



## AKTUÁLNÍ ČÍSLO PŘINÁŠÍ:

### Jak vidíme svět?

- Výlet do země s nulovými úroky
- Mnohé závisí na růstu zisků
- Index S&P 500 na novém maximu
- Tempo růstu světové ekonomiky
- Jak sledujeme kondici čínské ekonomiky
- Sloupek Aleše Prandstettera

### Co děláme v portfoliích?

- Existuje mnoho důvodů, proč se rozhodnout pro akcie
- Příjemnou alternativou jsou strukturované investice do akcií s kapitálovou ochranou
- Dáváme přednost dluhopisům s relativně krátkou dobou do splatnosti

## Výlet do země s nulovými úroky

Výnosy dluhopisů jsou tak extrémně nízké, že „argument T.I.N.A.“ (There is no alternative – Není zde žádná alternativa) teď platí více než kdy dříve. Nízké tržní výnosy odpovídají nízkým inflačním očekáváním, a to právě v době, kdy makroekonomické ukazatele naznačují udržitelné ožívování ekonomiky, zároveň Fed opatrně připravuje trhy na zvyšování své klíčové úrokové sazby.

Ve světě mimo hranice eurozóny se ekonomická rizika zmenšila. Takové výhledy přispívají k růstu akciových trhů, kde však již došlo k významnému zhodnocení. Již devět čtvrtletí v řadě rostou ceny akcií rychleji než podnikové zisky, jinými slovy zvyšují se valuační násobky. Tím se zvýšila zranitelnost ocenění akcií. Samotný růst valuačních násobků ovšem akciové trhy dlouhodobě táhnout nedokáže. Je ještě brzy na to, abychom ve výsledcích druhého čtvrtletí tohoto roku spatřili jasné zlepšení ziskovosti. Čekáme na další důkazy, než dále navýšíme váhu akcií v portfoliích.

### Poslední vývoj

Již přibližně devět čtvrtletí je růst indexů S&P 500 a MSCI Europe téměř bez přerušení silnější než růst ziskovosti. Tento fakt vyřouboval cenu akcií z „absolutně levných“ na úroveň „souladu s průměrem předešlých dvaceti let“. Na konci roku 2011 činil poměr P/E u indexu S&P 500 12,4 a 9,5 u MSCI Europe. Nyní činí 16,8, respektive 14,0. Oceňovací násobky se navýšily o 35 % v případě USA a 47 % v případě Evropy. Vidíme tedy „průměrné ocenění“ u akcií versus „extrémně drahé ocenění“ v případě dluhopisů. V relativním porovnání však zůstávají akcie stále extrémně levné oproti dluhopisům (a hotovosti). Průměrná evropská akcie poskytuje výnos ve výši 3,20 %, německý desetiletý státní dluhopis má kupón 1,15 %. Tento kupón se po dobu trvání investice nemění, u dividend však výplata roste o 5 až 10 % ročně. Nedávný nárůst v geopolitickém napětí nevedl k žádnému nárůstu v rizikové averzi, trochu s podivem nedošlo ani ke zvýšené volatilitě.

### Mnohé závisí na růstu zisků

Výzvou následujících měsíců bude, aby podniky dosáhly znatelného nárůstu zisků jako stimulu pro výkonnost akciových trhů. Pro následujících dvanáct měsíců trh očekává růst zisku přibližně o 10 %. Toho se nyní bude muset dosáhnout, aby se udržela současná úroveň ocenění trhů. Nenadále se objevila kombinace faktorů (Ukrajina, Hamas, ISIS, Banco Espirito Santo) jako příležitost k vybírání a realizování zisků a možnému návratu na trh později, až (1) se jasně vrátí růst podnikových zisků, (2) čínské HDP opět poroste přesvědčivěji a (3) evropské oživení bude stát na pevnějších základech.

Dne 24. července 2014 dosáhl index S&P 500 vůbec své nejvyšší úrovně. Jde již o několikátý rekord v tomto roce. Akcie bývají volatilní a jejich kolísavost odpovídá charakteristice investice. O vážné korekci trhů mluvíme, pokud index S&P 500 klesne o více než 7 %. K tomu většinou dochází každých devět měsíců. Burzy jsou tedy nejméně jednou ročně v očekávání pádu. Ke korekci,

# 1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

## Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

	Období	Údaj	Poslední změna
<b>Inflace</b>	06/2014	0,00 %	-0,40 %
<b>HDP</b>	2Q/2014	2,90 %	0,40 %
<b>Nezaměstnanost</b>	06/2014	7,40 %	-0,10 %
<b>Základní sazba ČNB</b>	06/2014	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.

definované naším způsobem, došlo naposledy v roce 2012, a to dokonce dvakrát. Jedna proběhla od 2. dubna do 1. června (nejhorší období evropské krize s politickým vakuem v Řecku) a druhá byla od 14. září do 15. listopadu (špatné hospodářské výsledky v USA a spuštění QE3). Nezabránilo to ale tomu, že index S&P 500 ukončil rok o 13 % výše oproti začátku roku.

## Tempo růstu světové ekonomiky

Světová ekonomika roste dál obvyklým tempem. Růst pro rok 2014 (momentálně odhadovaný na 3 %) je značný, nikoliv ale výjimečný. V USA, Velké Británii, Japonsku a rozvíjející se Asii se růstový optimismus zvyšuje. Nejdůležitějšími důvody jsou probouzející se kupní síla spotřebitelů a ústup od politiky fiskálních škrtů. Obrázek dění v eurozóně je bohužel odlišný, opět se zadrhl motor konjunktury, který vypadal v minulém roce poměrně slibně.

### Poslední vývoj

Naše očekávání růstu světového hrubého domácího produktu pro rok 2014 jsme snížili z +3,5 % na +3,0 %. Nesouvisí to ani tak s negativním výhledem do blízké budoucnosti – ten se nezměnil – ale s úpravou snížení několika údajů z prvního čtvrtletí. Nejprve byl v USA reportován za první čtvrtletí pozitivní růst hrubého domácího produktu. V uplynulých měsících se ale tento růst systematicky upravoval až na pokles ve výši -2,1 %. Zpoždění růstu na rozvíjejících se trzích ve výsledku nakonec mělo na vývozy větší dopad, než se nejdříve odhadovalo, a zásoby poznamenala krutá zima.

Zpráva o hrubém domácím produktu byla v přímém rozporu s ostatními indikátory konjunktury, které předestíraly mnohem hezčí obrázek americké ekonomiky.

- ISM index amerických nákupních manažerů zaznamenává již šest měsíců úroveň, které jsou srovnatelné s hospodářským růstem ve výši 2,5 až 3 %.
- Maloobchodní tržby byly delší dobu slabé. Nyní rostou tempem ve výši 4,5 % na roční bázi (při inflaci 2,1 %).
- Na pracovním trhu došlo také k oživení, dokonce k překvapivě silnému. V prvních šesti měsících roku 2014 bylo vytvořeno 1,380 milionu nových pracovních míst (čistého), měsíčně průměrně 230 000. V červnu rostly pracovní příležitosti o +288 000. Míra nezaměstnanosti klesla na 6,1 % přesčíslovaného obyvatelstva. Ještě před nedávnem zveřejnila americká centrální banka své očekávání, že nezaměstnanost klesne teprve v polovině roku 2015 pod hranici 6,5 %. Došlo k tomu tedy o patnáct měsíců dříve.
- Výše uvedená data jsou důvodem pro zahrnutí zvýšení Fedem vyhlášené úrokové sazby do našeho hlavního scénáře.

Eurozóna vykazuje úplně jiný obrázek. Oživení z roku 2013 v současné době začalo ochabovat.

Krise je za námi: hospodářský růst je od druhého čtvrtletí roku 2013 opět pozitivní. Oživení zůstává slabé, +1 % je více než 0 %. Nezaměstnanost již neroste, dokonce klesá, také v těžce postižené jižní Evropě.

Křehká obnova: podnikatelská důvěra od listopadu roku 2012 silně roste a na jaře 2014 dosáhla v Německu velmi vysokých hodnot. V uplynulých čtyřech měsících německý IFO index třikrát poklesl. Především část týkající se „očekávání“ (to nás zajímá více než část týkající se „stávající situace“) zaznamenala velký pokles. Rovněž zprávy z Francie se opět zhoršily. PMI index podnikatelské důvěry klesl z 52 na jaře na 48 (čili pod bod mrazu, ten odpovídá hraniční hodnotě 50).

Ve Velké Británii již oživení přerostlo do obdivuhodného růstu trhu s nemovitostmi. Nezaměstnanost prudce klesá, avšak mzdy nerostou.

### Současná situace

Hospodářské oživení na Západě může v následujících čtvrtletích pokračovat. K nejdůležitějším faktorům patří zrychlující se růst mezd (zřetelně ve Spojených státech a v Německu), který přesahuje míru inflace. Rostou nové pracovní příležitosti a klesá nezaměstnanost. Vždy jsme tvrdili, že Spojené státy musí každý měsíc vytvářet alespoň +200 000 nových pracovních míst, aby mělo hospodářské oživení trvalý charakter. Tato hranice byla již po několika měsících (výrazně) překročena. Tvorba pracovních příležitostí v roce 2014 a růst reálných mezd posilují kupní sílu pracujících v součtu o 2,5 %. To je pevný základ pro další růst. Pokles míry nezaměstnanosti posiluje pocit, že

krizi „už máme za sebou“. To pomůže budoucí důvěře spotřebitelů. Pokles míry úspor může být způsoben rovněž tím, že již pokročil proces snižování zadlužení v soukromém sektoru a spoření už dlouho není moc atraktivní.

Hospodářský růst v USA je vyšší než v Evropě. Pracovní trh je tam mnohem dynamičtější. V eurozóně i nadále ohrožuje hospodářské oživení slabé poskytování úvěrů. ECB se nedaří tento trend otočit.

Výhledy rozvíjejících se zemí vyvážejících suroviny, jako jsou Brazílie či Jižní Afrika, nejsou úplně růžové. Platí to i pro Rusko, bude-li pokračovat odliv kapitálu, oslabování rublu a/nebo cena ropy se dostane na delší dobu pod hodnotu 100 USD za barel.

Kondici čínské ekonomiky se snažíme určovat na základě tří indikátorů:

- (1) podnikatelské důvěry (silně zlepšená, pohybuje se zřetelně nad hodnotou 50),
- (2) vývozu (poměrně kolísající v minulých měsících, přesto ale mírné zrychlení růstu, který je už dlouho nevyrazný) a
- (3) směnného kurzu (v poslední době opět posílení měny, což je signál, že zde není potřeba povzbuzovat růst).

Čína může i nadále růst tempem 7 až 7,5 %.

Jak jsem již v minulých komentářích psal vícekrát, je v době, kdy vidíme zřejmé známky pozitivního hospodářského vývoje na mnoha frontách, pohled většinou upřen dominantně na výsledky firem. A tento stav je charakteristický pro dobu současnou. Výsledky společností za první pololetí roku 2014 pomalu spatřují světlo světa, a i když zdaleka nemůžeme výsledkovou sezónu uzavřít, je možné usuzovat na to, jak bude nakonec vypadat.

Prvním již teď zřejmým faktem je, že ve Spojených státech je hospodářský růst potvrzován jak firemními profity, tak jejich tržbami. Ekonomický obrázek USA tak, ač nikoli zcela beze skvrn na kráse, dává poměrně jasné vodítko ohledně budoucího vývoje základních ekonomických veličin. Můžeme usuzovat bez rozpaků, že roztáčení kol oběhu peněžních i zbožových transakcí povede k navrácení se některých vychýlených veličin k normálu. Mám na mysli „normální“ růst cenové hladiny, „normální“ úrokové sazby i „normální“ spotřebitelskou poptávku a další významné charakteristiky ekonomiky.

Co to však znamená z investičního hlediska? Ač by se zdálo, že právě teď je ta pravá doba na investování s vidinou vysokých výnosů, není tomu tak. Vysoké výnosy již byly dosaženy – těmi, kteří správně odhadli před pár lety budoucí vývoj a nebáli se škarohlídů věštících konec finančního světa. Ačkoli dnes ještě zdaleka ne vše bylo vyřešeno, široký konsenzus ohledně dobrého zdraví americké ekonomiky již ceny akcií v zásadě správně zobrazuje. Ne že by byl další nadprůměrný růst indexu S&P500 vyloučen, ale spíše je pravděpodobné jeho pomalejší vzhlínání s výnosy kolem historického průměru mezi 5 a 10 % ročně. Ve smíšených portfoliích pak dluhopisy budou spíše výnosovou brzdou.

Trochu složitější je to s Evropou. Připomíná to situaci USA před necelými dvěma lety, tedy dobu, kdy se řešilo, jak se federace vypořádá se stále se zvyšujícím dluhem, a emoce budilo neustálé zvyšování dluhového stropu. Je Evropa jen fázově posunutá oproti USA, nebo jsou její strukturální problémy natolik hluboké, že hospodářsky nedokáže Spojené státy následovat? Ačkoli ve výsledcích evropských firem zřejmě bude nadále převládat spíše tlumené světlo, podle našich analýz by měla být pravdivá ona první část předchozí věty.

*Aleš Prandstetter, investiční strateg ČSOB Asset Management*



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

## Co děláme v rámci portfolia?

### Existuje mnoho dobrých důvodů, proč se rozhodnout pro akcie

Ačkoliv máme za sebou období růstu akcií, rovněž podnikové zisky zůstávají vysoké. Přidejte se na stranu vítězů. Podnikové zisky stoupají minimálně tempem růstu nominálního hrubého domácího produktu (který obnáší 5 až 6 %, kombinace 2 až 2,5% inflace a 3 až 3,5% reálného růstu) a jsou tedy výrazně vyšší než krátkodobé nebo dlouhodobé úroky (ne více než 2%). Při stejném vztahu mezi cenou a ziskem tedy musí ceny růst o 5 až 6 % ročně. Přidejte dividendový výnos 2,50 % (pro světový akciový index) až 3,20 % (evropské akcie) a očekávaný celkový výnos (blízko k 10 %) je výrazně vyšší než to, co můžeme očekávat od hotovosti (1 %?) nebo dluhopisů (2 až 3 % v následujících dvanácti měsících by byl velmi pěkný výsledek).

Je tomu skutečně tak: nedostatek alternativ (T.I.N.A.) nás přivádí k akciím. A ano: v každém měsíci v roce 2014 získal tento argument na síle.

### Portfolio dluhopisů

Krátkodobě se neobáváme výrazného zvýšení úroků z dluhopisů, ale jsme si přesto dostatečně vědomi tohoto rizika. Proto dáváme i nadále přednost dluhopisům s relativně krátkou zbývajícím dobou do splatnosti.

Inflace je největším dlouhodobým rizikem. Současný úrok z desetiletých českých (1,43 %) nebo německých státních dluhopisů (1,15 %) může být někdy (více než?) nedostatečný pro kompenzaci inflace v období 2014–2024.

Absolutní dno pro úroky z dluhopisů je 0 %. Horní hranice neexistuje. U současných úrovní je potenciál poklesu úroku z dluhopisů (a tedy zisku z kurzu) menší než potenciál růstu (a tedy ztráty kurzu, pro kterou kromě toho současné kupóny představují jen malou záchranu).

Příjemnou alternativou jsou strukturované investice do akcií s kapitálovou ochranou.

Podnikové dluhopisy přinášejí o něco vyšší výnos, ale prémie zahrnuje jen normální odměnu za vyšší riziko. Pozitivní je, že kreditní riziko zůstává nízké. Trh s podnikovými dluhopisy ztratil výrazně na likviditě. Přísnější zákony pro zprostředkovatele zvýšily jejich náklady, což se projevuje ve větším rozptylu marží mezi nákupními a prodejními kurzy. Investoři drží podnikové dluhopisy v nejlepším případě až do splatnosti.

### Portfolio akcií

V portfoliu akcií je nutné vnímat:

- **Stabilitu:** vyhledáváním podniků, které nabízejí poměrně vysokou jistotu ohledně svého zisku a které ho vyplácejí svým akcionářům.
- **Růst:** cyklická komponenta nesmí chybět ve chvíli, kdy se bude muset stát „motorem“ trhu.
- **Ochranu:** prostřednictvím výběru kapitálové ochrany, timingu a kontroly dna. Je třeba dávat pozor, aby dlouhodobý potenciál portfolia nebyl narušen přehnaným stupněm ochrany.

Vojenská intervence izraelských sil v pásmu Gazy a eskalace napětí mezi Západem a Ruskem byly příčinou návratu geopolitických rizik. Evropa zvýšila své odhodlání poté, co bylo na území Ukrajiny ovládnáno proruskými separatisty sestřeleno civilní letadlo malajsijských aerolinek. Západ následně ještě zvýšil tlak na Moskvu, aby ukončila podporu vzbouřenců a převzala zodpovědnost za stabilizaci regionu. Dosavadní sankce a pošramocená reputace si na ruské ekonomice již začaly vybírat svou daň. Odhad růstu HDP země byl pro letošní rok výrazně revidován směrem dolů a současně tamní centrální banka byla nucena, již potřeť v tomto roce, intervenovat zvýšením oficiální sazby. Snaží se tak mírnit odliv zahraničního kapitálu a současně tlumit rizika inflace vlivem znehodnocujících se měny. Tlak na hospodářství může nicméně zesílit i poté, co arbitrážní soud uložil ruské vládě povinnost uhradit akcionářům bývalého ropného gigantu Yukos 50 mld. USD (přibližně 2,5 % ročního HDP země).

Akciové trhy na geopolitická rizika reagovaly smíšeně. Zatímco akcie rozvojových trhů, včetně Evropy, ztrácely, americké akcie i dolar profitovaly. Dluhopisové trhy si naproti tomu připisovaly zisky. Německý desetiletý bund vlivem růstu napětí klesá na historické minimum 1,12 %, výnos českého 10letého dluhopisu klesá k 1,4 %.

Akciovou složku v portfoliích jsme v průběhu uplynulého měsíce nijak výrazně neupravovali a nadále ji udržovali lehce nad neutrální úrovní. Z dluhopisů jsme preferovali podnikové emise se střední délkou splatnosti (3–5 let). Vybraná portfolia jsme v měsíci doplnili o emise společnosti Net4Gas s šestiletou splatností a výnosem 2,5 %. Předpokládáme, že v nadcházejícím období budeme z části omezovat nákupy zajištěných strukturovaných produktů, a to z důvodu zvýšených rizik růstu dluhopisových výnosů a potenciálních rizik akciového trhu. Vybraná portfolia jsme v uplynulém měsíci rozšířili o srpnovou emisi smíšeného fondu omezující pokles (tzv. CPPI).

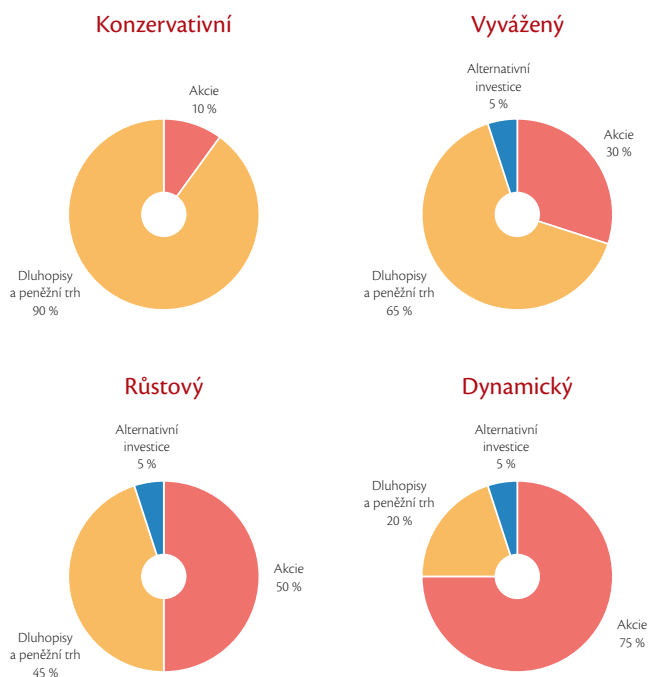
*Jan Bureš, portfolio manažer ČSOB Asset Management*



Pro institucionální klienty bývá typický důraz na vysokou likviditu, bezpečnost a obvykle i relativně krátký investiční horizont. Proto je pro ně směrodatný především vývoj trhu dluhopisů a peněžního trhu, jak naznačuje i předchozí komentář. Dynamická složka portfolia má ale často své opodstatnění i v defenzivně laděných portfoliích, proto informujeme i o aktuálním vývoji a našich názorech týkajících se ostatních tříd aktiv, rozšiřujících základní strukturu konzervativního, především dluhopisového portfolia.

Z hlediska investičních profilů je pro většinu firemních a institucionálních klientů, ať už investují v rámci individuálního portfolia, nebo prostřednictvím fondů, typický velmi defenzivní, resp. konzervativní investiční profil. Přesto zde pro úplnost, srovnání či případnou inspiraci uvádíme i názory a doporučení týkající se tříd aktiv, jejichž důležitost může být v rámci defenzivní investiční strategie pouze okrajová. Při řízení jednotlivých individuálních portfolií každopádně uplatňujeme podobné nástroje a přístupy jako při správě adekvátně zaměřených profilových fondů.

## Rozložení portfolia do typových skupin finančních nástrojů v závislosti na typu investora



### 3 PREFEROVANÁ TÉMATA

#### Zaměření – Evropa BEZE ZMĚNY

V eurozóně se situace ubírá s drobnými komplikacemi 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 výkonnost v USA, Velké Británii a jižní Evropě by však měla případné dopady této eventualy 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 průběhu 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. Začátkem června jsme se dočkali dalších opatření, která by měla zafungovat.

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

Ačkoliv současné údaje nabízejí jiný obrázek, i nadále chováme důvěru v obnovu růstu v Evropě. Evropa bude bezpochyby těžit z kondice světové ekonomiky, která jede na plný plyn, a eurokrize bude postupně (vnímána jako) méně problematická. V této situaci již nelze ospravedlnit nižší ocenění. Eurokrize není vyřešena, ale zmizela ze scény. Evropa se snaží (a bude muset) zahájit pohyb směrem vzhůru v oblasti vývoje zisku. Recese v Evropě a eurokrize přispěly k tomu, že v Evropě je nyní zisk na akcii průměrně o 40 % nižší, než byl poslední vrchol z roku 2007.

Volíme menší evropské podniky. Je to široká skupina 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 kapitálu 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 běžném 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 opět posílila. 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<sup>2</sup> 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

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



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 jejímž 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 držených v portfoliu. V případě akcií s vysokými dividendami budou mít vyšší úrokové sazby také negativní dopad, s vyšší konkurencí produktů nesoucích úroky, ale zlepšení hospodářského prostředí může vést i k cenovým ziskům. Akcie společnosti, které rozdělují vysoké procento zisků, podávají v dlouhodobém horizontu lepší výkon než jejich protějšky ze stejného odvětví. V delším časovém horizontu jsou vyplácené dividendy nejdůležitější složkou návratnosti kapitálu.

## Zaměření – průmysl 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 břídlicového plynu vytváří konkurenční výhodu. Ukazatele důvěry

se zotavují z rekordně nízkých hodnot druhé poloviny roku 2013 i v Evropě. Očekáváme, že letos dojde k významnému zrychlení růstu. Temná mračna nad firemními investicemi se tedy rozptylují. Hospodářské zotavení pracuje ve prospěch tohoto sektoru. Možná 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 prodeje, který je stejně jako dříve značně robustní, přichází v poslední době z Evropy. Zákazníci z rozvíjejících se trhů, zvláště z Číny, hrají také podstatnou roli. Rostoucí objem prodeje jde na vrub právě čínským turistům. Navíc čínská ekonomika stále roste a s tím roste i množství prodejních míst. Významnou roli v Číně hrálo tažení proti korupci, které vedlo k zákazu cenových 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 prémie. 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 nejzasáženější oblasti byly masový segment a jižní Evropa. Zůstávají zde problémy nadměrné kapacity, ale prognózy zisku jsou nízké a vidíme první známky toho, že oživení v Evropě ukazují na 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 posílovat 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

Jednoznačně sektor s potenciálem růstu. Průmyslové odvětví dokáže vždy přesvědčit spotřebitele stále novými výrobky a e-commerce/internet představují v současné době bez jakýchkoliv pochybností nejrychleji rostoucí specifické sektory. I poptávka po investicích ze strany podniků je (konečně!) přitažlivá. Mnohé z velkých IT podniků stojí na velmi zdravých základech. Jejich rozvahy jsou téměř bez dluhů a disponují velkým množstvím hotovosti, kterou v rostoucí míře vyplácejí akcionářům.

První čtvrtletí roku 2014 potvrdilo, že obrat a zisk jsou podporovány společensko-uživatelskými trendy, jako jsou e-commerce, mobilní zařízení, cloud computing či používání masového množství údajů o uživateli, kterými disponují internetové podniky a podniky zabývající se sociálními médii. Očekávání ohledně růstu zisku pro následujících dvanáct měsíců obnáší 12 %. Jde o reálné očekávání.

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, přepočítali 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 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: rozumíme – takové investice budou ve světle rostoucí atraktivity výnosů v USA méně zajímavé). Mnoho rozvíjejících se zemí už několik měsíců reaguje zvyšováním klíčových úrokových sazeb. Zotavení v tomto dluhopisovém segmentu je zjevné od poloviny března, částečně díky těmto opatřením. Rizika sice zůstávají, ale vyrovnává je značná odměna. Obavy ohledně eskalace konfliktu na Ukrajině se vyskytují jen v několika zemích v regionu. Stále očekáváme, že ekonomický dopad bude velmi omezený a sankce Západu budou mít povětšinou symbolický význam.

Očekáváme, že robustní základy většiny rozvíjejících se trhů (nízká hladina zadlužení, omezená inflace, nejsilnější růst na světě atd.) opět přitáhnou větší pozornost. Investoři si uvědomují i skutečnost, že 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

vysokovynosových 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. Vyrovnanější běžný účet platební bilance bude v souladu se sníženou energetickou závislostí Ameriky díky zvýšení těžby břidlicového plynu a ropy.

Pohled na jednotlivé třídy aktiv se oproti předchozímu měsíci nezměnil.

## Hotovost

Výnosy budou nadále nízké. V následujících měsících dojde k mírnému nebo žádnému zlepšení. Návrstnost tak zcela jistě nedosáhne ani míry inflace, což povede k rozdrolení kupní síly. Objevují se signály, že ECB nebude zvyšovat úrokové sazby až do roku 2016.

## Dluhopisy

Centrální banky 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 cenových 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 tehdejší 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>3</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 německé sazby se od té doby vrátily na absolutní 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. Neznamena 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 2,50 % (pro globální akciový index), 3,2 % (pro evropské akcie) nebo cca 5 % (české akcie) a předpověď celkového výnosu je podstatně vyšší než u hotovosti nebo dluhopisů.

### Kde se schovat před bouří

Akciové trhy mohou velice rychle podlehnout masivnímu výprodeji a extrémní averzi k riziku. Období turbulencí na finančních trzích 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 stejný mírný výsledek, ale snadno i mnohem lepší výnos za předpokladu, že se investiční klima nezhorší.

## Nemovitosti

Akcie nemovitostních společností dodávají investiční části portfolia diverzifikaci. Jejich přidaná hodnota ve smíšeném portfoliu spočívá v kombinaci lepší návratnosti a nižšího rizika ve střednědobém horizontu. Tento sektor je v módě především mezi mnoha investory do dluhopisů, kteří při hledání návratnosti zkoumají nové obzory. Akcie firem, jejichž hlavní náplní je hospodaření s nemovitostmi, jsou a navzdory zůstanou akciemi, mnoho defenzivních investorů však nedokáže odolat lákadlu vysokých dividend. Jsou navíc průměrně 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 preferenci 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 průměrně 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 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 meziními 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.

<sup>3)</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.

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 (zaručené ne v monetárním ohledu) a nenabízí ochranu proti inflaci, jak se často tvrdí. Pro zahrnutí zlata do portfolia existuje jediný dobrý důvod, tj. jako forma pojistky pro případ války, revoluce či kolapsu monetárního systému. Nicméně ti, kdo se rozhodnou z tohoto důvodu investovat, si s jeho cenou starosti nedělají.

## Ostatní alternativní investice

Kromě nemovitostí a komodit alternativní investice představují širokou škálu tříd aktiv, jako jsou hedge fondy<sup>4</sup> nebo private equity<sup>5</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 hodnotu 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 29. 7. 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>4</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>5</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

		08/2014	11/2014	02/2015	08/2015
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	0,22	0,28	0,33	0,48
	5Y sazba	0,70	0,79	0,87	1,05
	10Y sazba	1,55	1,63	1,72	1,88
	USD/CZK	20,58	20,56	20,53	20,45
	EUR/CZK	27,55	27,53	27,50	27,45
EUR	Základní sazba	0,15	0,15	0,15	0,15
	2Y sazba	0,13	0,16	0,18	0,25
	5Y sazba	0,49	0,56	0,63	0,80
	10Y sazba	1,36	1,42	1,49	1,62
USD	Základní sazba	0,25	0,25	0,25	0,25
	2Y sazba	0,74	0,95	1,18	1,67
	5Y sazba	1,90	2,05	2,20	2,50
	10Y sazba	2,69	2,78	2,88	3,06
	USD/EUR	1,33	1,32	1,31	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	+2,70	+2,50	+1,42	+0,60	+1,70
EMU	-0,40	+1,00	+1,70	+1,34	+0,70	+1,20
USA	+2,20	+1,70	+3,00	+1,48	+2,00	+2,20

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg