



AKTUÁLNÍ ČÍSLO PŘINÁŠÍ:

Jak vidíme svět?

- Evropská ekonomika si vybírá oddechový čas
- Inflace zůstává všude na světě velmi nízká
- Americká centrální banka signalizuje změnu své politiky
- USA: růst firemních zisků potvrzuje dobrou hospodářskou situaci

Co děláme v portfoliích?

- Existuje spousta dobrých důvodů k tomu, abychom se rozhodli pro akcie
- Opatrně s dluhopisy, alternativou jsou nemovitosti nebo dividendové akcie
- Využíváme produkty, které nabízejí ochranu

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

	Období	Údaj	Poslední změna
Inflace	09/2014	0,70 %	0,10 %
HDP	2Q/2014	2,50 %	-0,20 %
Nezaměstnanost	09/2014	7,30 %	-0,10 %
Základní sazba ČNB	09/2014	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 stratega ČSOB Asset Management Aleše Prandstettera.

Kam kráčíš, Evropo?

Důvěra podnikatelů v uplynulých měsících mírně poklesla, ale přesto stále zůstává v zelené zóně. Regionální rozdíly jsou i nadále stejně velké. Ekonomická obnova v eurozóně hledá druhý dech. Zejména z větších členských zemí, jako je Německo, nepřicházejí příliš povzbuzující nejnovější ekonomické zprávy. Politika ECB zaměřená na podporu hospodářství a oslabení směnného kurzu eura pomáhá, ale zatím není dostatečně efektivní. U Spojených států však investoři více počítají s tím, že americká centrální banka v dohledné době opět zvýší svou úrokovou sazbu, aby udržela krok s lepšící se ekonomickou situací.

Žádné zásadní změny v cílovém portfoliu

Ve střednědobém horizontu dáváme i nadále přednost akciím před velmi drahými dluhopisy. V krátkodobém horizontu čekáme na výrazné oživení růstu podnikových zisků. Je ještě příliš brzy činit závěry z dosavadních výsledků za třetí čtvrtletí roku, v USA ale vypadají velmi slibně. Pokles akciových trhů v polovině října byl podle nás přehnaný, proto jsme ještě dále mírně zvýšili váhu akcií v portfoliu.

Hospodářské oživení má přestávku

Ačkoliv důvěra podnikatelů v uplynulých měsících mírně klesla, zůstává celosvětově na více než slušné úrovni, což odpovídá ekonomickému růstu více než 3 %. Důvěra podnikatelů vykazuje rovněž velké regionální rozdíly. Anglosaský svět zaznamenává prudký růst. Díky silnému pracovnímu trhu a pevné důvěře podnikatelů a spotřebitelů má oživení v USA pevné základy. Expanze pokračuje i v Asii. V eurozóně však ekonomické ukazatele výrazně zaostávají. Obnova, která byla zahájena v polovině roku 2013, se zastavila. Zatímco Francie a Itálie se nadále zabývají svými problémy, představuje zejména zastavení německé tažné lokomotivy důvod ke starostem.

Rovněž vycházíme z toho, že obraz se v následujících měsících může zlepšit díky:

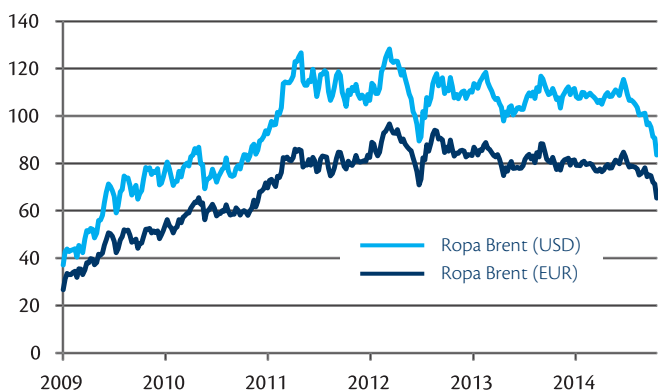
- oslabení směnného kurzu eura, které může pomoci znovu nastartovat evropský motor exportu;
- klesající tlak na sanaci u vlád: tíživý efekt tohoto tlaku na ekonomiku klesá na polovinu hodnoty z uplynulých let;
- výrazný pokles cen ropy o přibližně 15 % (v korunách) od začátku roku. To, co se ušetří na fakturách za pohonné hmoty, lze investovat nebo utratit jinde (to platí ale především pro amerického spotřebitele, v ČR zlevnění tlumí spotřební daň a zvýšení marže rafinerií a pumpařů).

Inflace zůstává nízká

Inflace zůstává všude na světě velmi nízká, a dokonce ještě dále klesá. Zejména celková inflace, tedy inflace, která měří nárůst cen veškerého zboží a služeb, jde dolů. Jádrová inflace, tedy inflace, která nepočítá s nárůstem cen základních potravin, energie a tabáku, zůstává stabilní. Jádrová inflace zůstává stabilní i v eurozóně.

Volný pád ceny ropy

Poslední pokles inflace je z velké část výsledkem výrazného poklesu ceny ropy. A ten je zase výsledkem skutečného nabídkového šoku na ropném trhu. Navzdory geopolitickému napětí v některých zemích Středního východu, které ropy těží, klesla její cena ze 108 USD za barel (na začátku roku 2014) na zhruba 83,50 USD za barel (v polovině října – viz graf). Slabá je nejen poptávka po ní. Výroba surové ropy roste mnohem rychleji, než se očekávalo. Zejména v Severní Americe dochází k velkému rozvoji těžby břidlicového plynu a ropy. Očekáváme, že země OPEC zbrzdí pokles cen tím, že výrobu omezí. Zároveň se však domníváme, že dopad tohoto omezení výroby nebude výrazný, protože mnoho zemí OPEC je na příjmech z ropy závislých, pokud chtějí udržet svůj státní rozpočet v rovnováze.



Data v grafu jsou k 16. 10. 2014. Zdroj: KBC Asset Management.

Uvolněná politika centrálních bank, ale první zvýšení úroků ze strany Fedu je již na obzoru

V USA na konci října skončil proces zvaný kvantitativní uvolňování, opatření na podporu hospodářství, kdy Fed nakupuje dluhopisy, aby stlačil úroky. Investoři se nyní připravují na následující krok. Zatím panuje klid, ale první zvýšení úroků podle všeho přijde již brzy. Klíčovým faktorem bude situace na trhu práce.

Fed a ECB volí různé strategie, což oslabuje euro

Fed postupně přivírá přívod kyslíku, naopak ECB kyslík přidává. Díky tomu se rozdíl v krátkodobých úrocích v USA a v eurozóně v uplynulých týdnech zvýšil ve prospěch USD. To mělo za následek, že směnný kurz eura vůči dolaru oslabil. Tím, že budou finanční trhy v následujících měsících předbíhat další kroky Fedu, se mohou rozdíly v úrocích ještě dále velmi zvyšovat ve prospěch dolaru. Proto očekáváme, že směnný kurz dolaru vůči euru ještě dále posílí (viz preferovaná témata na straně 6).



Finanční trhy se zase po delší době trochu otráslly a rozkolísaly, nervozita se razantně zvedla, sebevědomí byků, tedy těch, kteří věří v růst, bylo pošramoceno. A to jsou přesně ty chvíle, kdy se ruče, držící cenné papíry ať již ve formě podílových listů, akcií, či méně kvalitních dluhopisů roztřesou s jasnou tendencí prodávat. Zvláště v těchto chvílích, kdy většina z nás dosahuje mírného zisku.



Zejména v takových chvílích je třeba zachovat chladnou hlavu a s rozmyslem analyzovat situaci. Je pravdou, že pro každý výprodej existuje nějaký spouštěč, nějaká informace, která působí jako rozbuška. Pád nepřichází bez příčiny, to by bylo příliš jednoduché. Proto je třeba takovou rozbušku zkoumat. Tentokrát jí byla data, která přicházela z eurozóny, která dala vzpomenout na scénář recese v Evropě, navíc „obohacená“ o pár horších čísel z USA. Tam se navíc před výsledkovou sezónou začalo spekulovat o negativním vlivu posílení dolaru na americké globální společnosti.

Držet se fundamentu se nicméně většinou vyplácí. Po desetiprocentním poklesu akciových trhů fundament napovídal, že i se zapracováním zhoršeného scénáře jsou akcie oceněny rozumně, a to zvláště s ohledem na další růst cen dluhopisů. Proto jsme se rozhodli akciovou složku ve všech smíšených portfoliích navýšit.

Aleš Prandstetter, investiční stratég ČSOB Asset Management

2

NÁŠ POHLED NA PORTFOLIA

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

Co děláme v rámci portfolia?

Existuje spousta dobrých důvodů k tomu, abychom se rozhodli pro akcie.

- Podnikové zisky dosahují vrcholu. V USA padají dřívější rekordy. V Evropě byl ve druhém čtvrtletí prolomen negativní trend předchozích dvou let (konečně). Pokud kurzy akcií budou následovat tento vývoj zisku, mohl by být rok 2015 na burzách mimořádně úspěšný.
- Hodnocení: dividendový výnos se pohybuje od 2,50 % (světový akciový index) do 3,25 % (evropské akcie), české akcie vynášejí téměř 5 %. Už jen kvůli této dividendě musíme investovat do akcií. Srovnajte výnos z dividend s výnosem z hotovosti (0 % až 1 %) nebo s tím, co lze očekávat od dluhopisů (1,5 až 2,5 % v následujících dvanácti měsících za předpokladu, že tržní úrok nevrstne).
- Zlatá střední cesta. Pokud sledujete ekonomické zprávy, hrozí, že vás přepadne pesimismus. Světová ekonomika je však v mnohem lepším stavu, než se může zdát podle ukazatelů z eurozóny. Celosvětová rizika hrozící hospodářskému růstu se v uplynulých měsících dokonce výrazně zmenšila.
- Panuje výrazná shoda ohledně předpokladu, že americká centrální banka v polovině roku 2015 začne zvyšovat své úroky. Dosud není jasné, jak rychle a na jakou úroveň. Na začátku období, kdy centrální banka začne brzdit ekonomiku, byly akcie v minulosti vždy silné.

- Akcie jsou rizikové. To je známý fakt. I alternativy jsou však v současné době rizikovější poté, co úroky z dluhopisů klesly. Úroky se nemají příliš zvýšit, aby byl výnos (úroky + vývoj kurzu) negativní.

Opatrně s dluhopisy, alternativou jsou nemovitosti

Pokud jde o dluhopisy, zůstáváme velmi ostražití. Vzhledem k současné nízké úrovni může dokonce mírně vyšší úrok vést k nízkému nebo negativnímu výnosu z dluhopisů. Podniky jsou zdravé, ale jejich podnikové dluhopisy jsou drahé. Jak nepřímé investice do realit (fondy investující do realitních akcií) tak také přímé investice (fondy, které se přímo podílejí na realitních projektech) zůstávají zajímavou alternativou (viz tipy aktiv na straně 7).

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. Naš 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

Být mezinárodně aktivní je nutné k zaručení růstu ve střednědobém horizontu. 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.

Nemovitosti

Zahrnutí nemovitostí zajistí další rozproštění rizik v investičním portfoliu, čímž se zlepší očekávání v oblasti výnosu ve střednědobém termínu. Nemovitosti jsou atraktivní zejména pro mnoho investorů do dluhopisů, kteří hledají nové horizonty při hledání výnosu. Vysoká a bezpečná dividendy je okouzlí.

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

Dokud platíme za 1 euro více než 1 až 1,10 USD, je americký dolar podhodnocen. Existují různé důvody, které hovoří pro posílení směnného kurzu dolaru: zhodnocení, konkurenceschopnost, rozdíly v růstu a úročních, rozdíly v politice centrálních bank a rozdíly v rozpočtové politice.

Začátkem měsíce jsou odstartovány výprodeje napříč rizikovými aktivy. Volatilita akciových trhů, měřeno indexem VIX, roste až k 30 bodům. Rostou také kreditní marže korporátních dluhopisů, naopak výnosy bezpečných aktiv klesají. Ropa, v důsledku převisu nabídky nad poptávkou, pokračovala v propadu (letos –18 %). Akciový index S&P 500 ztrácí v prvním týdnu 5,5 %, evropské akcie klesají hloub (Euro Stoxx 50 ztrácí téměř 11 %). Výnos 10letého německého vládního dluhopisu padá na historické dno 0,76 %, ty české se dostávají na deseti letech poprvé pod 1 %. Epicentrem výprodejů, vedle Rusko–EU vztahů, hongkongských protestů, IS a eboly, se stává eurozóna, ve které výrazně rostou rizika recese.



V druhé polovině měsíce dochází na trzích ke konsolidaci. Přispěly k tomu dobrá fundamentální data z americké ekonomiky, reportované zisky (téměř 4/5 zisků tamních firem nad očekávání), ale také údaje čínského HDP. Čína sice reportovala nejslabší růst za posledních 5 let (7 %), nicméně data potvrzují, že obavy ze strmé poklesu hospodářství jsou liché. Důležitým byly také tamní údaje o maloobchodních tržbách, které rostly dvojciferným tempem. Velkým osvěžením byly pro trhy spekulace, že ECB by mohla počátkem příštího roku rozšířit své portfolio nákupů (mimo ABS a zajištěné dluhopisy) i o podnikové dluhopisy obchodované na sekundárním trhu.

Velkou neznámou zůstává výsledek stress testů evropských bank, které budou zveřejněny v závěru měsíce.

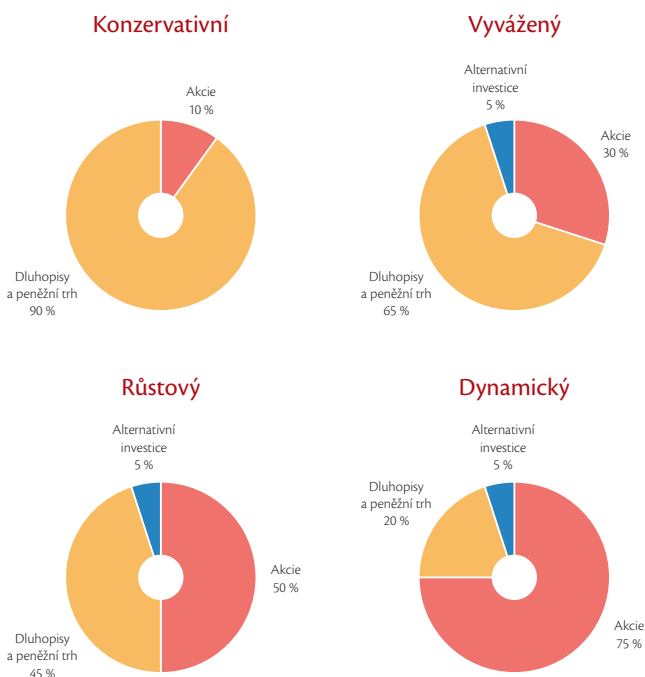
U dluhopisů nadále preferujeme podnikové emise se splatností 3–5 let. Do vybraných portfolií zvažujeme koupi chystané 4leté, fixně úročené korunové emise Pegas, u níž, s ohledem na předpokládaný zvýšený zájem z řad investorů, očekáváme menší než poptávaný objem. Nadále platí, že s ohledem na nízkou úroveň sazeb a rizika jejich případného růstu budeme v portfoliích omezovat nákupy zajištěných strukturovaných produktů, naproti tomu v nákupech smíšených fondů s ochranou (CPPI) budeme dále pokračovat. Akciovou složku v portfoliích i s ohledem na nedávný vývoj na trzích rizikových aktiv držíme lehce kolem neutrálních úrovní. U vybraných portfolií jsme poklesů akciových trhů využili k nákupům.

Jan Bureš, portfolio manažer CSOB Asset Management

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

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

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



3 PREFEROVANÁ TÉMATA

Preferovaná témata se oproti předchozímu měsíci nezměnila.

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 relativně dobře i jihokorejské a tchajwanské ekonomice, které jsou citlivé na export. Signály pro čínský motor růstu jsou různé: stabilní indikátory důvěry a stabilní růst HDP ve výši 8 % ročně ve druhém čtvrtletí tohoto roku, ale pokles výroby a také cen na trhu s nemovitostmi.

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

Období dvojciferných růstů čínské ekonomiky je za námi, ale vláda kormidluje ekonomiku ještě stále tak, že růst zůstane nad 7 %. Čínská vláda přitom volí spíše kvalitu a trvalost růstu než vysoký údaj o růstu sám o sobě. Uplatňuje přitom selektivní opatření, která růst podporují (zjednodušení bankovních úvěrů, investice do levných bytů pro průměrné Číňany, do železnic a podpora malých podniků). Dává však pozor, aby nepodporovala jevy, jako je stínové bankovníctví nebo spekulace s nemovitostmi. To vedlo ke zpomalení průmyslové výroby a zklamání z vývozu. Růst HDP ve druhém čtvrtletí se zrychlil na 8 % ročně. To je výrazně lepší výsledek, než se očekávalo. Domácí spotřeba zůstává na dobré úrovni, růst maloobchodních tržeb opět dosáhl 12 %. Indikátory důvěry a zcela určité vývoz vykazují známky znovuoživení. Tamní burzu ale ovlivňují spíše špatné zprávy a nejistota.

Firmní zisky rostou stejnou rychlostí jako v USA, přitom akcie se na trhu v současnosti obchodují s poměrem ceny k ziskům¹ ve výši 9.

Zbytek Asie AKTUALIZOVÁNO

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. Tchaj-wan nyní v plné míře profituje z růstu v USA, ale akcie jsou zřejmě poměrně férovo oceněny. 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 AKTUALIZOVÁNO

Silné zotavení zisků, bohaté hotovostní pozice a atraktivní úrovně ocenění vedou mnoho společností k vyplácení nebo zvyšování dividend a zpětnému výkupu vlastních akcií. Platí to zejména pro USA, kde zisky dosáhly rekordů a jsou stabilní. 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 neutráčí za ztrátové projekty nebo příliš vysoko oceněné akvizice. Investice do rozšiřování kapacit a nových výrobních linek jsou nejlepší volbou v prostředí silného růstu. Navzdory atraktivnímu ekonomickému vývoji a rostoucímu stupni naplnění průmyslové kapacity ale nejsme dokonce ani v USA zatím v takové situaci, o Evropě nemluvě.

Rozdělované dividendy plynou ihned k akcionářům. Dividendy jsou také mnohem silnějším signálem, že cílem je budovat stabilní hodnotu pro akcionáře: snížení dividend je pro podniky posledním krokem. Ukončení programu zpětného výkupu je mnohem snadnější. Pro investora představují vysoké dividendy od relativně stabilních společností dobrou alternativu k prudce se snižujícím výnosům z dluhopisů. Se zvýšením růstu se zvyšují úrokové sazby, což ovlivní ceny dluhopisů držených v portfoliu.

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.

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 0,8 %. 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 zjevně také nevýhodný: 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 ale 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 těžářských společností a trh nemovitostí v Číně jsou tedy výhledy 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. V eurozóně nyní dochází ke zpomalení růstu, ale 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. Sektor dopravy lze dokonce označit jako levný a může profitovat z nižších cen ropy. V sektoru letecké dopravy nicméně pozitiva ale maže strach z eboly. Růst zisků v průmyslu byl, zejména v Evropě, více než dobrý. Vyhledky analytiků však zůstávají skromné, zejména u výrobců investičního zboží. Konflikt v Rusku a klesající indikátory v Německu totiž snižují očekávání. Na druhou stranu 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. 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 dává smysl nebo je nutné vyměnit stroje, které dosud běžely na Windows XP. Mnoho z nových vývojových tendencí jde na úkor starších výrobků ze sektoru, smartphony ubírají podíl na trhu obyčejným mobilním telefonům, cloudové aplikace nahrazují lokálně instalovaný software a tablety nahrazují klasické počítače. Ale čistý růst zůstává přesto zachován, a to s poměrně vysokými maržemi.

Tyto pěkné výhledy tedy mají mnoho důvodů, navíc ocenění zůstává přitažlivé: poměr ceny k ziskům je pouze 15,45, 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 14,4. 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.

Zaměření – globální lídři BEZE ZMĚNY

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 zpevnování jejich měn by mělo nahrávat 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 obratu v USA je nad průměrem, mohou profitovat z posilování kurzu dolaru. I přes vyšší návratnost kapitálu nejsou globální lídři 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 turbulencí 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 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 odhadu fundamentální hodnoty ve výši 1,00–1,10 USD za EUR. Mějme však na paměti, že k tomuto zhodnocení dojde postupně, v delším časovém horizontu. V krátkodobém horizontu pak může dolar skokově (tak jak jsme to viděli nedávno) 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. Každý z těchto prvků byl v minulém měsíci znovu potvrzen. Z USA se mohou ozývat hlasy, aby se úroková sazba přece jen nezvyšovala příliš rychle, volání po zvláštních opatřeních v eurozóně zní však mnohem hlasitěji.

Dolar je vedoucí světová měna: tedy něco, na co evropská 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 BEZE ZMĚNY

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 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, 0,05 % 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 (0,85 %) a české (1,00 %) desetileté sazby nedávno dosáhly historického minima a nyní se nachází nedaleko nich. 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.

Akcie AKTUALIZOVÁNO

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 dvou letech, však bylo doprovázeno pouze skromným růstem zisků – a v Evropě dokonce jejich poklesem. Ale i tak stále platí, že přestože slibné, evropské akcie zůstávají zranitelné.

Obecně jsou akcie velmi citlivé na výkyvy hospodářského růstu. Obava, že zklamání z ekonomického růstu v Evropě „nakazí“ zbytek světa, způsobila, že burzy v současné době mírně klesají. Přesto se očekává, že světové HDP poroste v roce 2014 o 3,2 % a v roce 2015 o 3,5 % (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), 3,25 % (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 zranitelnosti 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. Vyplácené dividendy vypadají 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 realty jsou dražší, ale při nedostatku kancelářských ploch se domníváme, že ceny stávajících i nových projektů by mohly rychle stoupat. Americké realty prodávaly tento rok 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.

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“ (znovuobnovování kontraktu), kterou vytváří skutečnost, že investor nenakupuje 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 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 (růstový) trh průmyslových komodit.

Přesto se domníváme, že pokles cen pozvolna dosáhl svého dna: ceny průmyslových kovů od března stouply zhruba o 10 %, poté se tento výnos ztratil v následné korekci. Ceny se rovněž nacházejí dost blízko mezním nákladům výroby a investice do nových kapacit byly zastaveny. U některých kovů, jako je zinek, již zásoby také klesly. Pokud se světová ekonomika nezpomalí, z čehož vycházíme, jde o ideální fázi pro rostoucí 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 tvrdošijně 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 26 USD až pod 90 USD za barel. Ve střednědobém horizontu může zrychlující se růst produkce (břidlicová ropa, ropa z dehtových polí, ropa z hlubokého moře) v kombinaci s ustávajícím růstem poptávky vystavit cenu ropy značnému tlaku, ale v krátkodobém horizontu očekáváme návrat k ceně nad 90 USD. Pod 90 dolary se mnoho zemí OPEC dostane do rozpočtových problémů.

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 zvyšujících se poptávek.

Zlato BEZE ZMĚNY

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 BEZE ZMĚNY

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 24. 10. 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

		11/2014	02/2015	05/2015	11/2015
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	0,05	0,20	0,40	0,60
	5Y sazba	0,30	0,60	0,85	1,05
	10Y sazba	0,95	1,40	1,70	1,80
	USD/CZK	21,75	22,32	22,52	22,92
	EUR/CZK	27,75	27,90	27,70	27,50
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	0,90	1,20	1,45	1,50
USD	Základní sazba	0,25	0,25	0,25	0,50
	2Y sazba	0,45	0,60	0,80	1,10
	5Y sazba	1,50	1,90	2,10	2,30
	10Y sazba	2,30	2,80	3,15	3,30
	USD/EUR	1,28	1,25	1,23	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	-0,75	+2,40	+2,50	+1,42	+0,50	+1,50
EMU	-0,40	+0,90	+1,60	+1,34	+0,60	+1,10
USA	+2,20	+2,10	+2,80	+1,48	+1,80	+2,00

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg