v eurozóně, která se dostává z recese do kladných čísel. Globálně volíme spíše cyklické sektory, přednost dáváme technologickému sektoru, který se obchoduje relativně levně a může výrazně využívat přitažlivých podnikových investic.

Implementujte ochranu

Použijte fondy s určitou mírou ochrany proti poklesu majetku, aby bylo portfolio chráněno proti riziku výrazného pohybu směrem dolů.

Střednědobá témata

Podniky s vysokou výplatou zisku (dividendové akcie & akcie se zpětným odkupem)

- Vysoký výnos a nízká citlivost vůči pohybům trhu zajišťují vyšší stabilitu.
- Podniky, které vyplácejí vysokou stabilní dividendu nebo zisk použijí na odkup vlastních akcií, jsou zpravidla zralé a dobře vedené.
- Jedinečný investiční proces (sektorově neutrální) zajistí zachování potenciálu růstu.

Důraz v krátkodobém horizontu

Sektor technologií

- Sektor technologií není drahý.
- Technologie profitují silně z hospodářského oživení.
- Očekávání ohledně zisku pro technologické podniky jsou upravována směrem vzhůru.

Rizika

Rizika existují vždy. Některá rizika z nedávné minulosti byla vyřešena nebo zmizela ze scény. Tím zůstává mnoho investorů – ostatně neprávem – stát na postranní čáře. Jiná rizika zůstala. Poněkud více starostí si tento měsíc děláme kvůli trhu s ropou, ale domníváme se, že existuje spíše omezené riziko, že se konflikty v citlivých oblastech vymknou kontrole.

ECB vyslalo trhu jasný signál, že krátkodobé sazby zůstanou na stávajících nízkých úrovních déle. Jejich růst podmínilo (ústý jejího vlivného člena) dvouprocentním tempem HDP eurozóny, což může být za delší dobu, než se původně předpokládalo. Naproti tomu v USA je růst klíčových sazeb očekáván již v první polovině roku příštího. Měnová politika obou světových ekonomik zůstává nadále expanzivní, nicméně zatímco ale ECB jde cestou dalšího uvolňování (poklesu sazeb), Fed opatřte své měnové politiky pozvolna dále utahuje (tapering). Rozdílná očekávání generují také i odlišnou absolutní úroveň výnosů. Zatímco 10letý německý bund se obchoduje s výnosem 1,3 %, americký 10letý dluhopis je obchodován na úrovni 2,5 %. Přítomnost geopolitických rizik (Ukrajina, Irák) nedovolila nijak hmatatelný růst dluhopisových výnosů. Kreditní marže podnikových dluhopisů naproti tomu dále mírně klesly.

Akciovou složku v portfoliích jsme v průběhu uplynulého měsíce udržovali nad neutrální úrovní. Z dluhopisů nadále preferujeme podnikové emise se střední délkou splatnosti (3–5 let). Věříme, že dále existuje prostor pro utahování kreditních marží, proto doplňujeme vybraná portfolia o fondy orientované na dluhopisy neinvestičního ratingu.

Jan Bureš, portfolio manažer ČSOB Asset Management



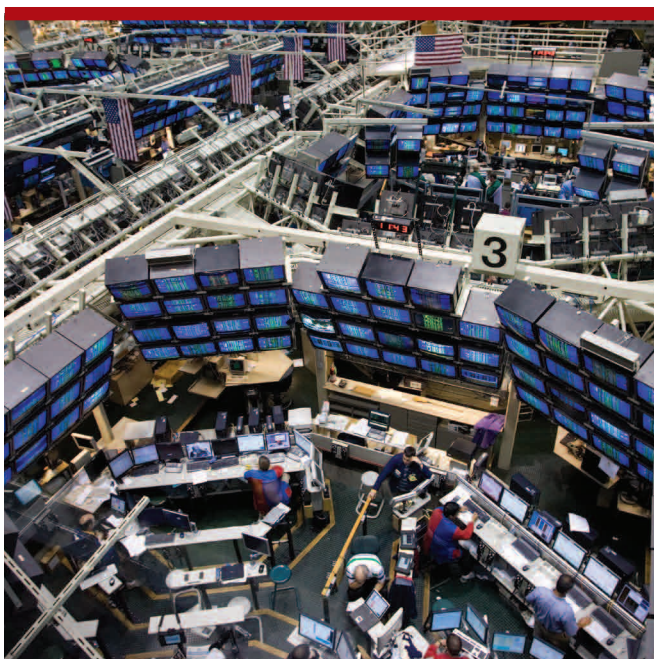
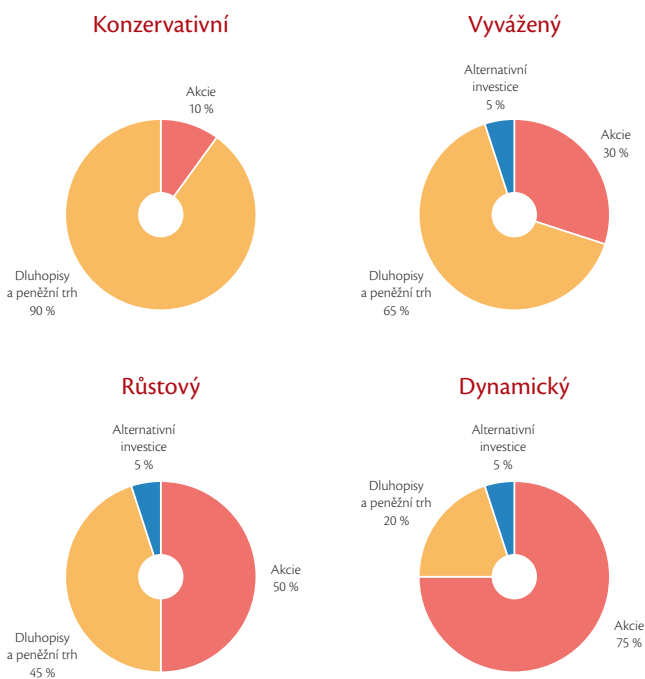
Události, které mohou dramaticky ovlivnit náš pohled na svět

Událost	Co	Pravděpodobnost
Chyby v měnové politice	Příliš rychlá úprava peněžní politiky způsobí šok na trhu s dluhopisy	Nízká
Čínská úvěrová krize	Přemíra špatných úvěrů způsobí zastavení růstu úvěrů a dramaticky zbrzdí ekonomickou expanzi v Číně	Nízká
Eskalace Rusko/Ukrajina	Další sankce s vlivem na ceny energií celosvětově (viz také ropná krize)	Nízká
Ropná krize	Výpadek ve výrobě způsobí cenový šok a celosvětově výrazný nárůst inflace, což má vliv na růst	Nízká
Scénář deflace	Snižování dluhů v Evropě (a v USA) vede k velmi dlouhému období pomalého ekonomického růstu a klesajícím cenám. Úroky dále klesají a burzovní zisky jsou výrazným zklamáním	Nízká
Eurokrize díl III	Eurokrize opět vypukne kvůli nedostatku disciplíny a/nebo silnému zklamání z ekonomického růstu	Nízká

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, převážila 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 mohly způsobit, že výkon německého průmyslu zakolísá. Zrychlující se výkonost 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 budoucna. 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. Začátkem června jsme se dočkali dalších opatření, měla by zafungovat.

Evropská komise v současnosti klade větší důraz na strukturální úspory a o něco více bere v úvahu dopad krize na veřejné finance. Protivír vládních 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 nezatracujeme 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 dohoní) zpoždění v ziskovosti firem. V nebývalé 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 velkorysou premií, 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 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 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 existují 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 ziskům² 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. Indo-nésie roste tak rychle, že se z vývozců 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.

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 snižujícímu výnosu z dluhopisů. Se zvýšením růstu se zvýší úrokové sazby, což ovlivní ceny dluhopisů držných 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 vyplaacené 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 výhledy dost chmurné. Pro ostatní průmyslové firmy v rámci tohoto sektoru se obloha vyjasňuje. Ve většině zemí je citelně letité zanedbávání

investic do infrastruktury. Ukazatel využívání průmyslové kapacity USA stoupá, trh s bydlením se zotavuje a příliv levného břídicového 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 prodejce 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 prodejů, 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 prodejů 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 prodej aut silně zasáhla recese a nejzasáhlejší oblasti byly masový segment a jižní Evropa. Zůstávají zde problémy nadměrné kapacity, ale prognózy zisku jsou nízké a vidíme první známky toho, že oživení v Evropě ukazují na obrat. 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.

Positivně 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.

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

A konec konců zůstáváme pozitivní i ve vztahu k segmentu trvanlivého zboží. Je vysoce exportně orientovaný a na výsledcích se popisuje 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 15,4, 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 dluhoprosté, mají k dispozici vysoké částky hotovosti a ty vzrůstající měrou vyplácení 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, přepřáceli a sledovali, jak se prognózané růsty zisků – i v případě, že se realizovaly – nedostatečně odrážely ve vyšších cenách akcií nebo dividendách. Výsledkem byl prudký pokles hodnoty růstových společností až do té míry, že v současnosti u nich není téměř žádná premie. To znamená, že bylo obnoveno pozitivní spojení mezi výdaji na výzkum, růstem tržeb a růstem zisků. Nejzřetelněji je to vidět ve dvou sektorech, které jsou v rámci tohoto tématu výrazně nadvážené: informační technologie a zdravotnictví. Tyto společnosti si zracionalizovaly 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 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 poněkud 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, střevoevropských a asijských dluhopisů. Investoři však musejí brát v úvahu poněkud vyšší volatilitu těchto trhů.

ECB se rozhodla k nevídanému kroku. Stala se první centrální bankou, která si za úločky nechá platit

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. Vyrovnanejší běžný účet 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, od června 0,15 u ECB, 0,25 % v USA a 0,50 % ve Velké Británii. Všechny centrální banky zasahují také přímo do dluhopisových výnosů skupováním střednědobých a dlouhodobých dluhových cenných papírů v masovém

měřitku. 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 politiky³. 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.

Akcie

V této oblasti existuje vyšší stupeň zranitelnosti, jelikož akcie v poslední době zdržely. 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 nejrůznějších místech a mimo jiné se týkají zranitelné 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 zůstává akcií, ale mnoho defenzivních investorů dnes lákají vysoké dividendy. Tyto dividendy jsou přiměřeně bezpečné, jelikož příjem z nájemného je často indexovaný. Míra hospodářského růstu je kriticky důležitá i pro sektor nemovitostí. Poptávka po nemovitostech a příjem z nájemného z nich se zvyšuje až se zotavením ekonomiky.

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. Těžárské 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 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.

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.

³⁾ 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.

Ostatní alternativní investice

Kromě nemovitostí a komodit alternativní investice představují širokou škálu tříd aktiv, jako jsou hedge fondy⁴ nebo private equity⁵. Typickým rysem této skupiny investičních nástrojů je často omezená likvidita a nízká korelace s tradičními třídami aktiv, jako jsou akcie a dluhopisy. Jejich přidaná hodnota do smíšeného portfolia spočívá v kombinaci lepšího výnosu a snížení rizika ve střednědobém horizontu. Právě z důvodů těchto vlastností jsou alternativní investice v zásadě určeny k investování v dlouhodobějším horizontu.

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 25. 6. 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.

⁴) 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.

⁵) 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

		07/2014	10/2014	01/2015	07/2015
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	0,25	0,30	0,45	0,80
	5Y sazba	0,50	0,80	1,10	1,50
	10Y sazba	1,40	1,65	1,90	2,40
	USD/CZK	20,16	20,41	20,80	20,92
	EUR/CZK	27,42	27,35	27,45	27,20
EUR	Základní sazba	0,15	0,15	0,15	0,15
	2Y sazba	0,05	0,20	0,35	0,60
	5Y sazba	0,35	0,75	0,90	1,35
	10Y sazba	1,25	1,50	1,70	2,10
USD	Základní sazba	0,25	0,25	0,25	0,25
	2Y sazba	0,45	0,60	0,70	0,90
	5Y sazba	1,65	1,80	2,10	2,40
	10Y sazba	2,55	2,80	3,20	3,60
	USD/EUR	1,36	1,34	1,32	1,30

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	+2,10	+2,50	+1,42	+0,90	+2,00
EMU	-0,40	+1,00	+1,70	+1,34	+0,70	+1,20
USA	+1,90	+2,20	+3,00	+1,48	+1,80	+2,10

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg