



## AKTUÁLNÍ ČÍSLO PŘINÁŠÍ:

### Jak vidíme svět?

- V roce 2015 bude mít zásadní význam kvalita růstu zisku
- Prudký pokles cen energií vytváří kupní sílu, ne deflaci
- Rozdíl v úrocích mezi USA a Německem se dále zvětšuje
- Očekáváme další posílení dolaru

### Co děláme v portfoliích?

- Nedostatek alternativ nás drží u akcií
- Dluhopisy ano, ale...

## Takový bude rok 2015

V roce 2015 očekáváme (mírně) vyšší ekonomický růst než v roce 2014. Indikátory důvěry v USA vytvářejí pozitivní hospodářský obraz. V eurozóně však zřejmě výhled zůstane zastřený. Snahy o sanaci pokračují. Fed zvyšuje úroky, ECB k tomu v roce 2015 zatím nemá žádné důvody. O inflaci zatím nelze hovořit. Nabídka surovin zůstává vyšší než poptávka. Dolar posiluje. V roce 2015 bude mít zásadní význam růst zisku tažený růstem tržeb... To je rok 2015 ve zkratce, více najdete v následujících odstavcích.

## Začnou se burzy bát výšek?

Hlavní akciové indexy uzavírají pěkný burzovní rok. Akciové trhy mohou čerpat ze dvou zdrojů růstu: ze změny ocenění, kdy investory požadovaná výnosnost klesá, a růstu zisků. Akcie jsou oceněny spravedlivě. V roce 2015 bude mít zásadní význam růst zisků. Důležitá však bude i jeho kvalita, aby byl tento růst tažen růstem tržeb, a nikoli úsporami nákladů. Růst tržeb se realizuje zejména na rozvíjejících se trzích. Očekáváme růst zisků ve výši zhruba +8 až 10 %.

Index S&P lálal v roce 2014 jeden rekord za druhým. Akcie z eurozóny zůstaly v uplynulých letech významně pozadu (viz graf níže), zvláště pokud připočteme i posílení měn a podíváme se na výnosnost třeba v české koruně. Očekává se další pohyb směrem nahoru. Podmínky zůstávají příznivé.

## Poptávka po surovinách zůstává slabá

Celosvětová poptávka po ropě je slabá, nabídka naopak bohatá. Ke konci roku 2015 počítáme s cenou ropy maximálně 85 USD/barel. Dokonce i v případě, že by posílení konjunktury znovu oživilo poptávku, zůstane nabídka ropy i většiny průmyslových kovů velmi vysoká.

Zlato nebylo nikdy nedostatkové. Těžební náklady jsou ještě hluboko pod současnou tržní cenou. Takže...

## Inflace zatím není na pořadu dne

Pokud zůstane růst omezený, bude k dispozici dostatečná nadbytečná kapacita a nezaměstnanost zůstane vysoká, zůstane i inflace na nízké úrovni. Současný výrazný pokles cen ropy sníží v dohledné době inflaci v eurozóně. To rovněž vytvoří kupní sílu evropského i amerického spotřebitele, nikoli deflaci.

## 1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

### Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

	Období	Údaj	Poslední změna
<b>Inflace</b>	11/2014	0,60 %	-0,10 %
<b>HDP</b>	3Q/2014	2,40 %	-0,10 %
<b>Nezaměstnanost</b>	11/2014	7,10 %	0,00 %
<b>Základní sazba ČNB</b>	11/2014	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.

## Měnová politika šitá na míru podle rizik

Americká ekonomika dosáhla fáze vrcholné konjunktury. Fed slibuje, že v polovině roku 2015 zvýší úrokové sazby. Podle našeho názoru to bude o něco dříve. Nicméně pokud to bude nutné, nebude Fed rovněž váhat s opětovným zapojením tiskárny peněz, ale k tomu nedojde. Ke konci roku 2015 počítáme s americkými úroky stanovenými Fedem ve výši 0,75–1 %.

V eurozóně zůstane růst nejdůležitějším rizikovým faktorem. O inflaci nelze hovořit. ECB tedy nemá důvod zvyšovat svou sazbu. To očekáváme teprve (později) v roce 2016. Podobně můžeme hovořit o České národní bance, ani v ČR není zvyšování úroků, i přes slibný růst ekonomiky, na pořadu roku 2015.

## O úrocích a úrokových rozdílech

I v průběhu roku 2015 zůstanou výnosy dluhopisů v klíčových zemích nízké, i když se mohou dostat pod tlak směrem vzhůru, a to s ohledem na komplikovanější měnovou politiku v USA.

V eurozóně neočekáváme prudký růst výnosů německých dluhopisů, ale německé sazby jsou tradičně v přímém vztahu s těmi americkými. A v roce 2015 to nebude jiné. Rozdíly v konjunkturu jsou stejně velké a politika centrálních bank tak různorodá, že zvýšení diferencí je nevyhnutelné. Výnosy českých dluhopisů budou sledovat ty německé, nicméně historicky velmi malý rozdíl mezi českými a německými výnosy se pravděpodobně zvětší.

## Dolar zůstává atraktivní

Vše nasvědčuje tomu, že můžeme očekávat další posílení dolaru. „Břidlicová revoluce“ snižuje chronický schodek v běžném účtu platební bilance, Fed již netiskne peníze a dále tu jsou ještě velké a stále se zvětšující rozdíly v úrokových sazbách mezi USA a Německem.

Několik měn z rozvíjejících se trhů výrazně oslabilo. Tím země získaly konkurenční výhodu. Na atraktivitě získaly i v souvislosti s úročením. Příležitosti nabízejí zcela jistě měny zemí, které dovážejí suroviny a mají stabilní politické klima.

## Snižování dluhů: dieta bude (ještě) lehčí

V roce 2015 budou snahy USA v oblasti uzdravení veřejných financí o něco výraznější než v roce 2014, v EMU průměrně stejné. Čím více se blíží rok 2015, tím více Evropa snižuje své ambice. Evropská komise povolila Francii, Itálii a Španělsku, aby stanovily jiné priority. V USA vstoupí 15. března 2015 opět v platnost zákon o dluhovém stropu. Šance na další úspory je reálná. I to pomůže dolaru.

## Hospodářství roste

Světové hospodářství zrychlí. V této souvislosti očekáváme také silné indikátory důvěry v USA, nízkou inflaci, pokročilé snižování zadluženosti privátního sektoru a méně tlumící politiku úspor. Podnikové investice zůstávají slabé. I to by se mohlo změnit a podpořit ekonomickou výkonnost.

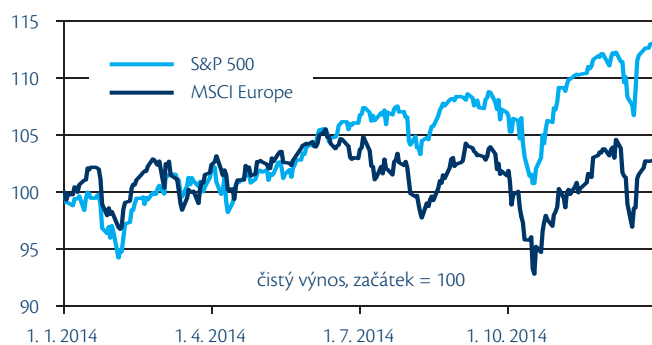
EMU se musí v roce 2015 dostat z mrtvého bodu. Očekáváme růst ve výši 1,3 %. Proto počítáme s nízkou cenou ropy, oslabením eura, posílením americké konjunktury a jednodušší úvěrovou politikou evropských bank. Pokud to bude nutné, přispějí také ohlašovaná podřídná opatření ECB.

## Rozvíjející se trhy: Rok ovce

Nový svět současnosti již nejsou „Emerging markets“ z dob dřívějších. Čína se stala silným spotřebitelským trhem, který získává na významu. Větší spotřeba v Číně znamená menší úspory a větší dovoz, a to i z USA a Evropy. Západ se díky tomu může dostat ze svých dluhových problémů.

Perspektivy pro Rusko a země Latinské Ameriky, které vyvážejí suroviny, již nejsou tak růžové. Mnoho surovin se obchoduje blízko mezním výrobním nákladům a výrazný růst cen nelze očekávat.

## Evropské akcie zaostávají



Data v grafu jsou k 30. 12. 2014. Zdroj: KBC Asset Management.

Podle posledních průzkumů se mnohým Čechům v roce 2015 zvedne mzda, navíc většina šéfů českých firem se vyjádřila pozitivně směrem k vyplácení celoročních bonusů a odměn. Přestože téměř každý bude chtít nabytou hotovost využít ke splnění si nějakého věcného či zážitkového přání, neměly by všechny tyto peníze navíc být projedeny. Věřím, že mnoho budoucích důchodců využije zvýšeného příjmu k tomu, aby začali se starostí o vzdálenější horizonty. A proto otázka zda investovat, či pouze spořit vyvstane s větší naléhavostí, což dále implikuje otázku, co lze očekávat od finančních aktiv v budoucnosti a zda opět v roce 2015 překonají spořicí produkty, stejně jako tomu bylo v roce 2014.

Situace na peněžním trhu zřejmě zůstane tristní. To znamená, nečekejme ještě nějaký zásadní růst úrokových sazeb, zejména v Evropě a v ČR, alespoň nějakého pohybu se můžeme dočkat možná v konci roku.

Dluhopisový trh bude balancovat na hraně. I když možná ještě nedojde k propíchnutí bubliny, matematicky je takřka nemožné, aby dluhopisy dosáhly letošního výkonu – tedy alespoň pokud se pohybujeme v reálném světě.

O akciovém trhu praví v současnosti lidová moudrost, že už je drahý. Nemyslím si to. To ale neznamená, že akciová investice bude procházka růžovou zahradou – již na konci roku 2014 můžeme vidět zvýšenou kolísavost a ta se přelije i do roku 2015. Mnoho se mluví o tom, jaký bude dopad ruské krize spojené s pádem cen ropy. Pokles cen energií bude ve střednědobém výhledu pozitivní pro akcie jako celek, přestože poměrně rozsáhlý energetický sektor bude ronit krvavé slzy. Pokud ruská krize nezpůsobí nějakou geopolitickou katastrofu, můžeme na konci roku 2015 opět sčítat akciové zisky. Vidím je jako lehce nadprůměrné, tedy kolem 10 %.

Komodity již poněkolkáté nebudou zřejmě investicí zaslíbenou a v portfoliu nadále budou hrát spíše diverzifikační roli stejně jako další alternativní investice. Lepší by měly být investice do realit nebo akcií reálních firem. Zde jdou proti sobě budoucí zvyšování úrokových sazeb (negativum) a lepší hospodářská situace (pozitivum).

A jaké jsou alternativní scénáře? Podle mne je větší pravděpodobnost razantního růstu akcií než jejich významnějšího poklesu. Akcie by se totiž mohly výnosově „přizpůsobit“ dluhopisům a tím cenově „přestřelit“.

Rozbuškou pro pesimistický scénář mohou být zejména turbulence na dluhopisovém trhu. Černé labuť tak možná skrytě plují na geopolitickém rybníku a ve finančních institucích.

Aleš Prandstetter, investiční stratég ČSOB Asset Management



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?

### Nedostatek alternativ nás drží u akcií

Podnikové zisky jsou solidní. V USA padají dřívější rekordy. V Evropě byl ve druhém čtvrtletí (konečně) prolomen negativní trend uplynulých dvou let. Tento obrat potvrdilo třetí čtvrtletí. Firemní zisky porostou v příštím roce zřejmě o zhruba 10 % (jak v USA, tak v Evropě). Pokud budou akciové kurzy následovat tento vývoj, bude rok 2015 opět úspěšným burzovním rokem.

Očekávaný dividendový výnos z akcií je 2,50 % (světový akciový index) nebo také 3,5 % (evropské akcie), dokonce i 4,5 % (pražská burza). Už jen kvůli této dividendě musíme investovat do akcií. Srovnajte výnos z dividend s výnosem z hotovosti (o něco více než 0 %) nebo s tím, co můžeme očekávat od dluhopisů (1 % až 2,5 % v následujících 12 měsících, a to za předpokladu, že tržní úroky nepůjdou nahoru).

Pokud se rozhodneme pro dluhopisy, dáváme přednost takovým, které mají relativně krátkou zbývající dobu splatnosti. Neočekáváme krátkodobě výrazný růst výnosů dluhopisů, ale toto riziko neztrácíme ze zřetele. Inflace je největším dlouhodobým rizikem, zatím však neaktuálním. Ale současné výnosy českých nebo německých desetiletých vládních dluhopisů (mezi 0,5 % a 0,80 % ročně) mohou být (poměrně?) nedostatečné, než aby kompenzovaly inflaci v období 2014–2024.

Pěknou alternativu představují strukturované investice do akcií s kapitálovou ochranou.

## Akcie – důraz v krátkodobém horizontu

### Rozvíjející se trhy v jihovýchodní Asii

Rozvíjející se Asie obchoduje s velkorysou slevou 28 % oproti světovému indexu. Běžná sleva je asi 15 %. Vlastně by se tento výrazně rostoucí region, který není konfrontován se strukturálními problémy Západu, měl obchodovat s premii.

### Německé akcie

Burzy vidí dopředu. Důvěřujeme obnově růstu v Evropě. Doposud zůstal MSCI EMU 10 až 15 % za světovým indexem. Strach z recese, deflační horečka a nejistota ohledně stresových testů bank byly dobré důvody, které nyní mizí.

Německo se musí opět stát lokomotivou evropské konjunktury. Oslabení eura a zrychlení konjunktury povedou ke zvýšenému exportu. Zrychlení růstu mezd (mj. zvýšením minimální mzdy) a nízká inflace povedou k větší kupní síle.

## Akcie – střednědobá témata

### Dividendové akcie a akcie se zpětným odkupem

Podniky s přebytkem hotovosti mohou peníze investovat jen pěti způsoby. Mohou investovat do dlouhodobých aktiv, akvizic, nákupu vlastních akcií, snížení svých dluhů nebo vyplácet dividendu svým akcionářům. Ve všech případech jde o pozitivní signály.

## Globální lídři

Globální lídři jsou podniky, které hlavní část svého obrátu realizují mimo své domácí trhy a udávají tón ve své branži nebo segmentu. Tyto podniky jsou kromě toho nyní ve fázi růstu vzhledem k tomu, že investoři opět dostali chuť na rozvíjející se trhy.

## Dluhopisy a měny – krátkodobé akcenty

### Americký dolar

Vůči americkému dolaru máme pozitivní postoj. Tím se kryjeme proti případným novým závanům eurokrize, ale to není ten nejdůležitější důvod. Dokud zůstane kurz EUR/USD nad 1,00 až 1,10, je dolar podhodnocen. Důležité je i oddělení eurozóny od USA: svou roli hraje rozdíl v růstu, v měnové politice a zvěšující se rozdíl mezi úroky.

### Dluhopisy z rozvíjejících se trhů

Za zásadní nedorozumění považujeme názor, že období růstu úroků nebo začátek tlumící politiky centrálních bank vytváří pro rozvíjející se trhy špatné klima. Musíme si však dát pozor na měny (země), které jsou kvůli schodkům platební bilance závislé na zahraničním investičním kapitálu.

## Dluhopisy a měny – 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?

V uplynulém měsíci rizika na trzích vzrostla. Příčinou byl pokračující propad cen ropy, který vyústil v oslabení měn zemí závislých na vývozu této komodity. Zasažena byla převážně ruská měna, jejíž ekonomika je současně vystavena tlaku sankcí. Ve snaze zastavit propad měny, vlivem odlivu kapitálu, zvýšila ruská centrální banka klíčovou sazbu, a to o celých 6,5 % na 17 %. Vedle měny a akcií byly zasaženy také i tamní dluhopisy, u kterých významně narostly rizikové marže. Reakce trhů byla o to intenzivnější, neboť se tak dělo na konci roku, kdy je likvidita na trzích obecně nižší a současně investoři bilancují uplynulý rok, v jehož závěru nechtějí být exponováni vůči silně volatilním trhům. Mezinárodní měnový fond v reakci na výprodeje upozornil na přílišné přeceňování rizik spojených se zeměmi exportujícími ropu (převážně Ruska, Nigérie a Venezuely). Situace se tak na ruském trhu po silných propadech stabilizovala.

Do centra dění se po dlouhé odmlce dostalo i Řecko. Po neúspěšné prezidentské volbě se naplnily obavy tamních předčasných voleb. Favoritem nového kola voleb je silně levicová Syriza, jejíž vítězství by znamenalo odklon od dosavadní fiskální disciplíny, již Řecko nabylo opětovnou důvěrou investorů. Návrat rizik tak jednoznačně prospíval



bezpečným investicím. Výnos desetiletého německého dluhopisu poklesl na nové historické minimum 0,55 %. Rizikové marže podnikových dluhopisů naproti tomu lehce vzrostly.

U dluhopisových portfolií nadále dáváme přednost podnikovým emisím se splatností 3 až 5let. Ty, ve srovnání s dlouhými státními dluhopisy, nabízejí srovnatelný/vyšší výnos při daleko nižší míře úrokového rizika (durace). Do vybraných portfolií jsme v uplynulých dvou měsících pořizovali v malých koncentracích i dolarové dluhopisy. S nimi je sice na jednu stranu spojeno riziko růstu výnosů (pokles ceny) v důsledku zlepšující se kondice americké ekonomiky, na stranu druhou mohou ale tyto dluhopisy těžit z poklesu rizikových marží, které jsou ve srovnání s těmi evropskými vyšší vlivem přísnější politiky Fedu.

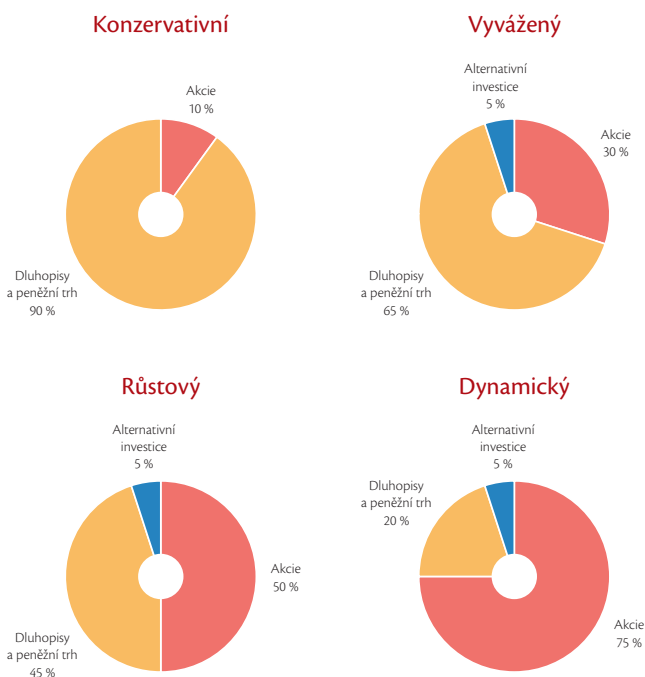
Nadále platí, že s ohledem na nízkou úroveň sazeb a rizika jejich případného růstu budeme v portfoliích omezovat nákupy zajištěných strukturovaných produktů. Vzhledem k tomu, že náš dlouhodobý náhled na akciové trhy zůstává nadále příznivým, pokračujeme v nákupech smíšených fondů omezujících pokles (fondy typu Portfolio Pro). U vybraných portfolií jsme využili poklesu akciových trhů k nákupům a navýšili tak expozici lehce nad neutrální úroveň.

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 – rozvíjející se trhy

Rozvíjející se země se skládají ze tří velkých oblastí: Asie, Latinská Amerika a střední Evropa. Tyto oblasti jsou velmi různorodé a každá z nich má své specifické charakteristiky a cíle. Proto získají různá investiční doporučení s někdy ještě dalším rozdělením.

### Jihovýchodní Asie AKTUALIZOVÁNO

Rostoucí asijské trhy jsou na tom v rámci rozvíjejících se trhů poměrně dobře, přesto však lehce zaostávají za globálním akciovým trhem. Pozitivní výnos globálního trhu zahrnuje z velké části růst dolaru. Po obtížném roce 2013 a slabším začátku 2014 se tyto trhy nadechly. 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 zůstává pevná. Jen exportní motor haproval. Růst 3 % až 5 % ročně nevyplývá 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. Až na Malajsi jsou všechny země rozvíjející se Asie významnými dovozci ropy a patří k zemím, které požívají největších výhod z jejich nízkých cen. Signály pro čínský motor růstu jsou nejasné: na jedné straně 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. Burza nejprve příliš počítala se špatnými zprávami a nejistotou. Pak přišlo znovuzrození. Čínská burza vykazuje za posledních 6 měsíců známky oživení a vzrostla o 50 %. 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 na Tchaj-wanu. V Koreji zůstává ekonomická situace problematická a oslabení měny přímého konkurenta Japonska také nepomáhá. Očekáváme, že korejský export může profitovat z růstu v USA. Jsme svědky jasné obnovy 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 vývoze ropy změnila v dovozce ropy. Nyní stejně jako většina zemí rozvíjející se Asie zažívá jasný pozitivní efekt klesajících cen ropy. Pouze Malajsie ropu vyváží. Její burza a měna však nedávno také zažily pořádné otřesy.

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 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 neakumuluje ve společnosti ani neutrácí 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 investory jsou vysoké dividendy z relativně stabilních firem vhodnou alternativou pro nízké výnosy z dluhopisů: výnos německého desetiletého státního dluhopisu je kupříkladu nižší než 0,6 %. A jeho český protějšek je na tom takřka stejně. Průměrný dividendový výnos v eurozóně ale dosahuje 3,7 % 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 ještě poklesy úroků v zemích, kde inflace silně klesá kvůli nižším cenám ropy.

## 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. Pokles cen ropy se dotkne také investic ropného sektoru. 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. 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. Zejména letecká doprava má „vítr v zádech“: nižší náklady (kerosin) a vysoký stupeň obsazenosti, takže může své ceny zvýšit. I balíkové služby v USA jedou na plné obrátky.

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 v Evropě, kde je levnější euro, to bude znamenat postup vpřed. Díky přísným omezením nákladů a nízkému tlaku na mzdy lze i zde rostoucí poptávku převést na významně vyšší ziskové marže.

## 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. 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 16,1, 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 14,9. 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. Světový 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 závisí 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 šrámky. 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 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 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 AKTUALIZOVÁNO

V rámci dluhopisů s vysokými výnosy hledáme zejména výnosy, které jsou vyšší než německá, případně česká referenční hladina. Do úvahy přicházejí jak klasické rozvinuté země, tak rozvíjející se trhy. Investujeme zejména do vládních dluhopisů s výrazně bezpečným ratingem. Takto usilujeme o vyšší výnos, zatímco úrokové riziko a stupeň kolísání zůstávají pod kontrolou.

V roce 2013 dostalo téma dluhopisů několik pořádných zásahů. Kromě některých specifických problémů (jako jsou politické nepokoje v Turecku a Brazílii) trpěly trhy zejména představou, že zájem západních investorů může silně poklesnout. Investoři se obávali, že hlavně země s velkými nedostatky na běžném účtu platební bilance (jako jsou Turecko, Indonésie a Jižní Afrika) by měly problémy, aby i nadále získávaly dostatek investic od zahraničních investorů, protože stoupající sazby v USA vedou k nižší atraktivitě.

V roce 2014 tato obava zmizela a bouře se uklidnila. Americké sazby se nezvýšily, mnoho rozvíjejících se zemí zvýšilo své základní úrokové sazby a pozornost se opět zaměřila na silné konkurenční výhody mnoha zemí.

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.

Investoři však musejí brát v úvahu poněkud vyšší volatilitu těchto trhů. Takto se mohou dluhopisy z rozvíjejících se zemí opět dostat pod tlak, pokud americká centrální banka změní svou komunikaci a k nárůstu sazeb dojde rychleji, než se očekává. Rizika tedy existují i nadále, ale proti nim stojí pěkná odměna.

## 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 cyklický 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 ozvat hlasy, aby se úroková sazba přece jen nezvyšovala příliš rychle. Jako omluvu lze nyní použít pouze nízkou inflaci. První zvýšení sazeb se všeobecně očekává v polovině roku 2015. Kromě toho však zní mnohem hlasitěji volání po zvláštních opatřeních v eurozóně. Tlak na euro směrem dolů by musel znamenat i podporu pro dolar.

Dolar je vedoucí světová měna: tedy něco, na co evropští investoři někdy zapomínají. 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 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, 0,05 % u ECB a ČNB, 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 (0,55 %) a české (0,75 %) desetileté sazby každým měsícem dosahují nových historických minim. 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 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. Očekává se, 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), 3,5 % (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 bývá 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 či pádu ruského rublu... V obdobích výraznější nejistoty si investice nabízející ochranu kapitálu zaslouží zvýšenou pozornost.

V prostředí, kde jsou úrokové sazby nízké, jsou pojistné prémie drahé. Investiční produkty tohoto typu jsou směřovány spíše na dluhopisovou klientelu než na klientelu akciovou. Avšak proč nevyměnit jistotu extrémně nízkého dluhopisového výnosu za nejistotu, která může zaznamenat stejný mízný 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 společnost, 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 přítažlivější 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.

Ale i zde jsou pěkné příležitosti. Zlepšující se pracovní trh způsobuje růst spotřebitelských investic a pokles nezaměstnanosti i mezi mladými. Ti tak mohou začít hledat svůj vlastní byt. Díky příliš nízkým investicím do bytové výstavby po nemovitostní krizi vznikly oblasti s nedostatkem bytů, zejména těch startovních.

## 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.

Na začátku roku jsme viděli určité zlepšení. Ceny průmyslových kovů od března stouply zhruba o 15 %, poté se ale tento výnos ztratil v následné korekci. U železné rudy byl zaznamenán dokonce kontinuální pokles. 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. S výjimkou stříbra a zlata, které mohou dále oslabit, očekáváme v blízké době opětovný nárůst cen komodit s pokračujícím růstem ekonomiky a vyčerpáním zásob v důsledku zvyšující se poptávky.

Zásoby ropného trhu jsou relativně vysoké: produkce v uplynulých dvou letech rostla rychleji a téměř vždy přesahovala poptávku. Cena nicméně zůstávala tvrdší než mezi 100 a 115 dolary za barel, tedy o něco výše, než jsou mezní náklady 80 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 55 USD až pod 60 USD za barel.

Produkce ropy se v listopadu zvýšila na více než 95 milionů barelů za den (historický rekord). Spotřeba je zhruba 93 milionů barelů (sotva 0,5 milionu pod rekordem z letošního léta). Je tedy třeba zpracovat přebytek ve výši 2 milionů. Obecně se očekává, že se poptávka v příštím roce zvýší o 400 tisíc barelů díky atraktivnímu růstu světové ekonomiky. Díky snížení investic se poptávka mimo OPEC sníží – podle očekávání o asi půl milionu barelů. To znamená, že OPEC bude muset vyrábět také o přibližně 1,2 milionu barelů méně – to jsou asi 4 % z jejich výroby. Cíl snížit výrobu o 4 %, aby se cena zvedla o 40 %, vypadá jako dobrý obchod. Dopusud k tomu však nedošlo, protože je jasné, že pokud se sníží výroba za účelem podpory ceny, jiní výrobci výrobu zvýší, aby zaplnili mezeru (v současné době zejména břidlicová ropa v USA a dále také v Brazílii, těžba v mořských hloubkách, Rusko, Norsko). Arabské země mohou vyrábět za cenu pod 30 dolarů, takže mohou vytlačit jiné výrobce z trhu tím, že odmítnou požadavek na snížení své výroby. Postupně bylo stále jasnější, že zvolili tuto možnost, takže cena ropy klesala rychleji a více.

Domníváme se, že pokles cen ropy je už z velké části za námi. Ale to neznamená, že bychom krátkodobě nemohli očekávat ještě hodně volatility a že jsou nemožné poklesy pod 50 dolarů. Arabské země svou výrobu nakonec také sníží. Protože ačkoliv je jejich mezní výrobní cena pod 30 dolary a těžba ropy zůstává rentabilní také za 50 dolarů, je cena příliš nízká, než aby udržela jejich velmi výdajový rozpočet v rovnováze. Země OPEC (dokonce Saudská Arábie) používají příjmy z ropy na to, aby udržely obyvatelstvo šťastné nebo alespoň klidné, a v dobrých letech s výdaji zacházely velmi rozmařile. Jako nejlepší příklad lze uvést Venezuelu v době Cháveze. Očekáváme, že trh opět najde rovnováhu od druhé poloviny roku 2015 a že cena ropy se může vrátit na úroveň okolo 80 USD za barel ke konci roku 2015.

## 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 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 fondy<sup>1</sup> nebo private equity<sup>2</sup>. 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 30. 12. 2014). Materiál neslouží k poskytování osobního investičního poradenství, nepředstavuje investiční doporučení k nákupu či prodeji jakýchkoliv investičních nástrojů ani nabídku na uzavření smlouvy podle § 1732 zákona č. 89/2012 Sb., občanského zákoníku. Před rozhodnutím k nákupu jakéhokoliv produktu vám proto doporučujeme kontaktovat investičního poradce nebo osobního bankéře, který vám poskytne více informací o produktech a doporučí, jestli se konkrétní produkt hodí k vašemu rizikovému profilu a do vašeho portfolia. Investiční nástroje uvedené výše nezaručují návratnost vložené investice. Hodnota investice může v čase kolísat, v závislosti na typu investice i výraznějším způsobem.

<sup>1</sup> Hedge fond je speciální investiční fond. Je vysoce rizikovou investicí, která může přinést vysoký výnos, ale také vysokou ztrátu. Snaží se o absolutní výnos nezávislý na obecném ekonomickém vývoji a vývoji kapitálových trhů.

<sup>2</sup> Private equity jsou typicky investicemi do začínajících, veřejně neobchodovaných společností, a to jak formou dluhového nebo kapitálového financování, či jejich kombinací. Jedná se o vysoce rizikové investice, které ale mohou přinést též vysoce nadstandardní výnos.

## Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a kurzů

		01/2015	04/2015	07/2015	01/2016
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	0,15	0,20	0,35	0,70
	5Y sazba	0,20	0,40	0,60	1,10
	10Y sazba	0,75	1,10	1,30	1,60
	USD/CZK	22,62	23,17	23,59	23,83
	EUR/CZK	27,60	27,80	27,60	27,40
EUR	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	-0,10	0,05	0,15	0,50
	5Y sazba	0,05	0,25	0,45	0,85
	10Y sazba	0,60	1,00	1,15	1,40
USD	Základní sazba	0,25	0,25	0,50	1,00
	2Y sazba	0,70	0,85	1,20	1,70
	5Y sazba	1,70	1,90	2,20	2,80
	10Y sazba	2,20	2,50	2,75	3,20
	USD/EUR	1,22	1,20	1,17	1,15

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	+0,80	+1,00	+1,34	+0,50	+0,70
USA	+2,20	+2,35	+2,80	+1,48	+1,70	+1,50

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg