



AKTUÁLNÍ ČÍSLO PŘINÁŠÍ:

Jak vidíme svět?

- Dvourychlostní svět
- Pěkné výsledky ve třetím čtvrtletí
- Ekonomický růst je v USA i nadále výrazně vyšší než v Evropě
- Fed a ECB volí různé směry

Co děláme v portfoliích?

- Nezůstávejte mimo hřiště a přidejte se k vítězům
- TINA
- Dluhopisy ano, ale...

Amerika ukazuje cestu z bludiště

Obyvatelé evropského kontinentu mají i nadále pocit krize a sotva si uvědomují, že světová ekonomika rychle pádí dál. V USA a rozvíjející se Asii naopak panuje ohledně růstu optimismus. Centrální banky USA a eurozóny – Fed a ECB – přistupují k této situaci různě. Zatímco Fed utlumil svůj program stimulací a pomalu začíná myslet na to, že zvedne úrokovou sazbu, ECB nyní konečně představila také svou vlastní verzi QE¹, aby dále podpořila evropskou ekonomiku. ECB se (neprávem) obává deflace. Situace ve světové ekonomice, která je tažena zejména USA, je schopna Evropu dostat ze zapeklitých problémů stagnace. Než však budou ECB a ČNB následovat Fed ve zvyšování úroků, uplyne ještě mnoho vody v řece.

Ocenění versus firemní zisky

Více než dva roky byl růst cen akcií obsažených v indexech S&P 500 a MSCI Europe téměř nepřetržitě silnější než vývoj zisku. To posunulo ocenění akcií z roviny „absolutně levné“ na „v souladu s průměrem uplynulých dvaceti let“. V průběhu roku 2014 se ocenění akcií ještě trochu zvýšilo. Poměr kurzu a zisku u S&P 500 je nyní 17, u MSCI Europe 14. Podle našeho názoru jsou akcie ještě stále solidně oceňovány, což platí zcela jistě vzhledem k „extrémně“ drahým obligacím. Pokud jsme si dříve dělali starosti kvůli tomu, že akciové trhy dále stoupaly bez podpory růstu zisků, nyní naše obavy mizí. Většina amerických podniků (S&P 500) publikovala své výsledky za třetí čtvrtletí a průměrný zisk na akcii byl o 5 % vyšší, než se očekávalo, a to při tržbách v souladu s očekáváním. I polovina evropských podniků z Eurostoxx 600 již zveřejnila své výsledky za třetí čtvrtletí a předložila zisk na akcii, který byl o 4,5 % vyšší, než se očekávalo. I zde odpovídaly tržby očekáváním.

Regionální rozdíly v růstu zůstávají velké

Údaje o růstu za třetí čtvrtletí jsou již známy. V USA byl hrubý domácí produkt reálně o 2,4 % vyšší než ve třetím čtvrtletí roku 2013. V EMU a v Číně byl růst 0,8 %, resp. 7,3 %. V Japonsku klesl o 1,1 %.

Ekonomický růst je tedy v USA i nadále výrazně vyšší než v Evropě. USA zahájí šestý rok růstu a pomalu se na obzoru objevuje období konjunktury. Obnova rozvoje v EMU byla naproti tomu zahájena teprve v polovině roku 2013 a i nadále bojuje s problémy. ECB se jen s obtížemi daří trend

¹⁾ Quantitative easing – kvantitativní uvolňování.

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

	Období	Údaj	Poslední změna
Inflace	10/2014	0,70 %	0,00 %
HDP	3Q/2014	2,30 %	-0,20 %
Nezaměstnanost	10/2014	7,10 %	-0,20 %
Základní sazba ČNB	10/2014	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.

obrátit. Oslabení eura, pokles cen ropy a zlepšení americké konjunktury by měly růst v Evropě vrátit do správného směru.

Japonsko se nachází ve slepé uličce nebo ještě přesněji: v recesi.

Ekonomická obnova na Západě může v následujících čtvrtletích pokračovat. Mzdy rostou více než inflace a tento rozdíl bude ještě větší nyní, kdy klesají ceny ropy (nicméně sílí dolar a spotřební daně pozitivní efekt v Evropě tlumí). Fakt, že roste počet pracovních příležitostí, znamená větší kupní sílu. Nezaměstnanost klesá a to podporuje důvěru spotřebitelů.

Strach z deflace je v Evropě přehnaný

V EMU byl v říjnu zaznamenán roční růst indexu spotřebitelských cen 0,4 %. Jinde na Západě je inflace blíže oficiálním cílům centrálních bank. Nejnovější obrovský pokles cen ropy bezpochyby stlačí inflaci dočasně ještě níž. To je důvodem nervozity na straně ECB. Přesto je pokles cen ropy pouze pozitivní jev: to, co rodiny ušetří za faktury za pohonné hmoty, mohou investovat nebo utratit jinde. V žádném případě to však není signál deflace. My naproti tomu očekáváme, že inflace se může v průběhu roku 2015 naopak zrychlit kolem 2,5 % v USA a 1,5 % v Evropě). Strach z deflace není oprávněný.

ECB a Fed: rozdílná politika

V USA na konci října skončilo období uvolněné měnové politiky. Fed již nenakupuje žádné další dluhopisy. Pokud to nebude nutné, nebude předběžně zahájen ani nový program. Nyní se čeká na první zvýšení úrokových sazeb ze strany Fedu. Podle předpokladů k tomu dojde v květnu až červenci 2015.

ECB nedávno představila svou vlastní verzi Quantitative Easing (QE). Přesto doposud dosáhla přesného opaku toho, co vlastně chtěla. Kvůli změně tržních okolností – kdy se úroková sazba ještě více snížila – splácejí evropské banky peníze, které si dříve půjčily, místo toho, aby podporovaly ekonomiku tím, že by si je půjčovaly. ECB tedy ještě dlouho nebude zvyšovat svou úrokovou sazbu. Nejdříve v roce 2016, možná ještě později...

Zvyšující se rozdíl v úrokových sazbách podporuje směnný kurz dolaru

Úroková sazba, kterou centrální banky drží uměle nízkou, a programy nákupu dluhopisů v USA měly nepochybně také vliv na dlouhodobé úroky. Německé desetileté sazby dosáhly v listopadu absolutního dna 0,74 %. A české jsou na tom stejně. Rozdíl v úrocích mezi Německem a USA se v roce 2014 opět zvýšil a v budoucnu se může zvyšovat i nadále. Nelze očekávat ani dramatický nárůst výnosů u dluhopisů.

Další zvýšení rozdílů mezi úroky v Německu a USA prospívá zejména dolaru a nechává slabší euro právě nyní hrát do karet ECB. Čím silnější euro, tím více strachu z deflace a tím silnější tlak na zahájení stimulačního programu.



Když se zeptáte majitele firmy, co je pro něj výnosem, který mu jeho firma přináší, odpoví pravděpodobně velmi jednoduše, že jsou to peníze, které se mu vrátí zpět do rukou. Tedy vše, co mu firma vyplatí jako majiteli. Logika velí, že stejná odpověď by měla platit u akciových společností obchodovaných na burzách. Nebo ne? Klasický pohled říká, že výnosem akcionáře je dividendy, tečka. Nicméně zde narazíme na poměrně vážný nesoulad – firmy vyplácejí svým akcionářům mnohem více, než je souhrn dividend.



Dividendy, zvláště ve Spojených státech, již delší dobu nehrají tak zásadní roli, na kterou byli akcionáři zvyklí. Navrácení peněz akcionářům formou skoupení vlastních akcií se stalo stejně oblíbenou formou. Dividendový výnos v USA dosahuje okolo 1,8 %, zatímco „výnos“ z buybacků (zpětných odkupů vlastních akcií) je nad 2 %. V roce 2013 společnosti z indexu S&P 500 skupily svoje akcie za zhruba 500 mld. USD. Letos by to mělo být ještě více. Mezi těžké váhy patří třeba Apple, AT&T, Google, Wells Fargo, 3M, Exxon Mobil. Asi se není čemu divit. Americké podniky vykazují rekordní zisky, rekordní hotovostní rezervy, a tudíž i rekordní nákupy vlastních akcií. Obliba roste i mezi evropskými a asijskými společnostmi. Buybacky také částečně stojí za silným růstem amerického akciového trhu v posledních letech.

Máme se nějak bát současného vzestupu zpětných odkupů? Myslím, že nikoli, jde o zbytečného strašáka. Vidět za nimi umělé zvyšování zisku na akcii, jak je někdy prezentováno, je podle mne účelové. Mnohem spíše jde o přirozený proces, kdy výplaty kapitálu, ať již ve formě dividend, nebo zpětných odkupů, umožňují alokovat peníze do jiných firem a odvětví. Na druhé straně, jako příjemci kapitálu totiž stojí firmy, které kapitál navyšují formou úpisu nových akcií. „Neviditelná ruka“ efektivní alokace kapitálu je jednou z nejprospěšnějších funkcí rozvinutého kapitálového trhu, který bohužel v České republice nenajdeme.

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?

Nezůstávejte mimo hřiště!

Nedostatek obdobně ziskových alternativ nás opět přivádí jednoznačně k akciím, je tady totiž TINA (pěkné dívčí jméno znamená v angličtině zkratku pro There Is No Alternative = Neexistuje žádná jiná alternativa). Každý měsíc roku 2014 získával tento argument na síle:

- V USA padají předchozí rekordy. V Evropě byl ve druhém čtvrtletí prolomem negativní trend a i třetí čtvrtletí nám přináší v souvislosti s firemními zisky dobré zprávy.
- Přidejte se k vítězům. Pesimistům mezi námi nabídl rok 2014 širokou paletu trápení. Ale pokud se nic nepokazí, a my nepředpokládáme, že se něco pokazí, bude rok 2014 pro investory více než dobrým inves-

tičním rokem. Firemní zisky porostou v roce 2015 o zhruba 10 % jak v USA, tak v Evropě. Pokud tedy budou akciové kurzy kopírovat vývoj zisku, pak rok 2015 bude – stejně jako tento rok – více než dobrý burzovní rok.

Dluhopisy – ano, ale...

Krátkodobě se neobáváme žádného výrazného růstu výnosu dluhopisů, ale jsme si přesto dobře vědomi rizika. Absolutní dno pro výnosy dluhopisů je 0 %. Horní hranice neexistuje. Vzhledem k současným nízkým úrokovým sazbám je šance, že výnosy dále klesnou (= kurzový zisk pro dluhopisy), mnohem menší, než že porostou (= kurzová ztráta). Proto dáváme přednost dluhopisům s relativně krátkou zbývajícím dobou splatnosti.

Firemní dluhopisy přinášejí o něco vyšší zisk než klasické státní dluhopisy, úvěrové riziko zůstává nízké, ale odměna za toto riziko není nijak velká. Kromě toho trh s podnikovými dluhopisy silně ztrácí likviditu s tím, jak je investoři drží pokud možno až do splatnosti.

Další možností pro investory do dluhopisů, kteří hledají výnosné alternativy, mohou být nemovitosti.

Akcie – důraz v krátkodobém horizontu

Rozvíjející se trhy v jihovýchodní Asii

Tento region je již několik měsíců jasnou jedničkou. V roce 2013 panovaly velké pochybnosti ohledně tohoto potenciálu růstu. Tyto pochybnosti se však nestaly skutečností. Čína i nadále rostla tempem 7 až 7,5 %. Rozvíjející se Asie zaznamenává výraznou slevu 25 % vůči světovému indexu. Vlastně by se tento výrazně rostoucí region, který není konfrontován se strukturálními problémy Západu, měl obchodovat s premii.

Akcie – střednědobá témata

Dividendové akcie a akcie se zpětným odkupem

Podniky, které nakupují své vlastní akcie nebo vyplácejí svůj přebytek jako dividendu akcionáři, vysílají pozitivní signál. Hotovost výnosy nepřinášejí. Co nabízí nejlepší ochranu proti riziku inflace na deset let? Pevný výnos 0,8 % z českého vládního úroku nebo dividendy průměrné evropské akcie (dnes 3,25 %), která roste ročně o 5 až 10 %?

Globální lídři

Globální lídři jsou podniky, které hlavní část svého obrátu realizují mimo své domácí trhy a udávají tón ve své branži nebo segmentu. Jsou přítomni na rozvíjejících se trzích, což jim dodává růst, ale mají defenzivnější charakter díky širokému rozkročení napříč trhy.

Dluhopisy – krátkodobé akcenty

Americký dolar

Vůči americkému dolaru máme pozitivní postoj. Tím se kryjeme proti případným novým závanům eurokrize. Dokud měnový kurz EUR/USD zůstane nad 1,00 až 1,10, je dolar podhodnocen. ECB bude podporovat další oslabování eura. Podporou pro dolar je i sílící ekonomika a zlepšující se bilance se zahraničím.

Dluhopisy z rozvíjejících se trhů

Dluhopisy v místní měně vynášejí 5 až 5,5 %. Úroková premie představuje solidní nárazník pro riziko směnného kurzu. K omezení kurzového rizika je nejlepší zvolit rozptýlené portfolio. V takovém případě jde o mix zemí, jako jsou Malajsie, Mexiko, Brazílie a Korea. Dlouhodobě představují tyto měny obohacení portfolio dluhopisů. Měnové riziko neznamená jen ztrátu – měny jsou často podhodnocené, takže je možný zisk z měnového kurzu.

Dluhopisy – střednědobá témata

Dluhopisy s vysokými úroky v lokálních měnách

Hledání výnosu nás přivádí do zemí a k měnám, které mají o něco vyšší úroky. Počítáme s úroky z dluhopisů, které jsou zhruba 50 bazických bodů nad německými. Čím vyšší jsou úroky z kupónů, tím méně je dluhopis zranitelný vůči růstu tržních úroků.

Ostatní témata

Nemovitosti

Nemovitosti zajistí rozptýlení rizika v investičním portfoliu. Sektor je populární zejména u investorů do dluhopisů, kteří hledají výnosné alternativy. Díky vyšší a bezpečnější dividendě jsou nemovitosti atraktivní.

Jak v krátkodobé perspektivě reagujeme v portfoliích profilových fondů na aktuální dění na trzích?

Guvernér ECB svým prohlášením v průběhu měsíce podpořil riziková aktiva. Vedle toho, že trhy ujišťuje, že je ochoten udělat cokoli, aby zvýšil v dohledné době inflaci a inflační očekávání, současně prohlašuje, že všichni členové bankovní rady podpoří uvolnění měnové politiky, bude-li to nutné. Tlumil tak dosavadní dohady o nejednotě uvnitř ECB. Vyhledka měnové expanze ECB současně příznivě působila i na dluhopisové trhy. Výnos německého bundu se dostává na nová historická minima, podobně tomu je i u domácích státních dluhopisů, které kopírovaly výnosy západních sousedů. Pokles kreditních marží příznivě působil také i na podnikové emise.

U dluhopisových portfolií nadále dáváme přednost podnikovým emisím se splatností 3–5let. Ty ve srovnání s dlouhými státními dluhopisy nabízejí vyšší výnos při daleko nižší míře úrokového rizika (durace). Do vybraných portfolií jsme v závěru uplynulého měsíce nakoupili dluhopis Erste Bank s pětiletou splatností a kupónem odvozeným od 3měsíčního PRIBORU +0,32 %.

Nadále platí, že s ohledem na nízkou úroveň sazeb a rizika jejich případného růstu budeme v portfoliích omezovat nákupy zajištěných strukturovaných produktů. Vzhledem k tomu, že náš dlouhodobý náhled na akciové trhy zůstává nadále příznivým, pokračujeme v nákupech smíšených fondů omezujících pokles (fondy typu Portfolio Pro). U vybraných portfolií jsme současně využili růstu akciových trhů v uplynulém měsíci a realizovali část zisků prodejem vybraných pozic. Akciovou složku nadále ponecháváme blízko neutrální úrovně.

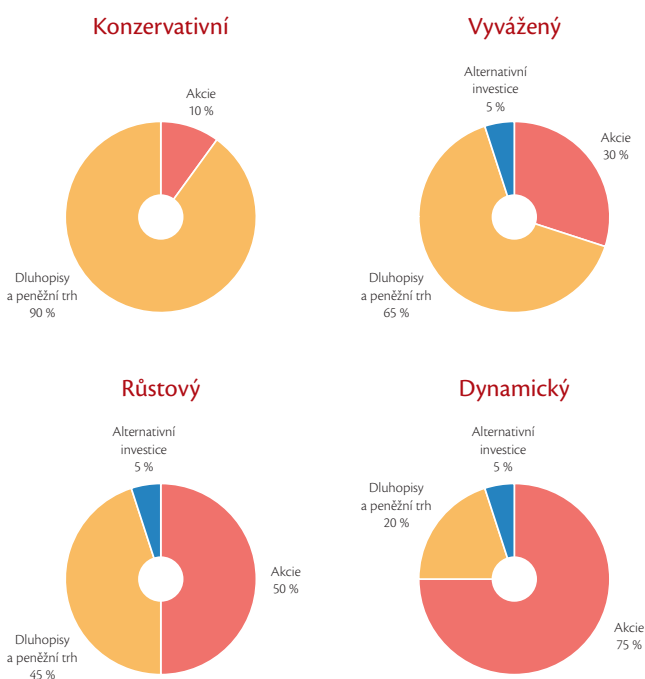
Jan Bureš, portfolio manažer ČSOB Asset Management



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

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

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



3 PREFEROVANÁ TÉMATA

Preferovaná témata se oproti předchozímu měsíci nezměnila.

Zaměření – jihovýchodní Asie AKTUALIZOVÁNO

Rostoucí asijské trhy jsou na tom v rámci rozvíjejících se trhů poměrně dobře, přesto však zaostávají za širokým trhem, a to po obtížném roce 2013 a váhavém začátku letošního roku. 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 hrapoval. Růst 5 % ročně nevypadá špatně, ale je nižší, než před několika lety. Rozpohybovat jej může zrychlení růstu v USA. 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 – ten byl ve výši 7,6 % meziročně ve třetím čtvrtletí tohoto roku, na druhou stranu 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 třetím čtvrtletí byl 7,61 % ročně. To je výrazně lepší výsledek, než se očekávalo, navíc dost dobrý na to, aby se vytvářela nová pracovní místa a udržela se nízká úroveň nezaměstnanosti. Domácí spotřeba zůstává na dobré úrovni, růst maloobchodních tržeb zůstává 12 %. Indikátory důvěry a zcela určitě vývoz vykazují známky znovuoživení. Tamní burzu ale ovlivňují spíše špatné zprávy a nejistota. Firemní zisky rostou stejnou rychlostí jako v USA, přitom akcie se na trhu v současnosti obchodují s poměrem ceny k ziskům 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. Korejské vývozy profitovaly z růstu v USA. Jsme svědky jasného nárůstu domácí poptávky. Tchaj-wan nyní v plné míře profituje z růstu v USA, ale akcie jsou zřejmě poměrně férově 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 ale její měna loni poklesla. Nový reformní prezident však dává důvod k optimismu. A proto i zde opakujeme: 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 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 ak-

cionáře: 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 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 těžbařských společností a trh nemovitostí v Číně 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. Kromě toho i zrychlení růstu od druhého čtvrtletí tohoto roku v USA hraje ve prospěch tohoto cyklického sektoru. Sektor je rovněž favoritem hospodářského zotavení. V Americe stoupá naplnění průmyslové kapacity strojového parku na nejvyšší míru od velké krize v roce 2008, 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. Růst firemních zisků ve třetím čtvrtletí 2014 odpovídal ekonomickému vývoji: více než dobrý v USA, ale zklamání v Evropě. Vyhlídky 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. Také a zejména v Evropě, kde levnější euro bude znamenat postup vpřed. Díky přísným omezením nákladů a nízkému tlaku na mzdy lze rostoucí poptávku převést na významně vyšší zisková rozpětí.

Zaměření – technologie AKTUALIZOVÁNO

Během fáze hospodářského zotavení dáváme přednost sektorům zaměřeným na růst, protože ty nejvíce těží z jakéhokoli hospodářského obrátu. 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: ukazují 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 obrátu 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 vyhlídky tedy mají mnoho důvodů, navíc ocenění zůstává přitažlivé: poměr ceny k ziskům je 17,5, ačkoli sektor – a zejména hardware – letos překonal výkon trhu o více než 10 %. Sektor je tedy o něco dražší než široký akciový trh, který se obchoduje na úrovni 16. 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 prostě 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 výrobní, 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 obrátu 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 srámy. 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 zpeřování jejich měn by mělo nahradit 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 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 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 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. Dlu-

hopisy 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. 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 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 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.

Německé (0,75 %) a české (0,80 %) 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. Neznámená 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 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 % 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.

Kam 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 nezhorsí.

Nemovitosti AKTUALIZOVÁNO

Seřazení 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 reality jsou dražší, ale při nedostatku kancelářských ploch se domníváme, že ceny stávajících i nových projektů by mohly rychle stoupat. Americké reality prodávaly tento rok příznivý vývoj díky nečekanému poklesu tržních úrokových sazeb a prudkému nárůstu výnosů ve třetím čtvrtletí. 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 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 dosahuje svého dna: ceny průmyslových

kovů od března stouply zhruba o 15 %, poté se ale 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 v uplynulých dvou letech rostla rychleji a téměř vždy přesahovala poptávku. Cena nicméně zůstávala tvrdošijně mezi 100 a 115 dolary za barel, tedy o něco výše, než jsou mezní náklady 85 USD. 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 konflikty se nevyřešily, ale od léta cena ropy klesla o 35 USD až pod 80 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. Očekáváme, že OPEC a zejména pak Saudská Arábie produkci sníží, aby zvýšily cenu. Pod 90 dolary se totiž mnoho zemí OPEC dostane do rozpočtových problémů.

S výjimkou stříbra a zlata, které mohou dále oslabit, očekáváme v blízké době opětovný mírný nárůst cen komodit s pokračujícím růstem světové ekonomiky a vyčerpáním zásob v důsledku zvyšující se poptávky.

**Přes málo
přesvědčivé
výsledky z Evropy
je náš globální
makroekonomický
výhled pozitivní.**

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. Zlato je podřadná a extrémně nestabilní investice. Tento vzácný kov obklopují mýty, pravda je však taková, že není vzácný, 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 26. 11. 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

		12/2014	03/2015	06/2015	12/2015
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	0,10	0,20	0,35	0,60
	5Y sazba	0,20	0,40	0,60	0,95
	10Y sazba	0,75	1,10	1,30	1,50
	USD/CZK	22,26	22,42	22,44	22,83
	EUR/CZK	27,60	27,80	27,60	27,40
EUR	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	-0,05	0,05	0,15	0,40
	5Y sazba	0,10	0,25	0,45	0,75
	10Y sazba	0,75	1,00	1,15	1,30
USD	Základní sazba	0,25	0,25	0,25	0,50
	2Y sazba	0,50	0,60	0,80	1,10
	5Y sazba	1,55	1,75	1,95	2,25
	10Y sazba	2,25	2,50	2,75	3,00
	USD/EUR	1,24	1,24	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	+1,70	+1,70

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg