



AKTUÁLNÍ ČÍSLO PŘINÁŠÍ:

Jak vidíme svět?

- Cena ropy zažila volný pád
- Jádřová inflace v EMU zůstává v kladných hodnotách
- ECB zahajuje QE

Co děláme v portfoliích?

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

Německo jako tahoun evropského hospodářství

Cena ropy se výrazně snížila. Negativní důsledky pro inflaci, které z toho vyplývají, nejsou škodlivým faktorem pro ekonomiku, ale naopak ekonomickým impulsem. Data o ekonomickém růstu za rok 2014 byla vcelku obstojná, rok 2015 ale musí ukázat lepší výsledek. Program kvantitativního uvolňování (QE) je v USA ukončen, zatímco v eurozóně právě odstartoval. ECB se podařilo přesvědčit i poslední odpůrce QE a vyzbrojilo se do boje proti deflaci měnovou bazukou. Rozdíly mezi výnosy německých a amerických státních dluhopisů jsou vysoké, což napomáhá dolaru.

Velký pokles cen ropy není prokletím...

Od začátku září 2014 se cena ropy dostala do nečekaného volného pádu. Na konci ledna se cena za barel ropy Brent pohybovala poblíž 48 dolarů ve srovnání se 111 dolary na začátku roku 2014. Příčinou je převis nabídky nad poptávkou. Celosvětově je poptávka slabší (kvůli nahrazování ropy levnějším plynem), zásoby komodity velké, nabídka stoupá i díky rostoucímu objemu těžby břidlicové ropy. V roce 2014 byl tlak převisu nabídky tak velký, že prémie za geopolitické riziko náhle zcela zmizela. Nedošlo tedy ke snížení poptávky, protože to by bylo spojeno se slabou světovou ekonomikou (i když Evropané, vědomí si vleklých sedmiletých potíží evropské ekonomiky, k tomu závěru snadno docházejí).

...ale požehnáním

Údaje o růstu za rok 2014, v tomto okamžiku odhadované na 3 %, jsou dobré, ale ne nikterak výjimečné. Rok 2015 by mohl být lepší. Pozitivní efekty poklesu cen ropy (přímé povzbuzení kupní síly) jsou větší než ty negativní (méně investic do ropného sektoru, očekávané omezení těžby ropy z břidlic).

V USA bylo HDP reálně o 2,7 % vyšší než ve třetím čtvrtletí roku 2013. V EMU, Japonsku a Číně meziroční hodnoty dosahovaly +0,8 %, -1,2 % a +7,3 %. Indikátory důvěry podnikatelů (PMI) se již dlouho nacházejí v zelené zóně indikující růst. Regionální rozdíly jsou však velké. Indexy nákupních manažerů (PMI) se již dlouho nacházejí v zóně nad 50 body indikující růst (expanzi). Regionální rozdíly jsou ale výrazné. ISM, americký index nákupních manažerů, se obchoduje šest měsíců na úrovních signalizujících expanzi, zatímco eurozóna se už sedm let pohybuje mezi recesí/poklesem a stagnací ekonomiky. PMI v eurozóně vzbuzují domněnky, že EMU se ze svých problémů nedostane v dohledné době. Je však možné, že se ekonomická situace v roce 2015 vyjasní, i když růst zůstane skromný. To nesouvisí jen s poklesem cen ropy, ale také s nastartováním německého motoru, tradiční lokomotivy evropské konjunktury.

V Číně se údaje o růstu za čtvrté čtvrtletí (+7,4 %) dostaly pod očekávání a potvrzují postupné zpomalování růstu, které trvá již nějakou dobu. Dosažitelný zůstává i cíl růstu ve výši 7,0 %, výtčený vládou pro rok 2015 v ekonomickém plánu. Méně růžová je situace v Latinské Americe.

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

	Období	Údaj	Poslední změna
Inflace	12/2014	0,10 %	-0,50 %
HDP	3Q/2014	2,40 %	-0,10 %
Nezaměstnanost	12/2014	7,10 %	0,00 %
Základní sazba ČNB	12/2014	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.

ECB je nervózní

V USA skončila na konci října 2014 třetí část programu Quantitative Easing¹ (QE). Fed již nenakupuje žádné vládní ani jiné dluhopisy, i když nebude váhat se znovuzavedením QE, pokud by to bylo nutné. Taková situace však není v současné době příliš pravděpodobná.

V EMU začal být meziroční růst indexu spotřebitelských cen negativní (-0,2 % v prosinci), daleko od 2% inflačního cíle, který by ráda dosáhla Evropská centrální banka (ECB). Nejnovější velký pokles cen ropy deflaci bezpochyby stlačí dočasně ještě o něco více dolů. ECB je z toho nyní opravdu nervózní.

V eurozóně ECB sleduje pro stanovení své politiky vždy celkovou inflaci (tzv. Headline Inflation), ne tu jádrovou. Jádřová inflace zůstává velmi stabilní: v Evropě po celý rok okolo +0,8 %, v USA okolo +1,7 %. Přesto ECB na podzim 2014 rozhodla, že začne nakupovat určité typy dluhopisů a podporovat poskytování úvěrů bank malým a středním podnikům tím, že bude nabízet velmi výhodné podmínky financování.

Avšak takto nastavená výše stimulu nebyla pro evropskou ekonomiku dostatečná. Proto se 22. ledna Evropská centrální banka rozhodla, že odpoví na zvyšující se očekávání trhu. Fakticky možná byla ECB ještě agilnější a v období od března 2015 do září 2016 bude ve velkém měřítku (60 miliard EUR za měsíc) nakupovat dluhopisy. Do úvahy přicházejí jak státní dluhopisy, tak emise nadnárodních institucí a také soukromé emise.

Kdy dojde k prvnímu zvýšení úroků v USA?

Stále se vyhlíží první zvýšení úrokové sazby v USA. V tomto již šestém roce ekonomického růstu se pro stav ekonomiky lépe hodí neutrální úroková sazba 3,50 % než aktuálních 0,25 %. Fed si jasně uvědomuje, že musí urazit dlouhou cestu a pravděpodobně v květnu–červnu 2015 udělá první krok. Tak, jak Fed omezuje svůj vliv na trh s dluhopisy, by bylo logické očekávat růst dluhopisových výnosů.

Z dramatického růstu výnosů dluhopisů rovněž není třeba mít strach. Německé výnosy i nadále překonávají jedno dno za druhým (podobně platí i pro české dluhopisy). Až teprve pro dobu splatnosti nad pět let jsou úroky kladné, ale stejně jen minimálně. Navzdory ukončení stimulační politiky Fedu, navzdory zrychlení růstu, navzdory vyhlídce na první zvýšení úroků v relativně krátké době, klesl desetiletý úrok v USA v uplynulém půlroce z 2,50 % na 1,75 %. Rozdíl v tržních sazbách mezi USA a Německem však přetrvává, a to prospívá dolaru.

Prostředí nízkých úroků je pozhledným i peklem zároveň. Na jedné straně umožňuje levné financování jakýchkoli investičních aktivit, na straně druhé dává jen chabou odměnu za vzdání se okamžité spotřeby ve prospěch té budoucí. Co však nízké tržní sazby implikují pro investory?

Malý exkurs do historie. Ve Spojených státech jsme takto nízké úročení viděli ve 40. a 50. letech minulého století (ale i předtím). Tehdy byla na vině zejména vazba dolaru na zlato, která inflaci svázala do kozelce. Poté následoval dlouhodobý růst úrokových sazeb, zlom nastal až na počátku 80. let, tehdy sazby desetiletého amerického dluhopisu vystoupaly na, z dnešního pohledu neuvěřitelných, 15 %. A od té doby zase dolů, opět k 0 až 2 % podle splatnosti.

Pokud bychom přijali možnost, že historie se může opakovat, pak se nabízejí některé nápovědy. Výkonnost dluhopisů byla po velmi dlouhém období utlumená a v zásadě nestačila na inflaci, reálné výnosy portfolií složených z delších státních dluhopisů byly dlouhodobě reálně záporné, krátkodobě často i absolutně. U akcií byl vývoj kolísavý, ale v zásadě pozitivní. Pokud se podíváme na celkový výnos indexu S&P 500, pak zjistíme, že se střídala období „oddechu“ s obdobími razantního růstu. Nicméně až do poloviny 70. let to bylo období radosti akciového



investora. Dosahoval slušných nominálních i reálných (tedy nadinflačních) výnosů. Následkem ropných šoků ale začaly úroky růst již příliš rychle a vysoko – z hodnot kolem 8 % na zmiňovaných 15 % – a to už akcie neustály a přece jen chvíli trvalo, než se zmatkovaly.

Období nízkých úrokových sazeb i období jejich růstu je pro klasického investora velmi složité – jedna ze dvou hlavních nohou jeho portfolia totiž kulhá. A jde zrovna o tu nohu „kotvíci“, dluhopisovou, jejímž úkolem je tlumit rozkolísanost akciových trhů. Dluhopisový kupón znamenal, spolu s dividendami, „jisté“ cash flow, které v průběhu pár let přineslo značnou část celkového výnosu a drželo „nad vodou“ celé portfolio i v případě nepříznivého vývoje trhů.

Připravme se tedy na několik let relativně vyšší kolísavosti smíšených portfolií, stejně jako na období vysokých rozdílů mezi výkonností dluhopisů a akcií. Investiční horizonty u dluhopisových a konzervativních investic pro jistotu spíše prodlužte.

Aleš Prandstetter, investiční stratég CSOB Asset Management

2 NÁŠ POHLED NA PORTFOLIA

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

Co děláme v rámci portfolia?

Existuje mnoho dobrých důvodů volit akcie

Podnikové zisky se v následujícím roce zvýší přibližně o 10 % (o něco méně v USA, o něco více v eurozóně). Výnos z dividend dosahuje 2,40 % (světový akciový index) až 3,20 % (evropské akcie), případně 4,6 % (české akcie). Již jen kvůli této dividendě je vhodné investovat do akcií. Srovnajte výnos z dividend s možným výnosem dluhopisů (1 až 2 % v následujících dvanácti měsících za předpokladu, že se cena ani výnosy dluhopisů dramaticky nezmění). Dluhopisy ztratily svůj status „bezpečného přístavu“. Pokud chcete získat slušný výnos, je třeba vyhledávat velmi dlouhé doby splatnosti, přičemž riziko případného poklesu ceny investice je nezanedbatelné. Proto dáváme i nadále přednost dluhopisům s relativně krátkou dobou splatnosti. Inflace je největším dlouhodobým rizikem. Současný roční výnos z desetiletých českých nebo německých státních dluhopisů (0,40 % ročně) může být nedostatečný, aby kompenzoval inflaci za období 2014–2024. Zkrátka: pokud chcete získat výnos z portfolia dluhopisů, musíte být připraveni nést nějaké měnové riziko, čímž ale takové portfolio ztratí svůj opatrnostní (defenzivní) charakter. Strukturované investice do akcií s kapitálovou ochranou tudíž představují spíše vhodnou alternativu.

Akcie – důraz v krátkodobém horizontu

Rozvíjející se trhy v jihovýchodní Asii

Roky 2013 a 2014 byly obdobím velké skepse ohledně růstového potenciálu tohoto regionu. Pro Čínu sledujeme tři klíčové indikátory: důvěru podnikatelů, dynamiku vývozu a směnný kurz (může být v této centrálně spravované zemi snadno zmanipulován v závislosti na ekonomickém vývoji). Dva ze tří uvedených semaforů přeskočily nedávno na oranžovou. Je třeba ještě chvíli vyčkat, než pokles cen ropy zlepší klima. Čína může nadále růst tempem 7 až 7,5 % ročně.

¹ Měnová politika podporující ekonomiku, přičemž centrální banka nakupuje dluhopisy, aby do ekonomiky napumpovala likvidní prostředky.

Globální lidři

Existují podniky, které volí vyspělý svět jako svou základnu pro své celosvětové aktivity, ale vyrábějí tam, kde jsou náklady nejnižší. Jsou to často podniky, které mohou stanovovat ceny a udávat trendy ve své branži nebo v celém odvětví.

Německé akcie

Burzy vidí dopředu a účastníci trhu odhadují budoucí ekonomický vývoj. Důvěřujeme obnově růstu v Evropě, ale nečekáme, až bude obnova jasně viditelná v ekonomických údajích. Německo se musí opět stát lokomotivou evropské konjunktury. IFO, barometr důvěry v podniky v Německu, opět stoupá dva měsíce za sebou. Je to snad první signál k potvrzení pozitivního vývoje?

Akcie – střednědobá témata

Dividendové akcie a akcie se zpětným odkupem

Co nabízí nejlepší ochranu proti inflačnímu riziku za deset let? Pevný kupón 0,40 % jako u německých státních dluhopisů? Nebo dividenda dnes 3,20 %, za deset let 6,70 % (vůči dnešní pořizovací ceně), jako u průměrné evropské akcie (ani ne s vysokou dividendou), jejíž dividenda stoupá ročně o 5 až 10 %?

Dluhopisy a měny – krátkodobé akcenty

Americký dolar

Současné ocenění měny (zatím) nic nezměnilo na našem pozitivním postoji vůči USD. Dokud zůstane směnný 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, který je vyšší a robustnější v USA, v rozšiřující se propasti ve výnosech i v rozdílné měnové politice.

Dluhopisy z rozvíjejících se trhů

Úroky na rozvíjejících se trzích jsou mnohem vyšší než v rozvinutých vyspělých zemích. Dluhopisy v lokální měně vynášejí 5 až 5,5 %. Úroková prémie představuje pěkný nárazník pro nutné riziko směnného kurzu. Proto je nejlepší zvolit diverzifikované portfolio.

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 výnosy z dluhopisů, které jsou zhruba 50 bazických bodů výše nad německými. Čím vyšší jsou pravidelné kupóny z dluhopisů, tím méně je dluhopis zranitelný vůči růstu tržních úroků.

Ostatní témata

Nemovitosti

Nemovitosti jsou vhodnou diverzifikací rizika v investičním portfoliu, takže ve střednědobém horizontu při vhodné implementaci do portfolia nabízejí lepší očekávané výnosy při nižším riziku. Díky skvělému výkonu realitních akcií jsme doposud dosáhli výrazně kladného zhodnocení v tomto segmentu (i nadále si svou pozici v nemovitostech zachováváme).



V uplynulém měsíci byly trhy konfrontovány s celou řadou potenciálních rizik a neočekávanými událostmi. Tomu také odpovídala i zvýšená volatilita napříč aktivy.

V počátku měsíce byla zvýšená volatilita trhů důsledkem pokračujících propadů komodit (převážně ropy). V polovině měsíce trhy překvapil zásah švýcarské centrální banky, která zrušila dosavadní intervence bránící zhodnocení franku.

Měna skokově reagovala svým posílením a v průměru vůči středoevropským měnám zhodnotila o 20 %. Opuštění intervenčního režimu nejvíce dolehlo na polský trh, kde v minulosti řada domácností vlivem příznivého úrokového diferenciálu financovala potřeby bydlení z půjček ve švýcarském franku. Odepisovaly akcie i dluhopisy převážně polských bankovních domů (PKO), případně institucí vyšší měrou exponovány na polský finanční trh (mFinance, Raiffeisenbank). Situace se brzy konsolidovala a trhy značnou část svých předchozích ztrát odepisaly.

S ohledem na existující rizika hospodářského vývoje a deflací v Evropě rozjela ECB masivní program podpory trhů. Přestože byl tento krok trhy víceméně očekáván, pozitivně překvapil svým rozsahem. Výnos desetiletého německého bundu v reakci klesá na nové historické minimum 0,35 %.

Vítězství extrémní levice v řeckých volbách, která se netají snahou o přehodnocení splatnosti stávajících dluhů, trhy sice nepotěšilo, ale ani nijak nevyděsilo. Současná situace kolem řeckého dluhu je tak stále více vnímána jako izolovaný a zvládnutý problém.

V závěru měsíce byl obnoven tlak na Rusko poté, co agentura S&P snížila rating země do spekulativního pásma. Pokud by její rozhodnutí měly následovat i zbylé agentury (Moody's, Fitch), vyvolalo by to s největší pravděpodobností další tlak na odliv zahraničního kapitálu ze země.

Dluhopisová složka portfolií obecně profitovala. Výjimku tvořily některé z pozic exponované na polský (Raiffeisenbank) a ruský trh (Gazprom, VTB). Při výběru investic jsme nadále preferovali dluhopisy s variabilními kupóny, případně fixně úročené dluhopisy se splatností 3 až 5 let. Do vybraných portfolií jsme v lednu pořídili 5letý korunový dluhopis Erste Group s variabilním kupónem a tříletou eurovou emisí China Development Bank, taktéž s proměnlivým kupónem.

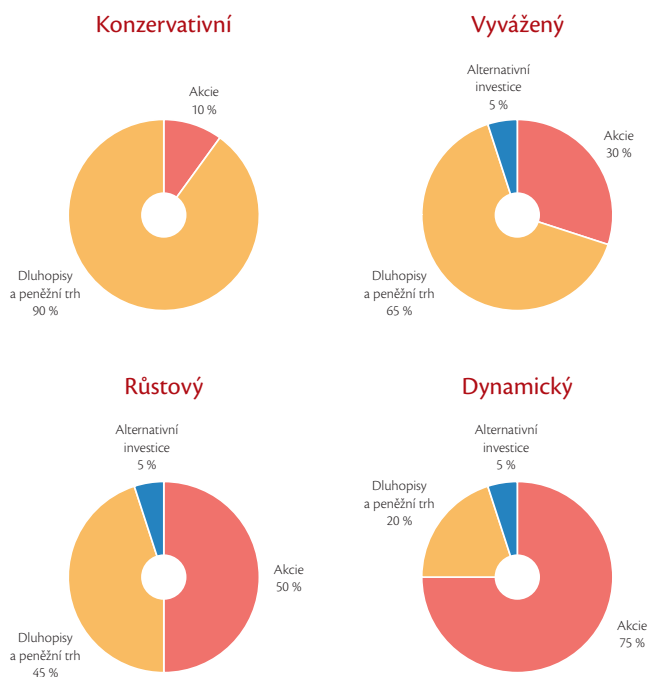
S ohledem na nízkou úroveň sazeb a rizika jejich růstu nadále v portfoliích omezuje nákupy zajištěných strukturovaných produktů. Vzhledem k tomu, že náš dlouhodobý náhled na akciové trhy zůstává nadále příznivý, pokračujeme v nákupech smíšených fondů omezujících pokles (fondy typu Portfolio Pro).

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 směřovat 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 pozměnila, byl zahrnut cyklický spotřební sektor a regiony Německo a Turecko.

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 mívají různá investiční doporučení, někdy ještě s dalším rozdělením.

Jihovýchodní Asie AKTUALIZOVÁNO

Rostoucí asijské trhy mají za sebou dobrý rok 2014. Začátek tohoto roku byl váhavý. Obtížné období lze připsat strachu z méně aktivní role americké centrální banky a strachu mnoha investorů ze slabé čínské ekonomiky. Během roku se ukázalo, že tyto obavy jsou neopodstatněné. Domácí poptávka zůstala ve většině zemí na uspokojivé úrovni, průměrná důvěra spotřebitelů zůstává pevná. Jen exportní motor haproval. Růst 3–5 % 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. Až na Malajsii 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: indikátory důvěry a vysoké údaje o výrobě vypovídají, že země přefázuje na nižší tempo růstu. Přesto byl zaznamenán růst HDP ve výši 7,4 % v roce 2014, ale zároveň také pokles výroby a 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 totiž zůstává regionem s nejvyšším ekonomickým růstem. Nejvýznamnější země mají konsolidované 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, 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. Ekonomika v roce 2014 rostla tempem 7,4 %. 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 je na dobré úrovni, růst maloobchodních tržeb zůstává 12%. Indikátory důvěry a zcela určité vývoz vykazují známky znovuoživení. Burza nejprve příliš počítala se špatnými zprávami a nejistotou. Čínská burza vykazuje za posledních 6 měsíců známky znovuoživení a vzrostla o 50 %, zejména A-akcie si vedly velmi dobře (obchodované na pevninské Číně, na burzách v Šanghaji a Šen-Čenu). Na začátku roku 2014 se ještě obchodovaly se slevou vůči čínským H-podnikům v Hongkongu, nyní jsou však oceňovány s valuační premii. Aby se tento vývoj zbrzdil, stanovila nyní vláda limity na obchodování s akciemi pomocí vypůjčených peněz. Vůči A-akciím jsme opatrní. I nadále máme pozitivní postoj vůči H-akciím. Firemní zisky rostou stejnou rychlostí jako v USA, přitom akcie se na trhu v současnosti obchodují s poměrem ceny k ziskům ve výši 9,5. Toto vidíme jako výhodnou koupi.

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 férovoe 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. 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 rozmanitá oblast s jedinou společnou charakteristikou: nejsilnější hospodářský růst na světě, který může dále zrychlovat. Proto stále zůstáváme pozitivní v pohledu na tento levný region.

Zaměření – Německo NOVĚ

Evropská komise klade nyní větší důraz na řešení strukturálních problémů, protivitř státních úsporných opatření zeslabuje. Z úsporných opatření byly doposud realizovány tři čtvrtiny. Nezaměstnanost zůstává na velmi vysoké úrovni, ale již klesá. Úroky jsou nízké a ještě dlouho takové zůstanou, zejména po oznámení stimulací ze strany ECB. Akcie v eurozóně se nyní obchodují se slevou okolo 14 % oproti americkým. Díky očekávanému růstu zisků evropských podniků je splněna důležitá podmínka pro pozitivnější výhled.

V rámci akcií eurozóny dáváme přednost německé burze. V Německu vidíme situaci v eurozóně pod drobnohledem. Od léta 2014 zahájily předstihové indikátory pohyb směrem dolů, nyní dochází ke stabilizaci a dokonce k opětovnému růstu. Pesimismus ohledně Německa byl přehnaný. Díky tomu obchoduje burza nyní se slevou 16 % oproti americké, i když tradičně bývá stejně drahá. Slabší euro je požeňáním pro exportní zemi, jakou Německo bezesporu je, a také domácí ekonomika je na tom relativně dobře. Lze pozorovat reálné růsty mezd a nízký stupeň nezaměstnanosti, které podporují domácího spotřebitele. Vysoký stupeň naplnění průmyslové kapacity musí uvést do pohybu investice. I vláda může ekonomiku stimulovat vzhledem k tomu, že dosahuje přebytků rozpočtu. Nižší cena ropy je jednoznačně požeňáním: znamená kupní sílu navíc pro domácnosti, nižší náklady pro podniky a na burze není zastoupen ropný sektor, kterému by klesaly zisky a stahoval by výkon burzovního indexu.

Zaměření – Turecko ^{NOVÉ}

Turecko má již léta nejrychleji rostoucí ekonomiku v Evropě, i když její struktura stále trpí jistými neduhy. Očekávaný ekonomický růst v letošním roce dosáhne okolo 4 % (to je na standardy nedávné minulosti spíše podprůměrný turecký výkon). Změny, které země prodělala v uplynulém desetiletí, lze označit celkově za velmi významné. Vláda může proto ještě stále počítat s podporou většiny Turků, neboť střední třída velmi profitovala z růstu ekonomiky státu. Bývalý premiér Erdogan byl i díky tomu snadno zvolen prezidentem. Vykazuje však stále více autoritativních rysů, kontroluje část médií a političtí odpůrci jsou pronásledováni. Krátkodobě nemusí mít tento zvláštní politický vývoj na investiční klima žádný vliv. Důležité pro investiční náladu zahraničních investorů (drží většinu akcií na burze) je, aby se vládní garnitura odhodlala k novému kolu strukturálních reforem s vizí opět naplnit potenciální růst HDP.

Země trpí strukturálním deficitem běžného účtu platební bilance, což lze zejména přičíst nutnému dovozu ropy. Když v květnu 2013 Fed poprvé naznačil zpříšňování měnové politiky, investoři stáhli své peníze a lira oslabila. To vytlačilo o několik měsíců později nahoru inflaci. Centrální banka musela zasáhnout a fakticky zdvojnásobila úrokovou sazbu. Na konci roku 2013 došlo na burze také k výrazné korekci. Naopak v roce 2014 turecké akcie velkou část opět získaly zpět a vzrostly o 26 %. Přesto se, v porovnání se svými srovnatelnými trhy, obchodují ještě relativně lacino. S poměrem ceny k očekávaným ziskům na akcii 9,8 se obchodují o 8 % levněji, než je průměr na rozvíjejících se trzích, a o 33 % levněji než je široký světový index. Klesající cena ropy je silným a zásadním impulsem pro podporu a pro zahojení bolavých míst turecké ekonomiky. Disinflační proces již započal, centrální banka snížila úrokovou sazbu. Znamená to podporu růstu, ale zároveň vnější zranitelnost. Obchodní bilance se však patrně zlepší. Obojí může takto tureckou měnu podpořit dokonce i v prostředí klesajících úroků. Roste důvěra ve výrobce, což lze považovat za první známku zlepšení ekonomiky. Zůstáváme pozitivní vůči levnému, rozvíjícímu se trhu.

Zaměření – akcie s vysokým dividendovým výnosem a zpětným odkupem ^{AKTUALIZOVÁNO}

Silné zotavení zisků, bohaté hotovostní pozice a atraktivní úroveň 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 zisků jsou výrazem efektivní finanční politiky, v jejímž rámci se spouštějí pouze projekty s nejvyšší ziskovostí a přebytečná hotovost se nekumuluje ve společnosti ani neutrácí za ztrátové projekty 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 k nízkým výnosům dluhopisů: výnos německého desetiletého státního dluhopisu například sotva dosahuje 0,4 %. A jeho český protějšek je na tom takřka stejně. Průměrný dividendový výnos v eurozóně ale dosahuje 3,2 % 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 cenové zhodnocení dividendových akcií. Vůči americkým akciím s vysokým dividendovým výnosem jsme ale trochu opatrnější: úrok v USA poště 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 výnosů v zemích, kde inflace silně klesá kvůli nižším cenám ropy.

Zaměření – cyklický spotřební sektor ^{NOVÉ}

Tento sektor měl v roce 2014 obtížnou pozici, ocenění je však nyní odpovídající v souladu s ostatními cyklickými sektory. Kromě toho se společnosti ze sektoru chystají k realizaci dalšího růstu. K tomu dojde zejména díky růstu spotřeby. Kromě zlepšujícího se pracovního trhu, zejména v USA, přináší nízká cena ropy výrazný růst kupní síly domácností.

Automobilový sektor zasáhly v minulém roce tvrdé rány na burze, ze kterých se vzpamatoval teprve minulý měsíc. Přesto se mu to podařilo. Po rostoucím prodeji v USA a v evropském luxusním segmentu lze nyní zaznamenat rostoucí prodeje i evropských masových výrobců. V Evropě dostaly prodeje aut tvrdý zásah kvůli recesi, zejména v masovém segmentu a na jihu Evropy. Jsou tu ještě problémy s nadbytečnou kapacitou, ale očekávání ziskovosti jsou nízká a prodej v tomto roce roste o více než 5 %. Němečtí výrobci luxusních vozů realizují zhruba polovinu svého zisku v Číně. S prodejem 22 milionů aut tam byl potvrzen nový rekord v roce 2013, v roce 2014 zůstala poptávka silná, zejména v segmentu prémiových vozů. I německé luxusní značky čeká nový rekordní rok. Příliš drahé euro mělo vliv na výsledky, ale tento protívtr se nyní utišil. Japonští výrobci zažívají také silný růst a využívají slabšího japonského jenu. Silný růst objemu ve výši téměř 5 % na všech významných trzích je rovněž dobrá zpráva pro dodavatele. Jsou velmi efektivní a mohou požadovat o to větší část ziskového koláče. Sektor dostal rovněž silné zásahy kvůli zklamání z údajů o růstu ve druhém čtvrtletí 2014 a výrazně klesl kvůli korekci burzy v říjnu. Firmy jsou nyní valuačně atraktivní, zůstáváme tedy také pozitivní.

Positivně vnímáme také sektor médií. Akciemi mediálních podniků se dařilo v minulosti držet

výkonnost s širokým trhem, ale nejsou zatím příliš drahé. Tím, že se celosvětový růst v tomto roce zvýší, zejména díky spotřebiteli, mohou rozpočty na reklamu dále stoupat. Tradiční mediální podniky pokračují ve svém kontinuálním procesu přizpůsobování se, nástup elektronických knih a další rozšiřování nabídky služeb digitální televize pokračují nezměněným tempem. Stále více podnikům se daří tento digitální svět zpeněžovat. Velké mediální podniky v USA zaznamenávají růsty svých zisků z reklam a zejména z vysílacích práv na televizní programy.

Pro hotely, restaurace, distributory a maloobchod je důležitá důvěra spotřebitelů. Britské a americké rodiny již delší dobu profitují ze vzrůstajícího se pracovního a reálního trhu. U evropského spotřebitele je důvěra na relativně dobré úrovni a nízká cena ropy je pořádná pobídka. Podniky se dříve přizpůsobily slabšímu tržnímu prostředí výraznými úsporami nákladů. Nyní se mohou zisky rychle zvyšovat při rostoucí poptávce. Subsektor je rovněž oceňován velmi vysoko. Malý subsektor výletních plaveb je o něco levnější a rovněž profituje z klesajících cen ropy.

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 nejsilnější rostoucí specializované části tohoto odvětví. Nízká cena ropy vede k vyšší kupní síle domácností a ta by se mohla pozitivně projevit ve vyšší poptávce spotřebitelů po technologických hračkách. Ale tento sektor nepodporují jen soukromí spotřebitelé. Investiční poptávka ze strany společností také nabírá na obrátkách.

Z posledních průzkumů mezi předními obchodníky vyšly technologie jako jeden z vítězů. Investiční poptávka se dosud nedokázala zotavit, zdá se však, že nadešel čas změny. Známky obratu trendu o sobě dávají vědět a investiční

rozpočty firem mohou růst díky rekordním ziskům, které opět zaznamenávají americké společnosti. „Internet věcí“, v němž jsou domácí spotřebiče napojené na internet, a stoupající 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 15,7, ačkoli sektor – a zejména hardware – v roce 2014 překonal výkon trhu o více než 10 %. Sektor je tedy o něco dražší než široký akciový trh, který se obchoduje na úrovni 15,0. Avšak je třeba konstatovat, že jde o sektor, kde jsou investoři obvykle připraveni zaplatit průměrnou prémie ve výši 31 %! Mnoho největších IT společností se nachází ve skvělé kondici: jejich rozvahy jsou téměř prosté dluhů a mají k dispozici značné částky hotovosti, které stále větší měrou vyplácejí zpět akcionářům.

Zaměření – globální lídři BEZE ZMĚNY

Ve vzrůstajícím 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 obratu mimo domácí trhy. Ačkoli jsou větší než průměrné podniky, nemusí být tyto nadnárodní společnosti nutně největšími podniky na světě. Může jít i o menší podniky činné v určitém oboru či specializované oblasti. Co však těmto mezinárodním hráčům přidává na zajímavosti, je skutečnost, že méně závisejí na růstu vlastních domácích trhů. Navzdory zpomalení je růst na rozvíjejících se trzích v čele s Asií stále podstatně vyšší než v tradičním západním světě. Jejich příspěvek k růstu světové ekonomiky se neustále zvyšuje.

Globální podniky však právě kvůli své vyšší angažovanosti na rozvíjejících se trzích utrpěly nedávno viditelné šrámy. Tamní růst se projevil jako pomalejší, než se čekalo, a měny těchto zemí oslabily, což znamenalo, že zisky měřené v eurech a dolarech klesly. Zotavení rozvíjejících se zemí – zejména Číny – a zpeřování 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 letošním roce odpadá nepříznivé působení příliš drahého eura, čímž vzroste konkurenceschopnost. Díky tomu, že podíl jejich obratu v USA je nad průměrem, mohou profitovat z posilování kurzu dolaru. I přes vyšší návratnost kapitálu nejsou globální lídři dražší než široký trh. Což je dalším důvodem, proč na tyto podniky pohlížet pozitivně.

Zaměření – dluhopisy s vysokým výnosem v cizích měnách a USD AKTUALIZOVÁNO

V rámci dluhopisů s vysokým výnosem 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 byly politické nepokoje v Turecku a Brazílii) trpěly trhy zejména představou, že zájem západních investorů může silně poklesnout. Investoři se obávali, že zejména země s velkými deficity běžného 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 nevyšly, mnoho rozvíjejících se zemí zvýšilo své základní úrokové sazby

a pozornost se opět zaměřila na silné konkurenční výhody mnoha zemí. Od poloviny března 2014 lze pozorovat ekonomické oživení, které bylo přerušeno pouze na konci minulého roku. Cena ropy tehdy během 3 týdnů klesla z 80 na 60 dolarů. Vzhledem k významu exportu ropy pro některé rozvíjející se země vypukla poněkud panika. Kvůli objemu emitentů z rozvíjejících se zemí v investičním zaměření dluhopisů s vysokým výnosem dosáhla tato strategie celkové negativní výkonnosti.

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 5–10 % 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 výhledu vývoje úrokových sazeb mezi USA a eurozónou. 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. Jako omluvu lze nyní použít pouze nízkou inflaci. První zvýšení sazeb se všeobecně očekává v polovině roku 2015. Kromě toho Evropská centrální banka minulý měsíc oznámila zvláštní podpůrná opatření. Politika centrálních bank obou velkých regionů stojí nyní téměř přesně proti sobě.

Dolar je vedoucí světová měna: tedy něco, na co evropští investoři někdy zapoínají. 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 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 mnoha zemích i nadále kolísají kolem historických minim.

Německé (0,40 %) a české (0,42 %) desetileté sazby každým měsícem dosahují nových historických minim. Trhy zjevně očekávají extrémně dlouhé období deflace – přinejmenším roky téměř nulového růstu a téměř nulové inflace. Ačkoliv 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 ménové 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 zmírňena.

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 třech 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 letech 2015 i 2016 o 3–3,5 % ročně (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 tržní násobek 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 2,40 % (pro globální akciový index), 3,2 % (pro evropské akcie) nebo cca 4,6 % (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, pádu ruského rublu atd. V obdobích výraznější nejistoty si investice nabízející ochranu kapitálu zasluhují zvýšenou pozornost.

V prostředí, kde jsou úrokové sazby nízké, jsou pojistné prémie drahé. Investiční produkty tohoto typu jsou směřovány spíše na dluhopisovou klientelu než na klientelu akciovou. Avšak proč nevyměnit jistotu extrémně nízkého dluhopisového výnosu za nejistotu, která může zaznamenat stejně mizerný výsledek, ale snadno i mnohem lepší výnos za předpokladu, že se investiční klima nezhorší.

Nemovitosti AKTUALIZOVÁNO

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

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

seniory. Ačkoli se akcie realitních společností chovají především jako všechny akcie, a tedy v portfoliu nabízejí menší diverzifikaci, kvůli své nemovitostní podstatě přitahují přesto mnoho investorů. Vyplácené dividendy vypadají atraktivněji ve srovnání s extrémně nízkými sazbami u dluhopisů. Preferujeme investice do realit v kontinentální Evropě, které mají přitažlivější ocenění než jejich britské či americké protějšky. Britské reality jsou dražší, ale při nedostatku kancelářských ploch se domníváme, že ceny stávajících i nových projektů by mohly rychle stoupat. Americké nemovitosti mají loni za sebou také pěknou jízdu díky nečekanému poklesu úroků v kombinaci se silným ekonomickým růstem a výrazným růstem zisků ve třetím čtvrtletí. Jsou zranitelné při růstu úroků, u něhož očekáváme, že se nejdříve a nejrychleji dostaví 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. Silný pracovní trh, nízké ceny ropy a nízká inflace jsou také dobré pro kupní sílu rodin a tedy pro investice spotřebitelů. To je pozitivní pro nákupní centra.

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.

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, jejichž cena se stabilizovala, 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 tvrději mezi 100 a 115 dolary za barel. Ve světě je spousta ropy, ale vždycky někde existuje hrozba konfliktu (Libye, Ukrajina, sankce proti Rusku, jednotky ISIS v Iráku atd.), který by mohl ohrozit významnou část produkce. Tyto konflikty se nevyřešily, ale od léta cena ropy klesla o 65 USD až pod 50 USD za barel. Pro mnoho výrobců je to cena pod mezními výrobními náklady.

Produkce ropy se v listopadu zvýšila na více než 95 milionů barelů za den (historický rekord). Spotřeba je zhruba 93 milionů barelů. Je tedy třeba zpracovat a alokovat přebytek ve výši 2 milionů. Obecně se očekává, že se poptávka v letošním roce zvýší o půl milionu barelů díky pokračujícímu růstu světové ekonomiky. Díky snížení investic se poptávka mimo OPEC sníží – podle očekávání asi o půl milionu barelů. To znamená, že OPEC bude muset vyrábět také přibližně o 1,0 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. Doposud k tomu však nedošlo, protože je jasné, že pokud se sníží výroba za účelem podpory ceny, jiní výrobci naopak 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 cenové pohyby v úrovni okolo 45 dolarů za barel. Arabské země svou výrobu nakonec také sníží. Protože ačkoliv je jejich mezní výrobní cena pod 30 dolarů a těžba ropy zůstává rentabilní také za 50 dolarů, je cena příliš nízká, než aby udržela jejich štedrý 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 začne navracet na úroveň okolo 70 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 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 společností, 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 28. 1. 2015). 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

		02/2015	05/2015	08/2015	02/2016
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	0,05	0,05	0,25	0,45
	5Y sazba	0,10	0,15	0,35	0,80
	10Y sazba	0,40	0,60	0,75	1,25
	USD/CZK	24,60	24,60	24,86	24,91
	EUR/CZK	27,80	27,80	27,60	27,40
EUR	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	-0,15	0,00	0,15	0,35
	5Y sazba	0,00	0,20	0,30	0,60
	10Y sazba	0,35	0,50	0,60	1,00
USD	Základní sazba	0,25	0,25	0,50	1,00
	2Y sazba	0,50	0,70	1,00	1,60
	5Y sazba	1,35	1,60	2,00	2,60
	10Y sazba	1,80	2,10	2,35	3,00
	USD/EUR	1,13	1,13	1,11	1,10

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	+0,36	+1,50
EMU	-0,40	+0,80	+1,00	+1,34	+0,44	+0,70
USA	+2,20	+2,40	+3,20	+1,48	+1,63	+0,85

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg