



AKTUÁLNÍ ČÍSLO PŘINÁŠÍ:

Jak vidíme svět?

- Hospodářské oživení pokračuje
- Úrokové sazby se pohybují u dna
- Ceny dluhopisů mohou klesnout, jestliže úrokové sazby opět vzrostou

Co děláme v portfolích?

- Akcie jsou i nadále naší prioritou
- Nemovitosti jsou stále zajímavé
- Do dluhopisů investujeme opatrně
- Využíváme produkty, které nabízejí ochranu

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

	Období	Údaj	Poslední změna
Inflace	08/2014	0,60 %	0,10 %
HDP	2Q/2014	2,70 %	0,10 %
Nezaměstnanost	08/2014	7,40 %	0,00 %
Základní sazba ČNB	08/2014	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.

Hospodářské oživení pokračuje

V USA končí období, kdy centrální banka prováděla podpůrné nákupy dluhopisů, kterými emitovala do ekonomiky peníze. Všude na světě je důvěra podnikatelů na nejvyšším bodě letošního roku. Nám Evropanům to možná tak nepřipadá, protože hospodářské oživení v eurozóně teprve chytá druhý dech. Zejména ve Francii a Itálii jsou ekonomické zprávy slabé. Ale po hubeném druhém čtvrtletí se německému exportu a průmyslové výrobě vede lépe. Politika ECB na podporu konjunktury a oslabení směnného kurzu eura mohou ještě dál podpořit zotavení. V USA se blíží přímo hospodářská expanze. ISM, index důvěry nákupních manažerů firem, ukazuje na 4% ekonomický růst. Americká nezaměstnanost klesla od svého vrcholu v poslední recesi o 4 % na 6,1 %. Také v Asii ekonomický růst sílí. Zdá se, že Japonsko dobře strávilo zvýšení DPH z počátku dubna. Čína překonala ochabnutí růstu z počátku roku.

Inflace je z nejhoršího venku

V eurozóně vystoupila inflace v srpnu mírně k 0,4 %. Jádrová inflace, růst celkové cenové hladiny, který je očistěn o pohyb cen energií a potravin, zůstává na 0,9 %. Aktuální pokles ceny ropy pod 100 dolarů za barel může v nadcházejících měsících tlačit inflaci dolů. Zde vidíme ale spíše přínos pro kupní sílu evropských spotřebitelů než problémy pramenící z deflace. V USA je inflace přiměřená, obavy z deflace jsou tytam i proto, že jádrová inflace je dvakrát vyšší než v eurozóně. Sílicí dolar a klesající ceny ropy působí protinflačně.

Vládní škrty mají menší váhu než ekonomický růst

Šetrný státní rozpočet stlačil v USA ekonomický růst v roce 2012 a 2013 o 1,3 % a v eurozóně o 1,1 %. V roce 2014 a 2015 budou stát škrty Ameriku jen 0,5 % růstu a eurozónu 0,3 % růstu.

Měnová politika zůstává pružná, ale nejdříve musí Fed zvýšit úrokové sazby

V USA končí období, kdy centrální banka prováděla podpůrné nákupy dluhopisů. Celkem Fed v uplynulých letech nakoupil obligace za 1 700 miliard USD. Každý, včetně Fedu, se připravuje na následující krok. Investoři zůstávali doposud klidní, ale první zvýšení nejvýznamnější úrokové sazby je zjevně spíš blíž než dál. Určitě v případě, že se pracovní trh bude zotavovat i nadále současným tempem.

ECB sází na růst a tlačí euro dolů

Měnová politika v USA a v eurozóně se vyvíjí opačným směrem. Zatímco Fed končí s extrémně uvolněnou politikou, ECB přijímá nová opatření, aby dala evropskému hospodářství další stimulační injekci. Vzhledem k tomu, že ekonomický růst je slabý a inflace zůstává na mimořádně nízkých úrovních, přijala ECB v uplynulých měsících nová a rozsáhlá opatření. K červnovému snížení sazeb se 4. září přidala nová opatření: další snížení úrokových sazeb a program nákupu dluhopisů. Je tomu dokonce tak, že banky obdrží negativní depozitní úrok, když u centrální banky investují krátkodobá depozita (tedy za uložení peněz budou platit). Rozhodnutí ECB způsobila zvětšení rozdílu mezi úrokovými sazbami eurozóny a USA. Vyšší úrok v amerických dolarech přinesl posílení směnného kurzu zelené bankovky. Od začátku května stoupl kurz amerického dolaru vůči euru o zhruba 8 %. Čím víc se od sebe bude vzdalovat politika Fedu a ECB, tím pravděpodobněji bude dolar sílit.

Nechceme deflaci, chceme inflaci, to je v kostce, o čem běží, pokud se bavíme o měnové politice centrálních bank, ať již z pohledu úrokových sazeb, nebo měnových kurzů. V ještě poměrně nedávné době nepředstavitelné se stalo skutečností, adorace inflace, tedy růstu cen zboží a služeb, dosahuje vrcholu. Ale mnohý se nad tím jistě pozastaví – proč potřebujeme inflaci, vždyť pro minulou generaci to byl jeden z největších finančních strašáků!

Jenže situace je dnes jiná. Je to podobné jako s tělem člověka. Obecně také platí, že čím štíhlejší, tím lepší kondice a zdraví. Jenže má to své limity. O anorektičce jistě nebude nikdo tvrdit, že kypí zdravím. Stejně tak „hubená“ inflace působí zle na kondici ekonomiky a úkolem centrálních bank není jen zabránit jejímu přílišnému zbytnění, ale zrovna tak jejímu „úmrtí“.

V deflaci peníze drží svoji hodnotu a není potřeba, aby pracovaly, mohou klidně ležet zavřené v trezoru. Pokud peníze nepracují, znamená to, že nejsou investovány, neslouží hospodářství. Krevní oběh ekonomiky se zastavuje. Držba papírků zvaných peníze nesmí být výhodnější než produkce zboží a služeb. Celá deflační situace má samozřejmě mnohem více vazeb a důsledků. Ale všechny naznačují jedno – deflace je opravdu špatná.

Držme tedy centrálním bankám palce a těšme se, že se vrátí situace, kdy vklady v bankách nebo dluhopisy ponosou 3 až 5 %. I když reálně bude výnos podstatně nižší, bude to situace, kdy se bude všem dýchat volněji. Jak nám, jako investorům či střadatelům, tak firmám a jejich zaměstnancům.

Aleš Prandstetter, investiční strateg ČSOB Asset Management



2

NÁŠ POHLED NA PORTFOLIA

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

Co děláme v rámci portfolia?

Akcie zůstávají naší prioritou.

Čtyři důvody, proč preferujeme akcie:

- Hospodářství a podnikové zisky se vyvíjejí slibně.
- Akcie nejsou drahé.
- Hotovost a dluhopisy téměř nevynášejí.
- Podniky mají vítr v zádech.

Naši akciovou expozici držíme na mírně nadvážené úrovni. Než budeme dál zvyšovat váhu akcií v portfoliu, počkáme si na další zlepšení ekonomického klimatu jak v eurozóně, tak v podnikových výsledcích. Dluhopisy držíme na mírně podvážené úrovni.

Nechte peníze pracovat

Hotovost v eurech téměř nic nevynášá. Banky musí dokonce platit úrok, když chtějí deponovat hotovostní prostředky u ECB. V Česku je situace jen o něco málo lepší. Investorům doporučujeme tam, kde to zapadá do jejich rizikového profilu, aby hotovostní prostředky investovali buď do výnosnějších aktiv, především akcií, nebo alespoň do měn s vyšším úrokem nebo do měn, u nichž čekáme posílení vůči euru. To je v první řadě americký dolar. Americké akcie v dolarech by tudíž měly být vhodnou volbou.

Nemovitosti jsou i nadále zajímavé

Jak nepřímé investice do realit (fondy investující do realitních akcií), tak přímé investice (fondy, které se přímo podílejí na realitních projektech) jsou i nadále zajímavým rozproštěním rizik v portfoliu, přičemž výnos zůstává zachován.

Do dluhopisů investujeme opatrněji

I mírné zvýšení úrokových sazeb může vyústit v nízký nebo záporný výnos z dluhopisů po dlouhé období. Vyhýbáme se vysokým koncentracím nízkoúročených měn. Podnikové dluhopisy vynášejí o něco vyšší úrok, ale i ten se snižuje. Světový růst v roce 2014 dále sílí, což právě vede k nižším rizikovým premiím z podnikových dluhopisů.

Do portfolií vyšší měrou mícháme investice vzdálené euru a české koruně směrem k americkému dolaru a měnám rozvíjejících se trhů. Růst americké ekonomiky je vyšší než v eurozóně, což hovoří ve prospěch americké měny. Rozvíjející se trhy mohou profitovat ze zotavování světové ekonomiky. Pevné ekonomické základy většiny těchto zemí (nízká zadluženost, omezená inflace, nejsilnější růst ve světě...) proto přitáhnou více pozornosti. Nechceme profitovat jen z posilujících měn, ale i z vyšších běžných výnosů, které tyto trhy nabízejí. Nicméně rozdíly v úrocích oproti americkým státním dluhopisům se výrazně zmenšily a zvýšila se nejistota ohledně několika zemí (Ukrajiny, Ruska, Venezuely). Investoři musí počítat s vyššími výkyvy na těchto trzích. Proto je i nadále důležitá diverzifikace.

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. Nastal čas, aby se této oblasti věnovala větší pozornost a větší váha v portfoliích.

Globální lídři

Globální lídři reagují na zrychlení růstu v USA a na rozvíjejících se trzích. Zboží se ve světě často platí v amerických dolarech. Očekáváme, že dolar bude dál posilovat, z čehož budou globální lídři těžit.

Dluhopisy – střednědobá témata

Dluhopisy s vysokými úroky v lokálních měnách

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, přibližně 5,6 %.

Dluhopisy – krátkodobé akcenty

Americký dolar

Vůči americkému dolaru máme pozitivní postoj. Dokud zůstane směnný kurz EUR/USD nad 1,00 až 1,10, bude dolar podhodnocený.



Hlavní událostí v září bylo zasedání Evropské centrální banky, jež překvapila více než jen očekávaným uvolněním měnové politiky. Na trzích bylo také znát zmírnění geopolitického napětí na Ukrajině, které přetrvává v podobě křehkého míru. Naopak intervence amerických sil proti Islámskému státu zvýšila napětí na Blízkém východě.



Na začátku měsíce tak akciové trhy posilovaly, podporovány výše uvedenými událostmi. Malou vadou na kráse byly makroekonomické ukazatele, které v září překvapovaly spíše negativně. V USA šlo o horší než očekávaný výsledek z trhu práce a nižší růst maloobchodních tržeb. V Evropě pak kromě jiného negativně zapůsobily horší předstihové ukazatele, jež zhoršují vyhlídky na nejbližší budoucnost. Tyto faktory nakonec převážily a akciové trhy vrátily část svých zisků a přiblížily se hodnotám ze začátku září. Hlavním vítězem byl v září americký dolar, jenž po zasedání ECB pokračoval v posilování a dostal se na více než roční maxima. Naopak u dluhopisů působilo zasedání ECB jako dno pro výši výnosů na delším konci. Německý desetiletý dluhopis se odrazil od 0,88 % a vrátil se na 1 %. Naopak jeho český protějšek zaznamenal nová minima a pohybuje se v okolí 1,1 %.

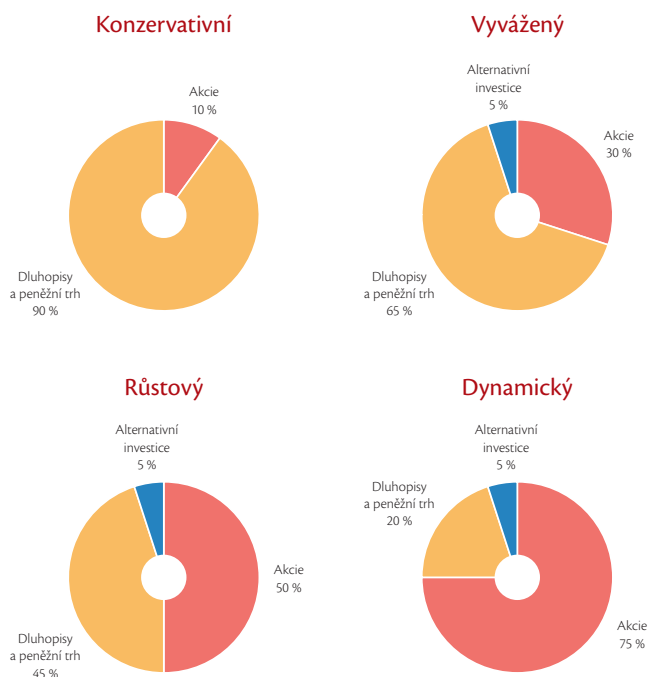
Akciovou složku ponecháváme v portfoliích mírně nadváženou oproti dluhopisům. U dluhopisových investic i nadále preferujeme korporátní dluhopisy se splatností 3–5 let. I přesto, že politika ECB a ČNB nezavádá k výraznějšímu růstu sazeb, očekáváme spíše snižování průměrné doby do splatnosti dluhopisové části portfolií. Hlavním důvodem je, že díky absolutně nízkým výnosům i malý pohyb špatným směrem může vymazat i několikaměsíční zisky. V nejbližší době se bude připravovat několik emisí dluhopisů, jež budeme zvažovat k nákupu do portfolií. Důležitým aspektem bude především bonita emitentů a nabízený výnos. Předpokládáme, že v nadcházejícím období budeme z části omezovat nákupy zajištěných strukturovaných produktů, a to z důvodu zvýšených rizik růstu dluhopisových výnosů

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 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

Z preferovaných témat vypadlo zaměření na „akcie malých a středních podniků eurozóny“.

Zaměření – jihovýchodní Asie AKTUALIZOVÁNO

Rostoucí asijské trhy mají po obtížném roce 2013 a váhavém začátku letošního roku v posledních třech měsících vítr v plachtách. Obtížné období lze připisovat strachu z méně aktivní role americké centrální banky a strachu mnoha investorů ze slabé čínské ekonomiky. My tento strach nesdílíme. Domácí poptávka zůstala ve většině zemí na uspokojivé úrovni, průměrná důvěra spotřebitelů vzrostla na nejvyšší úroveň za poslední dva roky. Jen exportní motor hupoval. Rozpohybovat jej může zrychlení růstu v USA. Již několik měsíců pozorujeme rostoucí výkon a zrychlený růst průmyslové výroby. Díky tomu se daří lépe i jihokorejské a tchajwanské ekonomice, která je citlivá na export. Navíc se zdá, že i motor čínského růstu běží opět na plně obrátky s rostoucími indikátory důvěry a výrazným růstem HDP 8 % ročně ve druhém čtvrtletí letošního roku.

Většina asijských burz je, měřeno tržními ukazateli, levných. To je přehnaný pesimismus, v nízkých cenách se totiž odráží očekávání, že výnos z vlastního jmění spadne na úroveň velké asijské krize z roku 1998. Jenže to se neděje. Asie zůstává totiž regionem s nejvyšším ekonomickým růstem. Nejvýznamnější země mají pevné veřejné finance, externí účty vykazující přebytky a stabilní měnu. Zisk připadající na akcii je o 40 % vyšší než před krizí roku 2008. Asie je velmi rozmanitý region s jedním společným znakem: ekonomický růst je nejvyšší na světě. Proto zůstáváme pozitivně naladěni.

Čína AKTUALIZOVÁNO

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 nicméně v poslední době oslabil, 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 9,14.



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 jasně 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.

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 – akcie s vysokým dividendovým výnosem a zpětným odkupem AKTUALIZOVÁNO

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.

Pro investory jsou vysoké dividendy z relativně stabilních firem vhodnou alternativou pro nízké výnosy z dluhopisů: výnos německého desetiletého státního dluhopisu je kupříkladu nižší než 1 %. A jeho český protějšek je na tom takřka stejně. Průměrný dividendový výnos v eurozóně ale dosahuje 3,5 % a firmy s vysokým dividendovým výnosem vyplácejí ještě o 1 % víc, podobně jako firmy kótované na pražské burze. Při výraznějším růstu hospodářství se budou úrokové sazby rychle zvyšovat. To je nepříznivé pro kurz obligací v portfoliích. Pro akcie s vysokým dividendovým výnosem je vyšší úrok zřejmě také nevhodný: výnosy úrokových produktů se budou blížit a mohou překonat výši dividend, ale lepší ekonomické prostředí se zde může postarat o kurzovní zisky dividendových akcií. Vůči americkým akciím s vysokým dividendovým výnosem jsme ovšem trochu opatrnější: úrok v USA poroste jako první a nejsilněji. USA jsou také dále v cyklu růstu, reinvestice zisků se stává efektivnější. Evropa není v cyklu růstu tak daleko a bude stoupat méně a pomaleji. Na rozvíjejících se trzích můžeme očekávat dokonce leckde pokles úroku.

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 Americe stoupá naplnění průmyslové kapacity strojového parku, trh s nemovitostmi se vzpamatovává a nadbytek levného břidlicového plynu přináší konkurenční výhody. Také v Evropě dochází ke zlepšení indikátorů důvěry poté, co tyto dosáhly nejnižšího bodu v druhém pololetí roku 2013. V poslední době se stabilizují. Levnější euro by mělo podniky popostrčit. Navzdory podnikatelskému pesimismu pozorujeme, že objednávky v Německu ožívají.

Nejistota ohledně Číny a zotavení USA iniciovaly přehodnocení ziskovosti. Sektor zaostával za širokým trhem od počátku roku, takže se už neobchoduje s premií. 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 tedy 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. Datová mobilita, cloudové prostředí a internet s e-komercí bezpochyby představují nejsilněji rostoucí specializované části tohoto odvětví. Pozorujeme také rychlý růst aplikací v zemích s rozvíjející se ekonomikou: ukazuje to úspěšný vstup na burzu čínského tržního lídra Alibaba. Ale tento sektor nepodporují jen soukromí 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. Známky 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 prodej

automobilů zřetelně podporují poptávku po polovodičích. Dokonce i tradiční PC, která v posledních letech ztrácela, zažívají zotavení poptávky, protože často dává 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 6 %. 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 premií 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.

Zaměření – globální lídři NOVÉ

Ve vzrůstající měrou globalizovaném světě si společnosti volí optimální místo pro výrobu, prodejní i finanční útvary. Světoví lídři si tvoří základnu v místech s přitažlivým 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 svého obratu mimo domácí trhy. Ačkoli jsou větší než průměrné podniky, nemusí být tyto nadnárodní společnosti nutně největšími podniky na světě. Může jít i o menší podniky činné v určitém oboru či 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 projevil 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 zpevňování jejich měn by mělo nahraovat globálním podnikům.

Zejména u evropských globálních podniků jsme pozitivní: růst v USA a v rozvíjejících se zemích je vyšší než na domácím trhu a zrychluje se. V druhé polovině roku 2014 odpadne nepříznivé působení příliš drahého eura, čímž vzroste konkurenceschopnost. Díky tomu, že podíl jejich obrátu v USA je nad průměrem, mohou profitovat z posilování kurzu dolaru. I přes vyšší návratnost kapitálu nejsou globální lidé dražší než široký trh. Což je dalším důvodem, proč na tyto podniky pohlížet pozitivně.

Zaměření – dluhopisy s vysokým výnosem v cizích měnách a USD BEZE ZMĚNY

Zotavení globálního růstu mělo v letošním roce pozitivní vliv na dluhopisy rozvíjejících se trhů. Navzdory zlepšení světové ekonomiky od poloviny minulého roku však nebyl tento vliv na tyto dluhopisy tentokrát tak výrazný. K několika konkrétním problémům (například politické turbulence v Turecku a Brazílii) přibyla skutečnost, že tyto trhy trpí zejména myšlenkou, že zájem velkých investorů by mohl prudce opadnout. Obávají se, že země s vysokým deficitem běžného účtu platební bilance (jako Turecko, Indonésie a Jihoafrická republika) se budou potýkat s problémy ve snaze i nadále přilákat dostatek zahraničních investic, vezmeme-li v úvahu zvýšení úrokových sazeb v USA (poznámka autora: rozumějme – takové investice budou ve světle rostoucí atraktivity výnosů v USA méně zajímavé). Mnoho rozvíjejících se zemí už několik měsíců reaguje zvyšováním klíčových úrokových sazeb. Zotavení v tomto dluhopisovém segmentu je zjevné od poloviny března, částečně díky těmto opatřením. Rizika sice zůstávají, ale vyrovnává je značná odměna. Obavy ohledně eskalace konfliktu na Ukrajině se vyskytují jen v několika zemích v regionu. Stále očekáváme, že ekonomický dopad bude velmi omezený a sankce Západu budou mít 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 vysokýnosových dluhopisů jsme zvolili velmi široké rozpětí latinskoamerických, střeoevropských a asijských dluhopisů. Investoři však musejí brát v úvahu poněkud vyšší volatilitu těchto trhů.



Zaměření – americký dolar AKTUALIZOVÁNO

Podle dlouhodobých modelů zhodnocení je americký dolar o 15–20 % podhodnocený na základě odhadu fundamentální hodnoty ve výši 1,00–1,10 USD za EUR. V krátkodobém horizontu pak může dolar posílit díky podstatnému nárůstu konkurenceschopnosti v důsledku faktorů, jako jsou cyklicky silný růst produktivity, lepší vyhlídky 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 volatilitu a občas nevysvětlitelného kolísání směnných kurzů.

4 TYPY AKTIV

Pohled na jednotlivé třídy aktiv.

Hotovost AKTUALIZOVÁNO

Výnosy budou nadále nízké a v následujících měsících nedojde k žádnému zlepšení. Návratnost tak zcela jistě nedosáhne ani míry inflace, což povede k erozi kupní síly. Nevypadá to totiž na to, že by Evropská centrální banka svoji sazbu (která je důležitá pro sazby na peněžním trhu a pro úroky z depozit) do roku 2016 zvýšila.

Dluhopisy BEZE ZMĚNY

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 (1,15%) 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 napilno 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.

Porovnáme-li poměr ceny k ziskům na mezinárodních burzách s jejich historickými průměry, zjistíme, že akcie rozhodně nejsou předraženy, 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 2,50 % (pro globální akciový index), 3,3 % (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 obecně 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 reálného trhu.

Alternativu tvoří akcie reálních firem (nebo uzavřené fondy). Jde o společnosti, kde většina investičního portfolia sestává z jednoho nebo více reálních 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 reálních 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. Preferujeme 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. Americké reality proděly v prvním pololetí příznivý vývoj díky nečekanému poklesu tržních úrokových sazeb. Tím ale stoupla zranitelnost vůči zvýšení úrokových sazeb, jejichž příchod očekáváme nejdříve a nejrychleji právě v USA.

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“ (znovuobnovování kontraktu), kterou vytváří skutečnost, že investor ne nakupuje komoditu samotnou (tanker plný ropy, loď plnou obilnin nebo kontejner mědi), nýbrž investuje do forwardových (budoucích) kontraktů. Aby investice trvala, musí být tyto kontrakty rolovány: někdy je třeba zaplatit prémii, někdy premií 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 býččí (růstový) trh průmyslových komodit.

Přesto se domníváme, že pokles cen pozvolna dosáhl svého dna: ceny průmyslových kovů od března 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 tvrdší mezi 100 a 115 dolary za barel. Ve světě je spousta ropy, ale vždycky někde existuje hrozba

konfliktu (Libye, Ukrajina, sankce proti Rusku, 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. Tyto konflikty se nevyřešily, zásoby v USA spadly na normální úroveň, ale od léta cena ropy klesla o 16 USD až pod 100 USD za barel. 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, ale v krátkodobém horizontu může zvýšení geopolitického rizika cenu opět vytlačit směrem k 105 USD za barel. Odpor investorů, zejména těch amerických, k riziku je nyní velice nízký, což se od června projevuje v 8% poklesu ceny zlata.

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



Zlato

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

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 přidaná hodnota do smíšeného portfolia spočívá v kombinaci lepšího výnosu a snížení rizika ve střednědobém horizontu. Právě z důvodů těchto vlastností jsou alternativní investice v zásadě určeny k investování v dlouhodobějším horizontu.

Upozornění:

Materiál Ekonomika a trhy je připraven odborníky ze společnosti ČSOB Asset Management, a.s., investiční společnost, člen skupiny KBC. Při jeho tvorbě a šíření nepostupovali podle požadavků zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu v platném znění, upravujících pravidla pro analýzu investičních příležitostí nebo investiční doporučení. Při přípravě materiálu se vychází z aktuálně dostupných ekonomických informací a jejich zhodnocení v čase přípravy (tento materiál byl připraven k 26. 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

		10/2014	01/2015	04/2015	10/2015
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	0,15	0,25	0,40	0,60
	5Y sazba	0,50	0,60	0,85	1,05
	10Y sazba	1,15	1,50	1,70	1,90
	USD/CZK	21,69	21,81	21,92	22,67
	EUR/CZK	27,54	27,70	27,40	27,20
EUR	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	-0,05	0,10	0,20	0,40
	5Y sazba	0,15	0,30	0,55	0,75
	10Y sazba	0,95	1,30	1,45	1,60
USD	Základní sazba	0,25	0,25	0,25	0,50
	2Y sazba	0,55	0,60	0,80	1,10
	5Y sazba	1,75	1,90	2,10	2,30
	10Y sazba	2,50	2,80	3,15	3,30
	USD/EUR	1,27	1,27	1,25	1,20

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	+0,90	+1,60	+1,34	+0,60	+1,10
USA	+2,20	+2,10	+2,80	+1,48	+1,90	+2,10

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg