



AKTUÁLNÍ ČÍSLO PŘINÁŠÍ:

Jak vidíme svět?

- Ruský medvěd versus americký bizon
- Světová konjunktura je blíže, než si Evropané myslí
- Eurozóna roste mírným tempem
- Sloupek Aleše Prandstettera

Co děláme v portfoliích?

- Prostředí nízkých úrokových sazeb nás opravňuje držet naše dlouhodobá doporučení
- Investiční produkty, které nabízejí ochranu, uklidňují mysl
- Dividendové akcie a akcie se zpětným odkupem, jihovýchodní Asie, technologie a dolar jsou hlavními investičními typy

Ruský medvěd versus americký bizon

Ekonomická válka mezi Evropou a Ruskem přitáhla v uplynulých týdnech příliš velkou pozornost investorů. Je pravda, že ekonomická obnova v EMU je tak křehká, že k rozlišení růstu a poklesu stačí málo. Pokud se podíváte na mapu světa, zjistíte spolu s námi, že investiční rizika v uplynulých týdnech nevzrostla, ale naopak se snížila. USA jsou nyní ve fázi těsně před obdobím prudkého rozvoje a s tím spojeným zvýšením úroků. Na rozvíjejících se trzích se vyjasňuje investiční klima. Na tuto skutečnost reagujeme v naší investiční strategii.

Období dobrých výsledků vede k budování akciové pozice

Pokud jde o rozvoj, roste v USA, Velké Británii a na rozvíjejících se trzích v jihovýchodní Asii optimismus. V USA je zlepšující se obraz růstu důvodem pro to, abychom zvýšení úrokových sazeb potvrdili jako hlavní investiční scénář. Centrální banka zvyšuje svou nejdůležitější úrokovou sazbu v případech, kdy chce zabránit příliš prudkému rozběhu ekonomické obnovy. Výsledky za poslední období dokazují, že růst zisku překonává očekávání a má širokou základnu. Současné období posilování růstu a absence napětí je obdobím rozvoje, které jako investoři nechceme zmeškat. Akcie totiž v této fázi dosahují nejlepších výsledků.

Ocenění dluhopisů dosáhlo ještě extrémnějších úrovní

Německé desetileté sazby prolomily 18. června absolutní dno a 15. srpna ještě dále klesly na úroveň těsně pod 1 %. Není nutné opakovat, že trh s dluhopisy je podle všech měřítek velmi drahý.

Světová konjunktura je lepší, než si Evropané myslí

Obyvatelé evropského kontinentu si to možná neuvědomují, ale světová ekonomika se opět rozvíjí slušnou rychlostí. Očekávaný růst světové ekonomiky ve výši 3 % je výrazný, ale ne výjimečný. Znamená to o něco větší kupní sílu pro spotřebitele a o něco nižší výdaje vlády – to jsou ty nejdůležitější dopady. V eurozóně již motor konjunktury začal vesele bublat.

Negativní úprava o americkém růstu za první čtvrtletí (přímý následek tuhé zimy) byla ve výrazném kontrastu k aktuálnějším údajům za čtvrtletí druhé, které nastiňují mnohem hezčí obraz americké ekonomiky. A nejen HDP, ale i ISM, index amerických manažerů nákupu, zaznamenává již šest měsíců úroveň, které odpovídají ekonomickému růstu těsně pod 4 %. Maloobchodní prodeje rostou tempem 3,7 % ročně (při inflaci 2,1 %). Pracovní trh se dále

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

	Období	Údaj	Poslední změna
Inflace	07/2014	0,50 %	0,50 %
HDP	2Q/2014	2,60 %	-0,30 %
Nezaměstnanost	07/2014	7,40 %	0,00 %
Základní sazba ČNB	07/2014	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.

vezpamatovává (poměrně výrazně, nicméně ze strany Fedu nepanuje stále spokojenost). V prvních sedmi měsících roku 2014 dosáhl čistý měsíční přírůstek 230 000 pracovních míst. Jde o růst pracovních příležitostí ve výši 2 % ročně. Nezaměstnanost klesla na 6,2 % práceschopného obyvatelstva. Americká centrální banka přitom poměrně nedávno zveřejnila očekávání, že nezaměstnanost klesne pod 6,5 % teprve v druhé polovině roku 2015. Stalo se tak tedy o patnáct měsíců dříve.

Eurozóna roste mírným tempem

Obnova růstu, která byla zahájena v polovině roku 2013, zůstala nevýrazná a v současné době se dokonce zastavila. I když už je krize za námi a ekonomický růst je oficiálně pozitivní, vnímaná hodnota je nižší. Údaj o růstu za druhé čtvrtletí, +0,2 % ročně, je velmi skromný. Pokud počítáme s možnostmi chyby, může být skutečností i pokles. Nejhorší čísla dodaly statistické úřady v Belgii, Itálii a v Německu. Zejména poslední údaj není dobrou zprávou. Německo je tradičně lokomotivou rozvoje v EMU a indikátory důvěry jsou na cestě dolů (je pravda, že z vysokých úrovní). Z tohoto pohledu je možné porozumět nechuti evropských politiků vůči uplatňování sankcí proti Rusku.

Změna v podnikových ziscích

V minulých vydáních jsme tvrdili, že akciové trhy nemohou již dále stoupat pouze z důvodu zmírnění ekonomických rizik, ale že se v krátké době musí přidat i růst zisků. Po čtyřech až pěti čtvrtletích, kdy zisky zejména evropských firem spíše klesaly, než rostly, skončilo druhé čtvrtletí překvapivě pozitivně. Firmám S&P 500 narostl zisk na akcii o 9,9 % ročně, tedy 5,3 % nad očekávání. Růst zisku je široce rozptýlen mezi různé firmy a obory. Obrat se zvýšil o 4,4 %, tedy o 1,4 % více, než se očekávalo. Historicky vysoké marže se tedy ještě zvýšily. Na úrovni MSCI Europe se zisk zvýšil o 16,3 %, zatímco se očekával růst +11 %. Jde o první nárůst zisku od třetího čtvrtletí roku 2012, a to ve chvíli, kdy byl evropský růst ještě slabý. Je to vidět také na slabším vývoji zisku u menších podniků zaměřených na domácí trh spíše než u větších, mezinárodně orientovaných podniků. Pokles obrátu o 2 % ale vyvolal nespokojenost. Zvýšení marže (a tím i zisků) lze totiž připsat pouze úsporám nákladů.



Tak nám americký akciový index S&P 500 překonal poprvé v historii dvoutisícovou hranici. Co to pro nás, jako pro investory, znamená? Předně bychom měli být bohatší. Pokud tedy máme zainvestováno správně – a mezi takové „podmínky správnosti“ patří i dostatečná diverzifikace, přičemž ve správně diverzifikovaném portfoliu by neměly americké akcie chybět. Samotné překročení dvoutisícové mety ale zas tak důležité není, mnohem zajímavější je fakt, že americká ekonomika prokazuje sílu, která se projevuje jak na úrovni ekonomiky, tak na úrovni firemních zisků a tržeb. A tato síla vede nejen k růstu akcií, ale táhne ke zhodnocení i dolar, který se poměrně dlouho zdráhal odpoutat se dále od hranice 1,40 USD za EUR. Obchodníci na měnách již cítí blížící se zvyšování úrokových sazeb ve Státech a konec tamní extrémně uvolněné měnové politiky.



Zatímco základem dobré výkonnosti akciových trhů a trhů s korporátními dluhopisy je především výkonnost firem a lepší se stav hospodářství a méně již nadbytek peněz v oběhu, u státních dluhopisů je to přesně naopak. Za jejich překvapivě dobrou letošní výkonností stojí pokračující přetlak peněz vychrlených centrálními bankami. I když je poptávka po bezpečných německých (ale i českých) dluhopisech mnohem silnější, než jsem si kdy myslel, domnívám se, že zlom je blízko a nejspíše se zvyšováním základních úroků v USA v roce 2015 skutečně nastane.

Můžeme mít spoustu připomínek k tomu, jak – zejména evropské – ekonomiky fungují, jejich globálně zlepšující se stav je ale příliš zřetelný na to, aby jej bylo možné pominout. Na Evropě je přece jen znát krize na Ukrajině, ale i tak se spotřebitelé znovu odvažují nakupovat (dokonce i ti čeští), firmy realizují vyšší tržby a zisky, dokonce začínají znovu nabírat zaměstnance a investovat do rozšiřování výroby a služeb.

Suma sumárum, nevidím na akciových trzích příliš známek bubliny. Stále je považuji za nejlepší aktivum, stále dává smysl do nich investovat. Pravidelně, s rozvahou a s přihlédnutím k vlastním investičním horizontům.

Aleš Prandstetter, investiční stratég ČSOB Asset Management

2 NÁŠ POHLED NA PORTFOLIA

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

Co děláme v rámci portfolia?

Prostředí nízkých úrokových sazeb trvá stejně jako naše dlouhodobá doporučení ohledně dluhopisů

Díly prudkému poklesu tržních úrokových sazeb v uplynulých letech dosáhly výnosy dluhopisů extrémně nízké úrovně. Minimální nárůst tržních úroků bude spojen s negativními výnosy z dluhopisů (zejména dlouhodobých, neboť jejich cena v reakci na to poklesne). Přesto jsou dluhopisy v současné době podstatnou částí cílových portfolií pro investory, kteří se spíše vyhýbají rizikům. Proto držíme průměrnou dobu dluhopisů pod neutrální úrovní.

Americký bizon je silnější než ruský medvěd

Pokud sledujete ekonomické i politické zprávy, hrozí, že vás ovlivní pesimismus. Světová ekonomika je v (mnohem) lepší kondici, než se může zdát na základě indikátorů v eurozóně. Rizika konjunktury (na světové úrovni) se v uplynulých měsících dokonce výrazně snížila. Sankce proti Rusku a sankce Ruska nepochybně poškodí evropskou ekonomiku. Ale v USA se již hovoří o období silného růstu a jeho vliv na Evropu bude důležitější než škoda způsobená ruským medvědem... Ukrajinské bitky ale přitahují větší pozornost.

Investiční produkty, které nabízejí ochranu, uklidňují mysl

Investoři do dluhopisů mohou uvažovat takto: proč nevyměnit jistý, ale (velmi) nízký kupon, za nejistý, ale určitě vyšší výnos z dividend?

Průměrná evropská akcie poskytuje výnos ve výši 3,20 %. Německý desetiletý státní dluhopis má kupon 1,00 %, český 1,20 %. Tento kupon se po dobu trvání investice nemění, dividendy z akcií však roste o 5 až 10 % ročně. Malý výpočet: obě investice jsou rovnocenné, pokud v době splatnosti německého dluhopisu budou evropské akcie níže o 35 %. Pokud se růst zisku a dividend zcela zastaví, je ještě stále více než 20%. U českých dluhopisů to platí obdobně, výnosová propast vůči českým akciím je však ještě hlubší.

Akcie – střednědobá témata

Dividendové akcie a akcie se zpětným odkupem

- Vysoký výnos a nízká citlivost vůči pohybům trhu zajišťují vyšší stabilitu.
- Výplata vysoké dividendy je často znamením, že podnik má dobré vedení.
- Náš jedinečný investiční proces (sektorově neutrální, který zamezí absenci růstových oborů) zajistí zachování potenciálu růstu.

Akcie – důraz v krátkodobém horizontu

Rozvíjející se trhy v jihovýchodní Asii

Jihovýchodní Asie je region, který investoři mnoho let ignorovali. Podle našeho názoru se tak dělo neprávem. Nyní se zdá, že tato doba minula. Již několik měsíců dosahují akcie z této oblasti lepších výkonů. Od 31. 12. 2013 se jejich ceny zvýšily o 14,2 % (v EUR) oproti 9,3% světovému indexu. Nastal čas, aby se této oblasti věnovala větší pozornost a větší váha v portfoliích.

Sektor technologií

Je to jedinečný sektor s potenciálem růstu. Průmyslové odvětví dokáže přesvědčit spotřebitele novými výrobky a e-commerce/internet představují momentálně bez jakýchkoliv pochybností nejsilněji rostoucí oblast.

Dluhopisy – střednědobá témata

Dluhopisy s vysokými úroky

Hledání výnosu nás přivádí také na rozvíjející se trhy. Úrovně úroků na rozvíjejících se trzích jsou mnohem vyšší než ve starých průmyslových zemích. U dluhopisů v USD jde v současné době o výnosy průměrně 4,8 % u vládních dluhopisů, pokud jsou v místní měně, přináší 5,6 %.

Dluhopisy – krátkodobé akcenty

Americký dolar

Vůči americkému dolaru máme pozitivní postoj. Tím se kryjeme proti případným novým závanům eurokrize, které mohou, ale nemusí být následkem nové recese v Evropě, ale to není ten jediný a určitě ani nejdůležitější důvod. Hlavním je znovuobnovená síla americké ekonomiky s levnými energiemi v zádech. Dokud zůstane směnný kurz EUR/USD nad 1,00 až 1,10, bude dolar podhodnocený.

Geopolitické napětí sice v srpnu výrazně nepolevovalo, ale nedocházelo ani k jeho výrazné eskalaci, což bylo investory bráno jako lehce pozitivní zpráva. Další podporu trhu dostaly z úst šéfa Evropské centrální banky, který naznačil možnost dalšího uvolnění měnové politiky ze strany ECB.

Akciové trhy tak korigovaly červencové ztráty. Evropské akcie, díky vyšší provázanosti z evropské ekonomikou s východoevropskými zeměmi, zaznamenaly korekci pouze částečnou.

Americké akcie smazaly ztráty všechny a dostaly se na nová historická maxima. Z geopolitického napětí a rozdílné politiky centrální banky v Evropě a v USA těžil také americký dolar, jenž se dostal na nejsilnější hodnotu od loňského září. Historické milníky zaznamenaly také dluhopisové trhy. Německý desetiletý bund klesá na historické minimum 0,88 %, výnos českého 10letého dluhopisu klesá k 1,18 %.

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). V současnosti sice nevidíme přímý důvod pro růst výnosů (pokles cen), nicméně při historicky nízkých výnosech dluhopisů považujeme riziko spojené s investicemi do dlouhodobých dluhopisů za vyšší, než je jejich potenciální přínos portfoliu. Z dlouhodobého hlediska tak předpokládáme růst výnosů (pokles cen). Rizikem pro dluhopisové investice v dlouhodobějším výhledu je pokračování hospodářského oživení, které by mělo postupně přinést úvahy o tvorbě nových inflačních očekávání. Vzhledem k nižší aktivitě na trzích v letních měsících se žádná nová emise, jež by byla vhodná pro portfolia, na trhu neobjevila. 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.

Petr Kubec, portfolio manažer ČSOB Asset Management

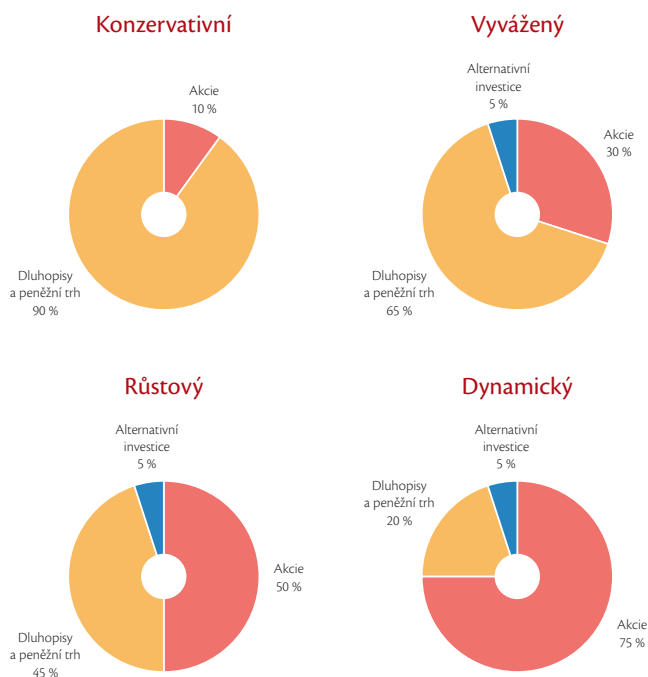


Pro institucionální klienty bývá typický důraz na vysokou likviditu, bezpečnost a obvykle i relativně krátký investiční horizont. Proto je pro ně směřovat především vývoj trhu dluhopisů a peněžního trhu, jak naznačuje i předchozí komentář. Dynamická složka portfolia má ale často své opodstatnění i v 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 AKTUALIZOVÁNO

Eurozóna se též nachází na správné trajektorii, ale v současné době čeká na nové zrychlení vývoje. Růst v prvním kvartálu 2014 byl poněkud zklamáním, ale zůstal pozitivní, a to díky Belgii, Španělsku a ekonomické lokomotivě Evropy – Německu. V roce 2014 bude růst zhruba o 1,5 % vyšší než v minulém roce. Pozitivní očekávání podnikatelského sektoru je stabilizováno na dosti vysoké úrovni. Zarážející je, že tato očekávání vykazují klesající tendenci v ekonomicky rozhodujících zemích, jako je Německo a samozřejmě Francie. Soustavně klesá na periferii eurozóny. Pesimisté se obávají, že německá exportní lokomotiva bude ztrácet tah pod vlivem silného eura a oslabujícího čínského růstu. Ale Čína se zotavuje a zrychlující se růst v USA, Velké Británii a na jihu Evropy by měl ve druhé polovině roku poněkud oslabit zmíněné obavy. Důsledky prostředí nízkého růstu, finanční krize a vysoké nezaměstnanosti se zřetelně projeví v oblasti ekonomiky podniků eurozóny. Toto období nyní skončilo. Vytvořil se prostor dohánění výpadků jak v tempoch růstu, tak ziskovosti.

Ačkoliv nadměrně silné euro tlačilo na exportní tržby (zvláště v rozvíjejících se ekonomikách Evropy), čekáme, že se oživení pevně ujme vlády od druhé poloviny roku 2014. Vyšší růst, vyšší úrokové sazby a méně pružná monetární politika v USA by měly vést ke zpevnění amerického dolaru. Slabší euro by mohlo prospět evropské konkurenceschopnosti a podnikovým výnosům. Velmi nízká inflace je i nadále zdrojem znepokojení. ECB se stala první centrální bankou, která zavedla negativní úrokovou sazbu, posílila hotovostní injekce trhům a zavedla program levných půjček pro podnikový sektor. Cíl tohoto svazku opatření je dvojitý: zlepšit úvěrování v podnikové oblasti a oslabit euro. Banky se zdají změkčovat svá kreditní kritéria, ale skutečné impulsy přicházející z finančního sektoru budou asi muset počkat, až ECB dokončí kontrolu v bankách.

Evropská komise nyní klade větší důraz na strukturální úspory a bere více v úvahu dopad krize na veřejné výdaje. Vládní tlaky na úspory polevují. Míra nezaměstnanosti je alarmující, ale klesá. Situace však není tak jednoduchá – až dosud si nikdo příliš nepřipouští obavy z rozpadu eurozóny, úroková

politika je velmi uvolněná, zvláště pak v jižní Evropě, a úroky jsou tam nižší než v období před finanční krizí. Problémy by byly snadněji řešitelné, pokud by eurozóna začala opět růst.

Perspektivy jsou nadále pozitivní a trhy tato očekávání již započítaly. Nepříznivé ekonomické indikátory a problém Banky Espírito Santo v Portugalsku přinesly vystřízlivění, které minulý měsíc způsobilo pokles na akciovém trhu. Akcie v eurooblasti mají, ve srovnání s americkými akciemi, nižší valuaci, ale tento rozdíl je blízko historickému minimu. V podstatě jde o to, že se čeká na avizovaný růst evropských podnikových zisků a obnovu zlepšujících se hospodářských ukazatelů. Dokud se tak nestane, zůstaneme neutrální.

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 obavy, 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.

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 průmyslu a trhu bydlení se řeší a existují snahy o zlepšení kvality úvěrů. Pozorujeme zpomalení průmyslové výroby a zklamáním jsou také výsledky exportu. HDP ve druhém čtvrtletí vzrostlo o 8 %. 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 oslabila, což mělo za následek nejen podporu exportu, ale také skoncování s dlouhodobým přesvědčením spekulantů, že renminbi může nadále jen posilovat. Jak vyplývá z indikátorů důvěry, nelze očekávat zrychlení růstu. Vláda ale 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 ziskům¹ ve výši 8.

Zbytek Asie BEZE ZMĚNY

Domácí poptávka ve většině zemí se drží, ale motory vývozu vynechávají. Nadšení nad růstem v USA a Číně 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. Jsme svědky jasněho nárůstu domácí poptávky. 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. Nový reformní prezident však dává důvod k optimismu. 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 taktéž negativní dopad, s vyšší konkurencí produktů nesoucích úroky, ale zlepšení hospodářského prostředí může vést i k cenovým ziskům.

Zaměření – průmysl AKTUALIZOVÁNO

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. Nyní je na obzoru proces nápravy. Tento sektor je rovněž favoritem hospodářského zotavení. V USA stoupá ukazatel využití průmyslových kapacit, zotavuje se trh bydlení a příliv levného břidlicového plynu vytváří konkurenční výhodu. I v Evropě se ukazatele důvěry odpíchly od rekordně nízkých hodnot druhé půli roku 2013. Zrychlení růstu, které očekáváme v průběhu roku, zajistí opětovné zvýšení firemních investic.

Pesimismus ohledně Číny a zotavení USA inicioval přehodnocení ziskovosti. Sektor zaoštěval za širokým trhem od počátku roku, takže se už neobchoduje s přemírou. Přísná kontrola nákladů a nízký tlak na mzdy znamenají, že zvýšená poptávka by se mohla proměnit v podstatně vyšší ziskové marže. Ve vztahu k tomuto sektoru zůstáváme pozitivní, protože jeho pozice mu umožňuje profitovat ze zotavení světového růstu.

Zaměření – technologie AKTUALIZOVÁNO

Během fáze hospodářského zotavení dáváme přednost sektorům zaměřeným na růst, protože ty nejvíce těží z jakéhokoli hospodářského obratu. Jedním takovým sektorem jsou technologie. Toto průmyslové odvětví se obrací ke spotřebitelům prostřednictvím neustálé produktové inovace, přičemž cloudové počítačové prostředí a internet s e-komercí nepochybně představují nejsilnější rostoucí specializované části tohoto odvětví. Rozvoj sektoru však nepodporují pouze jednotliví spotřebitelé. Investiční poptávka ze strany společností také nabírá na obrátkách. Z posledních průzkumů mezi předními obchodníky vyšly technologie jako jeden z vítězů. Investiční poptávka se dosud nedokázala zotavit, zdá se však, že nadešel čas změny. Znamky obratu trendu o sobě dávají vědět, a investiční rozpočty firem mohou růst díky rekordním ziskům, které opět zaznamenávají americké společnosti. „Internet věcí“, v němž jsou domácí spotřebiče napojené na internet, a stoupající prodeje automobilů zřetelně podporují poptávku po polovodičích. Dokonce i tradiční PC, která v posledních letech ztrácela, zažívají zotavení poptávky, protože často dávají smysl nebo je nutné vyměnit stroje, které dosud běžely na Windows XP.

Tyto pěkné vyhlídky tedy mají mnoho důvodů, navíc ocenění zůstává přitažlivé: poměr ceny k ziskům je pouze 15,4, ačkoli sektor – a zejména hardware – letos překonal výkon trhu o více než 5 %. Sektor je tedy o něco dražší než široký akciový trh, který se obchoduje na úrovni 14,6. Avšak je třeba konstatovat, že jde o sektor, kde jsou investoři obvykle připraveni zaplatit

průměrnou prémie ve výši 31 %! Mnoho největších IT společností se nachází ve skvělé kondici: jejich rozvahy jsou téměř prosté dluhů a mají k dispozici značné částky hotovosti, které stále větší měrou vyplácejí zpět akcionářům.

Výsledky za poslední kvartál a s nimi spojené výhledy IT korporací potvrdily trend zvyšování tržeb (+6 %) a zisků (+11 %). Růst zisků v příštích 12 měsících se očekává na úrovni 12 %, což je realistické, a navíc se zdá, že nebývale mnoho investorů je o tom přesvědčeno. Technologie je jedním z mála průmyslových odvětví, u nichž se očekávání upravují směrem vzhůru.

¹⁾ 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.



Zaměření – globální lídři NOVÉ

Ve vzrůstajícím měrou globalizovaném světě si společnosti volí optimální místo pro výrobní, prodejní i finanční útvary. Světoví lídři si tvoří základnu v místech s přítažlivým institucionálním rámcem. V mnoha případech jde stále o „starý“ západní svět, kde jsou instituce a soudnictví stabilnější a spolehlivější, náhlé změny politiky méně časté, duševní vlastnictví lépe chráněné a firemní správa lépe zakotvená. Výroba zboží a služeb, zejména pro masovou produkci, má ale tendenci se nacházet v místech s nízkými náklady. Vyhledávány jsou i trhy pro nejlepší prodej: růst prodeje se často zaměřuje na rostoucí střední třídu v zemích s rozvíjejícím se trhem.

Lídry ve světovém měřítku jsou společnosti, které vytvářejí podstatnou část obrátu mimo domácí trhy. Tyto nadnárodní společnosti nejsou nezbytně největšími firmami na světě, protože mohou zahrnovat i menší společnosti činné v určitém oboru nebo specializované oblasti. Co však těmto mezinárodním hráčům přidává na zajímavosti, je skutečnost, že méně závisejí na růstu vlastních domácích trhů. Navzdory zpomalení je růst na rozvíjejících se trzích v čele s Asií stále podstatně vyšší než v tradičním západním světě. Jejich příspěvek k růstu světové ekonomiky se neustále zvyšuje.

Globální podniky však právě kvůli své vyšší angažovanosti na rozvíjejících se trzích utrpěly nedávno viditelné šrámy. Tamní růst se projevilo jako pomalejší, než se čekalo, a měny těchto zemí oslabily, což znamenalo, že zisky měřené v eurech a dolarech klesly. Zotavení rozvíjejících se zemí – zejména Číny – a zpevnování jejich měn by mělo nahradit globálním podnikům. Potvrzení oslabení eura a zrychlení růstu rozvíjejících se trhů s sebou ponese i léčbu utrpěných šrámů globálních korporací a pozitivní náhled na ně.

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 světě rostoucí atraktivitu výnosů v USA méně zajímavé). Mnoho rozvíjejících se zemí už několik měsíců reaguje zvyšováním klíčových úrokových sazeb. Zotavení v tomto dluhopisovém segmentu je 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 vysokovýnosových dluhopisů jsme zvolili velmi široké rozpětí latinskoamerických, středoevropských a asijských dluhopisů. Investoři však musejí brát v úvahu poněkud vyšší volatilitu těchto trhů.

Zaměření – americký dolar AKTUALIZOVÁNO

Podle dlouhodobých modelů zhodnocení je americký dolar o 15–20 % podhodnocený na základě skutečné hodnoty ve výši 1,0–1,10 USD za euro. V krátkodobém horizontu pak může dolar posílit díky podstatnému nárůstu konkurenceschopnosti v důsledku faktorů, jako jsou cyklicky silný růst produktivity, lepší vyhlídka konjunktury než v Evropě, rozšiřující se rozpětí úrokových sazeb mezi USA a eurozónou spolu s ukončováním prorůstové podpůrné politiky americké centrální banky.

Dolar je vedoucí světová měna: tedy něco, na co evropští investoři někdy zapominají. Po dlouhou dobu byl velký schodek běžného účtu platební bilance důležitým rizikovým faktorem. V posledních letech došlo k prudkému zlepšení, a pokud se energetická bilance bude i nadále vyvíjet podle očekávání (produkce ropy a plynu v USA nebyvale roste), bude se dále zvyšovat mezinárodní síla této měny. Investoři by si však stále měli být vědomi vysoké volatility a občas nevysvětlitelného kolísání směnných kurzů.

4 TYPY AKTIV

Pohled na jednotlivé třídy aktiv.

Hotovost AKTUALIZOVÁNO

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

Dluhopisy AKTUALIZOVÁNO

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 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.

Německé (0,97 %) a české (1,20 %) desetileté sazby nedávno dosáhly historického minima. Trhy zjevně očekávají extrémně dlouhé období deflace – přinejmenším roky téměř nulového růstu a téměř nulové inflace. Ačkoli to takto nevidíme a domníváme se, že výnosy z dluhopisů se v dohledné době normalizují na podstatně vyšších úrovních, očekáváme v krátkodobém horizontu skromnější růst dluhopisových výnosů. Tento růst potáhnou USA. Amerika se v tomto cyklu nachází o pár let před Evropou, postupně se přibližuje období boomu a její centrální banka má naplno s přípravou na měnové utažení kohoutků. Evropa bude jako vždy muset tyto úrokové kroky následovat. Jestli je to přesně to, co potřebuje ve svých konkrétních hospodářských souvislostech, nebude až tak důležité. Míra budoucího úrokového zemětřesení bude nanejvýš trochu zmírněna.

Německé i české desetileté sazby jsou sotva (pokud vůbec) vyšší než průměrná míra inflace prognózovaná na dobu splatnosti těchto investic. Zvýšení úrokových sazeb navíc povede ke kapitálovým ztrátám u investic do dluhopisů. Takže nejde o atraktivní možnost investování. Neznamená to však, že by určité segmenty trhu dluhopisů neměly svou přitažlivost – máme na mysli například již zmíněné dluhopisy rozvíjejících se trhů nebo korporátní dluhopisy.

Akcie AKTUALIZOVÁNO

Porovnáme-li poměr ceny k ziskům na mezinárodních burzách s jejich historickými průměry, zjistíme, že akcie rozhodně nejsou předražené, ale také už nejsou vyloženě levné. Prudké zvýšení cen, jehož jsme byli svědky v posledních čtvrtletích, však bylo doprovázeno pouze skromným růstem zisků – a v Evropě dokonce jejich poklesem. Až čísla za druhý kvartál jsou v Evropě dobrá, alespoň z pohledu ziskovosti. Ale i tak stále platí, že přestože slibné, evropské akcie zůstávají zranitelné.

Obecně jsou akcie 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 očekávaný růst světového HDP v roce 2014 je nyní na úrovni 3,3 %, (což je v souladu s dlouhodobým průměrem).

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 %) na rozdíl od zakotveného výnosu krátkodobých nebo dlouhodobých úrokových sazeb (které nedosahují více než 2,5 %). Porovnejte ještě dividendový výnos 2,45 % (pro globální akciový index), 3,2 % (pro evropské akcie) nebo cca 4,5 % (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 ohledně toho, zda explozivní nárůst státních dluhů půjde ufinancovat, stability finančního systému v Číně, ale i ohnisek napětí na Středním východě a konfrontace mezi Ukrajinou a Ruskem. 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 AKTUALIZOVÁNO

Sestavení solidně diverzifikovaného portfolia z přímých investic do realit je pro většinu investorů nedosažitelným cílem z důvodu relativně značné velikosti projektů a omezené likvidity realitního trhu.

Alternativu tvoří akcie realitních firem (nebo uzavřené fondy). Jde o společnosti, kde většina investičního portfolia sestává z jednoho nebo více realitních projektů. Často jsou komerčněji orientované (např. administrativní budovy nebo velká nákupní centra), ale existují i subjekty, které se zaměřují zejména na rostoucí tržní segmenty, jako jsou domy s pečovatelskou službou a domy pro seniory. Ačkoli se akcie realitních společností chovají především jako

všechny akcie, a tedy v portfoliu nabízejí menší diverzifikaci, kvůli své nemovitostní podstatě přitahují přesto mnoho investorů. Ekonomický obraz vypadá ještě lépe a vyplácené dividendy atraktivněji ve srovnání s extrémně nízkými sazbami u dluhopisů.

Přerujeme investice do realit v kontinentální Evropě, které mají přitažlivější ocenění než jejich britské či americké protějšky. Britské reality jsou dražší, ale při nedostatku kancelářských ploch se domníváme, že ceny stávajících i nových projektů by mohly rychle stoupat.

Komodity AKTUALIZOVÁNO

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

Poslední dva roky poznamenaly klesající ceny komodit. Těžbařské společnosti předtím prováděly rozsáhlé investice, takže v průběhu let nabídka surovin vzrostla. Společně s odklonem čínského hospodářství od těžkého průmyslu směrem k více spotřebitelsky orientovanému růstu to znamená, že za rohem rozhodně nečeká nový, výrazně býčí (růstový) trh průmyslových komodit.

Přesto se domníváme, že pokles cen pozvolna dosáhl svého dna: ceny průmyslových kovů od počátku roku stouply zhruba o 10 %. Nedomníváme se, že by čínský růst ustal. Ceny se rovněž nacházejí dost blízko mezím nákladům výroby a investice do nových kapacit byly zastaveny. Světová ekonomika zjevně najela na trajektorii vyššího růstu, přičemž v druhé polovině roku 2014 se očekává růst HDP v blízkosti trendu. Jde o ideální fázi pro poptávku po komoditách s průmyslovým využitím, jako jsou kovy.

Zásoby ropného trhu jsou relativně vysoké: produkce přesahovala poptávku víceméně stále po minulé dva roky. Cena nicméně zůstávala tvrdošíjně mezi 100 a 115 dolary za barel. Ve světě je spousta ropy, ale vždycky někde existuje hrozba konfliktu (Libye, Ukrajina, Irák atd.), který by mohl ohrozit významnou část produkce. Tyto hrozby se zjevují a mizí (například v Libyi byla nedávno po dlouhé přestávce obnovena

produkce), ale nevytvářejí dno pro tržní cenu. Koneckonců každé narušení těžby může nahradit po danou dobu nevyužitá produkční kapacita OPEC. Zrychlující růst produkce (břidlicová ropa, ropa z dehtových polí, ropa z hlubokého moře) v kombinaci s ustávajícím růstem poptávky by mohly ve střednědobém horizontu vystavit cenu ropy značnému tlaku. Nicméně vypadá to, že její cena je kartelově nastavena a v bezprostřední budoucnosti zůstane ovlivněna spíše (geo)politikou než nabídkou a poptávkou.

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.

Americký index S&P 500 překonal poprvé v historii dvoutisícovou hranici.



Zlato

Je-li cena nad 1 000 USD za unci (i v případě, že cena v nedávné době prudce klesla), zlato nekupujte, ale prodávejte. Existuje-li někde bublina, pak je to na trhu se zlatem. Zlato je podřadná a extrémně nestabilní investice. Tento vzácný kov obklopují mýty, pravda je však taková, že není vzácné, v podstatě nemá ekonomický význam (zaručeně ne v monetárním ohledu) a nenabízí ochranu proti inflaci, jak se často tvrdí. Pro zahrnutí zlata do portfolia existuje jediný dobrý důvod, tj. jako forma pojistky pro případ války, revoluce či kolapsu monetárního systému. Nicméně ti, kdo se rozhodnou z tohoto důvodu investovat, si s jeho cenou starosti nedělají.

Ostatní alternativní investice

Kromě nemovitostí a komodit alternativní investice představují širokou škálu tříd aktiv, jako jsou hedge fondy² nebo private equity³. Typickým rysem této skupiny investičních nástrojů je často omezená likvidita a nízká korelace s tradičními třídami aktiv, jako jsou akcie a dluhopisy. Jejich přidání hodnota do smíšeného portfolia spočívá v kombinaci lepšího výnosu a snížení rizika ve střednědobém horizontu. Právě z důvodů těchto vlastností jsou alternativní investice v zásadě určeny k investování v dlouhodobějším horizontu.

Upozornění:

Materiál Ekonomika a trhy je připraven odborníky ze společnosti ČSOB Asset Management, a.s., investiční společnost, člen skupiny KBC. Při jeho tvorbě a šíření nepostupovali podle požadavků zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu v platném znění, upravujících pravidla pro analýzu investičních příležitostí nebo investiční doporučení. Při přípravě materiálu se vychází z aktuálně dostupných ekonomických informací a jejich zhodnocení v čase přípravy (tento materiál byl připraven k 1. 9. 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.

²⁾ 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.

³⁾ 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

		09/2014	12/2014	03/2015	09/2015
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	0,15	0,30	0,40	0,70
	5Y sazba	0,50	0,70	0,95	1,20
	10Y sazba	1,15	1,65	1,90	2,25
	USD/CZK	20,74	20,75	21,12	21,76
	EUR/CZK	27,79	27,60	27,45	27,20
EUR	Základní sazba	0,15	0,15	0,15	0,15
	2Y sazba	0,00	0,20	0,35	0,50
	5Y sazba	0,15	0,40	0,65	0,90
	10Y sazba	0,90	1,45	1,65	2,00
USD	Základní sazba	0,25	0,25	0,25	0,25
	2Y sazba	0,50	0,60	0,70	0,90
	5Y sazba	1,65	1,80	2,10	2,40
	10Y sazba	2,35	3,00	3,30	3,60
	USD/EUR	1,34	1,33	1,30	1,25

Zdroj: ČSOB, ČSOB AM, KBC AM, Bloomberg

Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)			Inflace (průměrná roční změna, v %)		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
CZ	-0,98	+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