



AKTUÁLNÍ ČÍSLO PŘINÁŠÍ:

Jak vidíme svět?

- Do Evropy přilétají první vlaštovky ekonomického oživení
- Evropské akcie zdražily
- Politika ECB na podporu ekonomice není zázračný lék
- Zpomalující inflace není deflace

Co děláme v portfoliích?

- Nedostatek alternativ nás drží u akcií
 - Německým akciím hraje vše do karet
- Dluhopisy ano, ale...

Do Evropy přilétají první vlaštovky ekonomického oživení

Mračna nad evropskou ekonomikou se rozešla. Německý motor růstu se již nezadržává a popohání křehké evropské ekonomické oživení. Evropská centrální banka zbraněmi těžkého kalibru působí na oslabení eura. Růst zisků evropských firem převyšuje nárůst ziskovosti amerických korporací, jež negativně ovlivňují slabé výsledky ropných společností. Kupní síla spotřebitelů roste, a to tlačí globální ekonomiku kupředu. Pouze země BRIC zaostávají.

Akcie podražily

V prvních šesti týdnech roku 2015 zaznamenaly akciové trhy zisky, na které by za normálních okolností potřebovaly celý rok. Akcie už nejsou laciné, ale zůstávají oceněny v souladu s průměrem za posledních dvacet let. Vůči dluhopisům (a hotovosti) ale zůstávají relativně příznivě oceněny. Běžná evropská akcie přináší dividendový výnos 3,60 %, zatímco průměrný evropský vládní dluhopis při obdobném rizikovém profilu úrok jen 1,10 %.

Situace ohledně hospodářského růstu v eurozóně se vyjasňuje

Evropská komise počítá v roce 2015 s růstem ve výši 1,3 %. Německá ekonomika, motor evropské konjunktury, se rozjíždí díky tomu, že využívá slabého eura. Doufejme, že „německá lokomotiva“ bude dostatečně silná na to, aby pomohla i francouzské a italské ekonomice. Ekonomické oživení totiž zůstává stále křehké.

Už nějakou dobu USA hraje roli tahouna světové ekonomiky. V roce 2014 rostl počet nově vytvořených pracovních míst průměrně o 267 tisíc měsíčně. Znamená to pozitivní impuls nejen pro kupní sílu, ale také pro konzumní apetit a důvěru spotřebitelů.

V následujících čtvrtletích se v západních ekonomikách může ekonomické oživení skutečně rozjet naplno. Růst mezd je vyšší než inflace a tento rozdíl se může v době, kdy klesají ceny ropy, ještě dále zvětšovat. Míra zadluženosti domácností se snížila a menší je také tlak na úsporná opatření vládního sektoru.

Zklamání z vývoje ekonomik BRIC

U zemí BRIC situace není tak růžová. Brazílii a Rusko, velké exportéry ropy, trápí její klesající ceny. V Číně jsou již k dispozici údaje o růstu za čtvrté čtvrtletí, hodnota 7,4 % však přinesla zklamání. Tyto údaje potvrzují obavy z postupného zpomalování ekonomického růstu. Oficiální vládní cíl růstu 7 % však zůstává reálně dosažitelný. Rovněž není možné odhadnout riziko možné čínské úvěrové krize. Celkový dojem notně kazí stínové bankovníctví a poskytovatelé úvěrů, kteří spadají mimo zákonnou a reportovací kontrolu.

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

	Období	Údaj	Poslední změna
Inflace	01/2015	0,10 %	0,00 %
HDP	4Q/2014	1,30 %	-1,10 %
Nezaměstnanost	01/2015	7,70 %	0,20 %
Základní sazba ČNB	01/2015	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 analytika ČSOB Asset Management Richarda Stadlera.

Evropský růst korporátních zisků dohání nedávné ztráty

V USA korporátní zisky nadále rostou, ale celkový dojem kazí pokles zisků ropných společností. Většina firem z indexu S&P 500 již oznámila své výsledky za čtvrté čtvrtletí. Růst zisků je oproti třetímu čtvrtletí pomalejší o 4 %.

Jen zhruba polovina evropských společností oznamuje hospodářské výsledky na čtvrtletní bázi, proto je na reporty těchto firem, zahrnutých do EURO STOXX 50®, za čtvrté čtvrtletí třeba nahlížet s nadhledem. Avšak zveřejněné výsledky svědčí o seriózním růstu zisků, a to již druhé čtvrtletí v řadě. Růst je dokonce silnější než v USA. Analytici očekávají pro následujících 12 měsíců růst zisku ve výši 12 %. Jde o pěkný růst, výrazně vyšší než aktuálně odhadovaný pro USA.

Zpomalující inflace není deflace

Pokles cen ropy v druhé polovině roku 2014 byl obrovský. Nabídkový šok na ropném trhu rozpohyboval přesun kupní síly ze zemí, které ropy produkují (ropní šejkové, oligarchové), směrem ke spotřebitelům ropy v Americe, Evropě a Asii. Sumy ušetřené za výdaje na ropu jsou investovány jinam.

V eurozóně je inflace již dlouhou dobu blíže k nule než ke 2 %, což je úroveň, kterou ECB uvádí jako oficiální cíl. To platí také pro jádrovou inflaci, tedy inflaci očištěnou o kolísající ceny energií a potravin. Jádrová inflace zůstala v uplynulých měsících stabilní, a to navzdory podstatně nižším cenám za energie. To je dobré pro ziskové marže firem. Riziko, že by pokles cen ropy vedl až k celkovému poklesu cen v ekonomice, nehrozí. Proto mluvíme o dezinflaci, nikoli o deflaci.

Politika ECB na podporu ekonomiky není zázračný lék

Dne 22. ledna ECB rozhodla, že vytaší zbraň skutečně těžkého kalibru. Až do září 2016 bude ve velkém objemu skupovat dluhopisy, má tedy jít o takzvané kvantitativní uvolňování. ECB nemohla jinak než následovat ostatní centrální banky, které šly „dobrým“ příkladem. Kromě toho představuje hrozba deflace v očích ECB reálný problém. Ekonomické oživení v eurozóně pokračuje, ale poskytování úvěrů ze strany bank je i nadále slabé, což růst ekonomiky stále brzdí.

Předseda ECB Mario Draghi rovněž sám přiznává, že kvantitativní uvolňování není zázračný lék, ale nanejvýš způsob, jak usnadnit oživení evropské ekonomiky. Platí však, že úroky z dluhopisů již nemohou být o mnoho nižší. ECB plánuje nakupovat pouze kvalitní papíry, takže banky budou i nadále bojovat se špatnými úvěry. Kvantitativní uvolňování může na trh přinést mnoho likvidity, tyto prostředky je však třeba také správně použít, nejlépe na poskytování nových úvěrů.

Evropská centrální banka klade důraz na slabé euro

Kvantitativní uvolňování působí negativně na kurz společné evropské měny, protože jde v podstatě o tištění peněz. To způsobuje zvýšení nabídky eur při zachování stejné nabídky dolarů. Dalším faktorem v neprospěch eura budou rozdíly v úrocích obou měn, které často představují síly na pozadí vývoje měnového kurzu. Úrokovou sazbu bude nejprve zvyšovat Fed, zřejmě už letos v létě. Pro ECB je obdobný krok naprosto mimo diskusí, ta k tomuto kroku přistoupí pravděpodobně až po ukončení kvantitativního uvolňování. Rozdíl mezi úrokovou sazbou v dolarech a eurech zůstane značný a pravděpodobně se bude ještě dále zvětšovat.

Sedm výhod akcii

Nedostatek alternativ nás stále přivádí k akciím. Argument TINA („There is no alternative“) v posledních měsících jen získává na síle. Podporuje jej sedm důležitých důvodů:

1. Dividendový výnos z akciových investic dosahuje od 2,60 % (světový akciový index) až k 3,6 % (evropské akcie). Pro porovnání výnos z hotovosti je jen těsně kladný a výnos z dluhopisů většinou v pásmu 1 až 2 %.

2. Korporátní zisky dosahují vysokých úrovní. V USA padají historické rekordy a v Evropě po delší době začíná období jejich růstu.
3. Světová ekonomika je na tom lépe, než si myslíme. Podniky jsou aktivní celosvětově, a to i ty evropské.
4. Firmy využívají svých bohatých hotovostních rezerv pro zpětné odkupy vlastních akcií. Budoucí zisk se tak rozdělí mezi menší počet akcií.
5. Investiční toky se rozcházejí. Vzhledem k tomu, že desetileté vládní dluhopisy těch nejbezpečnějších zemí nevynášejí již ani 1 %, musí institucionální investoři, jako jsou penzijní fondy, hledat výnos jinde.
6. Akcie jsou rizikové, ale alternativy jsou každým dnem stále rizikovější.
7. Akcie nabízejí lepší ochranu proti inflaci.

V dynamickém portfoliu tedy akcie i nadále převažují. Jsme si rovněž vědomi případných rizik. Nejistota ohledně evropského růstu a následky extrémních výkyvů na ropném trhu mohou mít další negativní důsledky. V portfoliu akcií proto klademe důraz na stabilitu, růst a kapitálovou ochranu.

Kdo chce přesto investovat do dluhopisů, měl by raději volit dluhopisy s relativně krátkou dobou do splatnosti. Inflace je dlouhodobě největším rizikem. Firemní dluhopisy nabízejí o něco vyšší výnosy než klasické vládní dluhopisy. Prémie není nic víc než obvyklá odměna za vyšší riziko. Dobrou zprávou však je, že kreditní riziko zůstává u firemních dluhopisů nízké.

Ruské hospodářství poprvé od rozpadu Sovětského svazu roste, z hyperinflace se stal jednociferný růst cen a řada ekonomů odhaduje dlouhou očekávaný ekonomický obrat.

Nezní vám to moc realisticky? Je to totiž rok 1997.

Dnes již víme, že skutečnost byla jiná. Následující rok 1998 byl pro Rusko zlomový a bolestivý. Příčin ruské krize byla řada – jak interních, tak externích. V roce 1997 propukla asijská finanční krize a prudce začaly padat ceny ropy – hlavní ruský vývozní artikl a zdroj příjmů. Zároveň byly veřejné finance po mnoha letech rozpočtových deficitů a první válce v Čečensku ve velmi špatném stavu. Centrální banka se za každou cenu snažila udržet rubl v pevném kurzovém pásmu vůči americkému dolaru, zahraniční rezervy však byly příliš malé. Rusko se složilo jako domeček z karet a 17. srpna 1998 vyhlásilo bankrot.

A jak je na tom Rusko dnes? Bude se podobný scénář opakovat?

Ruský rozpočet je nadále závislý na ropě a komoditách obecně. Cena ropy padá. Ekonomika je v recesi a strukturální reformy se oddalují. Rusku vládně kleptokracie.

Existují i některé pozitivní rozdíly, i když s výhradami. Ruský rubl je volně plovoucí, ačkoli centrální banka intervenuje a přichází o rezervy. Státní zadlužení je nízké, ale hodně ruského dluhu se přesunulo na státem vlastněné/kontrolované podniky.

Zásadní skutečností je fakt, že v roce 1998 na Rusko nebyly uvaleny mezinárodní sankce a nebyl tak vyhraněný konflikt se západními mocnostmi.

Tím hlavním rozdílem jsou však objemné zahraniční rezervy a záchrané fondy naplněné z ropných příjmů v dobrých časech. I když se rychle tenčí, stávajícím tempem ještě několik let vydrží. Pokud ruská „ochota“ splácet vytrvá, bankrot nás letos nečeká. Za dva tři roky však může být stávajícím tempem situace kritická.

Richard Stadler, analytik ČSOB Asset Management



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 letošním roce opět zvýší (v eurozóně analytici očekávají až dvojnásobný růst zisků, v USA bude letos růst zisku skromnější). Výnos z dividend dosahuje 2,60 % (světový akciový index) až 3,60 % (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 (0,7 %) nebo německých státních dluhopisů (0,4 % 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 charakter. Strukturované investice do akcí s kapitálovou ochranou tudíž představují spíše vhodnou alternativu.

Akcie – důraz v krátkodobém horizontu

Eurozóna a především německé akcie

Zisky v eurozóně porostou letos výrazně rychleji než v USA. V první polovině roku 2014 mělo silné euro ještě negativní vliv na zisky ze zahraničí. Od druhé poloviny roku bylo ale možné sledovat, že tento efekt mizel a trend se dokonce obrátil ve prospěch evropských podniků.

Slabší euro je požehnáním pro exportní země, jakou Německo bezesporu je, a také domácí ekonomika je na tom relativně dobře. Lze pozorovat reálné růsty mezd a rekordně nízkou úroveň nezaměstnanosti. Vysoké využití průmyslové kapacity musí uvést do pohybu investice. I vláda může ekonomiku stimulovat vzhledem k tomu, že má přebytky rozpočtu. Nižší cena ropy je velký stimul pro domácnosti a navíc Německo nemá žádný ropný sektor na burze, kde by klesaly zisky.

Globální lídři

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.

Střední Evropa

Sředeoevropským ekonomikám se daří dobře. Sředeoevropské akcie jsou poměrně levné a dividendy vysoké. Očekávaný růst zisku se pohybuje okolo 3,9 %, což je vzhledem k ekonomickému vývoji poměrně nízké očekávání. Určitě proto nejsou vyloučena pozitivní překvapení.

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 dividendy dnes 3,60 %, za deset let 6,70 % (vůči dnešní pořizovací ceně), jako u průměrné evropské akcie (ani ne nutně s vysokou dividendou), jejíž dividendy 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 diverzifikační 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).

Riziková aktiva v uplynulém měsíci zhodnotila. Zatímco evropské akcie těžily převážně z masivní podpory ECB, ty americké profitovaly z příznivého ekonomického fundamentu země a reportovaných zisků firem. Ruská aktiva (akcie, dluhopisy, měna) navzdory trvajícím napětím těžila z rostoucích světových cen ropy. Dílčí zisky si připisují i dluhopisové trhy, které profitují z klesajících rizikových marží a nízkých inflačních očekávání.



Při výběru investic jsme nadále preferovali dluhopisy s variabilními kupóny, případně fixně úročené dluhopisy se splatností 3 až 5 let. Vybraná portfolia jsme obohatili o novou jednoletou korunovou emisi turecké banky AK Bank. S ohledem na nízkou úroveň sazeb a rizika jejich růstu omezujeme v portfoliích nákupy zajištěných strukturovaných produktů. Akciovou složku v portfoliích jsme s ohledem na jejich předchozí růst a rizika spojená s vyjednáváním ohledně řeckého dluhu ponížili, nadále ji ale udržujeme mírně nad neutrální úroveň. Vzhledem k tomu, že náš dlouhodobý náhled na akciové trhy zůstává příznivý, hodláme pokračovat v nákupech smíšených fondů omezujících pokles (fondy typu Portfolio Pro).

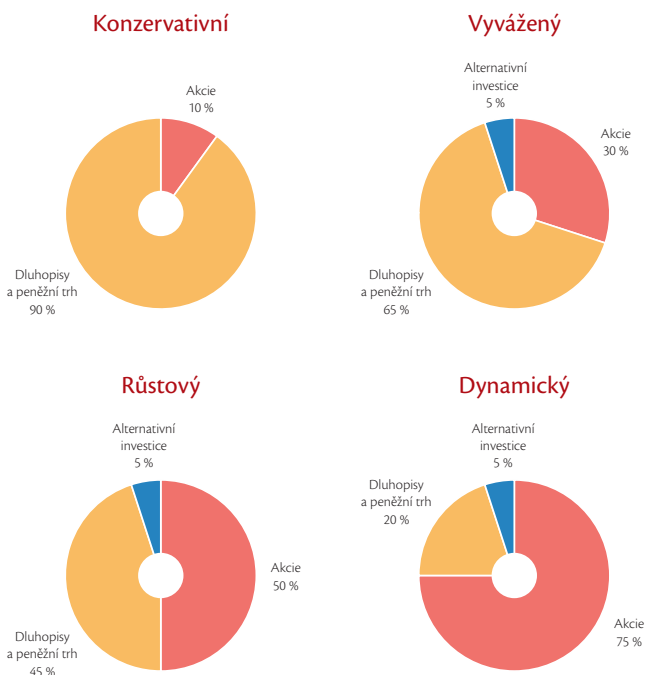
Jan Bureš, portfolio manažer ČSOB Asset Management

Pro institucionální klienty bývá typický důraz na vysokou likviditu, bezpečnost a obvykle i relativně krátký investiční horizont. Proto je pro ně směřovat především vývoj trhu dluhopisů a peněžního trhu, jak naznačuje i předchozí komentář. Dynamická složka portfolia má ale často své opodstatnění i v de-

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



Preferovaná témata se oproti předchozímu měsíci pozměnila, je kladen větší důraz na akcie z eurozóny a rovněž byl zahrnut region střední a východní Evropy.

Zaměření – Eurozóna a Německo AKTUALIZOVÁNO

Eurozóna byla od léta 2014 považována za slabého bratříčka světové ekonomiky. Růst se však znovu zrychlil ve druhé polovině roku. Evropská ekonomika posílila v roce 2014 přibližně o 0,8 % a v tomto roce poroste dále až k úrovni 1,3 %. Důvěra podnikatelů se od listopadu 2014 začala opět zvyšovat a nachází se znovu nad hodnotou 50, která indikuje ekonomickou expanzi. Zejména německá ekonomika je považována za lokomotivu růstu eurozóny. Němečtí exportéři jsou silnější díky levnému euru, zatímco německým spotřebitelům pomáhá slušný růst mezd a nízké ceny ropy. Díky tomu zaznamenávaly domácnosti významné zvýšení své kupní síly a také výrazně více utráceli. Podobné zrychlení konjunktury lze pozorovat rovněž v zemích, které provedly strukturální reformy, jako například Španělsko, Nizozemsko a Irsko, kde nezaměstnanost již několik čtvrtletí klesá. Ačkoli Francie a Itálie v této oblasti trochu zaostávají, očekáváme i zde mírné zlepšení růstu. Masivní kvantitativní uvolňování (prostřednictvím nákupů vládních dluhopisů a jiných typu cenných papírů) ze strany ECB v kombinaci se slabším eurem, nízkými cenami energií a snížením úspor dodává ekonomikám eurozóny opět kyslík.

Po letech nízkého růstu, finanční krize a vysoké nezaměstnanosti se postupně přestávají zhoršovat ziskové marže a výsledky firem v EMU. Ve třetím čtvrtletí se zvýšily zisky o přibližně 12 % oproti minulému roku a zastavil se také pokles tržeb. Za příznivé makroekonomické situace je prostor pro zvyšování marží a možná pozitivní výsledková překvapení. Analytici očekávají, že letošní rok porostou zisky v eurozóně výrazně rychleji než v USA. V první polovině roku 2014 mělo silné euro ještě negativní vliv na zisky ze zahraničí. Od druhé poloviny roku bylo ale možné sledovat, že tento efekt mizel a trend se dokonce obrátil ve prospěch evropských podniků. Akcie v eurozóně se nyní obchodují se slevou okolo 13,6 % oproti americkým.

V rámci eurozóny dáváme přednost německé burze. Od léta 2014 zahájily indikátory pohyb směrem dolů, ale na podzim se stabilizovaly a nyní dochází k výraznému zlepšení. Pesimismus ohledně Německa byl zjevně přehnaný. Německé akcie se díky tomu aktuálně obchodují se slevou 16,5 % oproti americkým, i když bývají tradičně stejně drahé. Slabší euro je požehnáním pro exportní zemi, jakou Německo bezesporu je, a také domácí ekonomika je na tom relativně dobře. Lze pozorovat reálné růsty mezd a rekordně nízký stupeň nezaměstnanosti, které podporují útraty spotřebitele. Vysoký stupeň využití průmyslové kapacity musí vést do pohybu investice. I vláda může ekonomiku stimulovat vzhledem k tomu, že má přebytky rozpočtu. Nižší cena ropy je jednoznačně pozitivum: představuje dodatečnou kupní sílu pro domácnosti, nižší náklady pro podniky a navíc Německo nemá žádný ropný sektor na burze, kde by klesaly zisky.

Zaměření – Střední Evropa NOVÉ

Středoevropským ekonomikám se daří dobře. Spolu s ekonomickým oživením v západní Evropě a impulzem německého růstového motoru bylo možné i ve střední Evropě zaznamenat na přelomu roku zrychlení ekonomického růstu. I na tuto oblast však dopadl rusko-ukrajinský konflikt, především na úrovni sentimentu. My se domníváme, že je reakce přehnaná. Obchodní toky směrem do eurozóny jsou několikanásobně intenzivnější než ty směrem na Ukrajinu a do Ruska. Dopad na ekonomiku proto zůstává také velmi omezený, pokud se konflikt nedotkne růstu v západní Evropě. Díky nízké inflaci se nemusíme bát zpřísnění měnové politiky.

Maďarsko dosahuje slibných ekonomických výsledků, obchodní bilance zaznamenává velký přebytek. Země má ale populistickou vládu, kde oběťmi v minulosti byly zejména velké korporace, existují však náznaky, že by vláda mohla od této politiky odstoupit. Země je také citlivá na problémy s Ruskem, nejvíce z celého regionu. Akcioví investoři kvůli výše uvedeným faktorům nemožou naplno využít lepší makroekonomický příběh.

V Polsku zmizely obavy ze zpomalujícího se růstu. Jeho ekonomika rostla v roce 2014 o více než 3 % a důvěra podnikatelů zůstala neotřesená navzdory

dopadům ukrajinské krize. Trvalý růst mezd podporuje kupní sílu a maloobchodní prodeje. Skokové posílení švýcarského franku trochu „kazí dojem“: mnoho domácností si vzalo „levné“ půjčky v této měně.

I v České republice zůstávají ekonomické ukazatele velmi dobré. Ačkoli byl údaj o HDP za čtvrté čtvrtletí o něco slabší, než se očekávalo, zůstává celkový ekonomický obraz příznivý. Investice rychle stoupají, což se projevuje ve vyšším růstu průmyslové výroby. Silná zůstává i poptávka ze strany spotřebitelů. Důvěra spotřebitelů je zpět na úrovních roku 2007 a maloobchodní prodeje rostou. Střední Evropa jako celek také může plně profitovat z nižších cen ropy.

Středoevropské akcie jsou poměrně levné a dividendy vysoké. Očekávaný růst zisku se pohybuje okolo 3,9 %, což je vzhledem k ekonomickému vývoji poměrně nízké očekávání.

Zaměření – Turecko **AKTUALIZOVÁNO**

Turecko má již léta nejrychleji rostoucí ekonomiku v Evropě, v uplynulých měsících však došlo ke zhoršení. Indikátory důvěry významně klesly a ekonomický růst oslabil na 1,7 % (na turecké poměry nízká úroveň). 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 autoritářských rysů. 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 nakopnout 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 vytačilo 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

Pokles ceny ropy o 50 % od léta 2014 ale znamená pro tureckou ekonomiku úlevu, její pokles je silným a zásadním impulsem pro podporu a pro zahojení bolavých míst turecké ekonomiky. Centrální banka znovu snižuje – částečně pod politickým tlakem – sazby. Tento krok podporuje růst, ale zároveň způsobiluje zranitelnost liry. Díky nižším cenám ropy by se měla postupně zlepšit také obchodní bilance. V průběhu roku 2014 turecké akcie svým růstem vykompenzovaly velkou část korekce z roku 2013. Přesto se, v porovnání se svými srovnatelnými trhy, obchodují ještě relativně lacino. S poměrem ceny k očekávaným ziskům na akciích (v roce 2015) 9,36 jsou o 13 % levnější, než je průměr na rozvíjejících se trzích, a o 39 % levnější než široký světový index. Zůstáváme pozitivní vůči tomuto levnému, rozvíjícímu se trhu.

Zaměření – akcie s vysokým dividendovým výnosem a zpětným odkupem **AKTUALIZOVÁNO**

Silné zlepšení zisků, bohaté hotovostní rezervy a atraktivní ocenění vedou mnoho společností k vyplácení nebo zvyšování dividend a programům zpětného odkupu vlastních akcií. Platí to zejména pro USA, navzdory poklesu zisku ropných společností dosáhl trh jako celek ve čtvrtém čtvrtletí 2014 opětovného růstu zisku ve výši 5 %. Vysoké výplaty zisku jsou výrazem efektivní finanční politiky, v jejímž rámci se spouštějí pouze projekty s nejvyšší ziskovostí a přebytkem hotovosti se neakumulují ve společnosti ani neutráčí za zkratové 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 využití 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 je cílem budovat stabilní hodnotu pro akcionáře než zpětné odkupy (snížení dividend je pro podniky až tím posledním

krokem). Ukončení programu zpětného odkupu je oproti tomu mnohem snadnější.

Pro investory jsou vysoké dividendy z relativně stabilních firem vhodnou alternativou k nízkým výnosům dluhopisů. Je tomu tak zejména v Evropě a v Japonsku. Výnos německého desetiletého státního dluhopisu například nedosahuje ani 0,4 %. České výnosy za poslední měsíc vzrostly, i tak však nesou pouhých 0,7 %. Průměrný dividendový výnos v eurozóně ale dosahuje 3,6 % 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 dluhopisů v portfoliích. Pro akcie s vysokým dividendovým výnosem je vyšší úrok zjevně také nevýhodný: k jejich dividendovým výnosům se budou blížit výnosy úrokových produktů a mohou překonat vyšší dividend. Lepší ekonomické

prostředí se zde ale může postarat o zhodnocení dividendových akcií. K americkým akciím s vysokou dividendou zaujíme negativní postoj: rozdíl mezi bezrizikovými desetiletými úroky (2,0 %) a dividendovým výnosem (2,20 %) je již velmi malý. Kromě toho úrok v USA poroste jako první a nejsilněji. USA jsou také dále v ekonomickém cyklu a reinvestice zisků se stává efektivnější. Evropa není v ekonomickém cyklu tak daleko a její ekonomika bude posilovat méně a pomaleji. Na rozvíjejících se trzích můžeme očekávat dokonce ještě poklesy výnosů v zemích, kde inflace silně klesá kvůli nižším cenám ropy.

Pokud jsme v období silného růstu blízko plnému využití výrobních kapacit, je třeba dávat pozor na to, aby podniky své prostředky nepoužily ke krátkodobému zvýšení ceny akcie místo toho, aby investovaly do dlouhodobého růstu. V současné situaci nízkých úroků vynáší hotovost v rozvahách velmi málo a firmy si navíc mohou půjčovat velmi levně. V obou případech

lze peníze použít k nákupu akcií. U programů buyback je rovněž důležité, že se zpětně odkoupené akcie zruší. Teprve pak se zvýší relativní podíl akcionářů, kteří si ponechají své akcie. Vzroste zisk na akciích a začne se vytvářet hodnota akcionářů. Nákup vlastních akcií je signálem managementu, že akcie je oceňována příliš nízkou. Tyto programy mohou být zastaveny rychleji, než výplata dividend, pokud se vyskytne příležitost pro produktivní použití hotovosti. Podniky nakupují své vlastní akcie jeden až čtyři roky.

Zaměření – Cyklický spotřební sektor **AKTUALIZOVÁNO**

Stejně jako v USA je spotřebitel i jinde ve světě (v Evropě, a dokonce čím dál více v Číně) hnací silou na pozadí ekonomického oživení. Na celém světě lze pozorovat výraznou obnovu důvěry spotřebitelů. Tento optimismus je spojen s aktuálním pozitivním ekonomickým vývojem. Pracovní trh v Americe posiluje s více než 1 milionem nových pracovních míst, která vznikla mezi listopadem 2014 a lednem 2015. V Německu je pracovní trh poměrně zdravý a také jinde v Evropě nezaměstnanost klesá. To vytváří příznivé klima pro zvyšování mezd. Vzhledem k výrazně nižší inflaci a významnému poklesu cen ropy se každé zvýšení mezd projeví v růstu kupní síly. Kromě toho také domácnostem roste bohatství, a to díky stabilizaci cen nemovitosti, celosvětovému růstu na akciových trzích a nižší dluhové zátěži díky nižším úrokům.

Zejména cyklické spotřební sektory, jako jsou automobilky (a příslušní dodavatelé), oděvní průmysl, mediální společnosti, firmy nabízející aktivity pro volný čas a turismus, zaznamenávají nárůst tržeb. Týká se to zboží a služeb, jejichž nákup lze v období recese snadno odložit (např. auto či zboží dlouhodobé spotřeby), nebo které se vůbec nenakupuje, pokud jsou k dispozici jen omezené prostředky (např. luxusní zboží, cestování nebo návštěvy restaurací).

Tyto sektory dlouho zaostávaly. Díky odložené poptávce a příjmům na investici ale nyní očekáváme zlepšení. Na prvním místě je třeba uvést automobilový průmysl. Během finanční krize ho zasáhly tvrdé rány, v USA se prodeje po poklesu již vzpamatovaly, i v eurozóně lze zaznamenat první signály zlepšení. Díky zlevnění benzínu je také patrný posun směrem k dražším segmentům. Z Číny se stává nejdůležitější automobilový trh světa. Němečtí výrobci luxusních vozů realizují zhruba polovinu svého zisku v Číně. Japonští a evropští výrobci mohou využít také oslabení eura a jenu. Silný růst produkce 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. Tento subsektor je ještě stále velmi levný, lze ho tedy jen doporučit.

Positivně vnímáme také sektor médií. Akcím mediálních podniků se dařilo v minulosti držet výkonnost v souladu s širokým trhem, ale nejsou zatím příliš drahé. Tím, že se celosvětový růst v tomto roce zvýší, tažený zejména spotřebou, mohou rozpočty na reklamu dále stoupat. Tradiční mediální společnosti pokračují ve svém kontinuálním procesu adaptace na moderní trendy, nástup elektronických knih a další rozšiřování nabídky služeb digitální televize pokračují nezměněným tempem. Pro hotely, restaurace, distributory a maloobchod je důležitá důvěra spotřebitelů. U evropského spotřebitele stoupá důvěra a silnou pobídku představuje také nízká cena ropy. Firmy se dříve přizpůsobily slabému tržnímu prostředí výraznými úsporami nákladů. Nyní se mohou zisky rychle zvyšovat při rostoucí poptávce.

Zaměření – technologie AKTUALIZOVÁNO

Během fáze ekonomického oživení dáváme přednost sektorům zaměřeným na růst, protože ty nejvíce těží z jakéhokoli obratu ve vývoji ekonomiky. Jedním takovým sektorem jsou technologie. Toto průmyslové odvětví se obrací ke spotřebitelům prostřednictvím neustálých produktových inovací. Datová mobilita, cloudové prostředí a internet s e-commerce bezpochyby představují nejsilnější rostoucí segmenty 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“. Tento sektor však nepodporují jen soukromí spotřebitelé. Investiční poptávka ze strany společností také nabírá na obrátkách. „Internet věcí“, v němž jsou domácí spotřebiče připojeny k síti, a stoupající prodeje automobilů zřetelně podporují poptávku po polovodičích. Ve čtvrtém čtvrtletí bylo možno zaznamenat opět výrazné zisky a růst tržeb téměř o 9 %, a to bez samotné společnosti Apple, jejíž zisk vzrostl o 47 %.

Ve střednědobém horizontu roste tento sektor nadále rychleji než široký trh. Kromě toho má nadále dobré vyhlídky růstu v kombinaci s atraktivním oceněním. Zatím se neobchoduje draž než globální akciový trh. A to hovoříme o sektoru, kde jsou investoři obvykle připraveni platit průměrnou prémii 30 %. Mnoho z největších IT společností působí zdravě. Rozvahy jsou téměř bez dluhů a firmy disponují velkým množstvím hotovosti, kterou v rostoucí míře vyplácejí akcionářům.

Krátkodobě jsme však o něco opatrnější. Mnoho 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 vytlačují klasické počítače.

Sektor je levný, ale má patrné jasné rozdělení na dvě skupiny. Firmy, které se zabývají „starou technikou“ jsou velmi levné, ale ztrácejí pozici na trhu. Podíl v rostoucích segmentech, jako jsou internet, mobilní data nebo e-commerce, jsou naproti tomu poměrně drahé. Sektor technologií je zastoupen zejména v USA, ale působí mezinárodně. Americké IT firmy realizují více než polovinu svých tržeb v zahraničí. Silný dolar má proto negativní vliv na růst tržeb i zisku.

Zaměření – globální lídři BEZE ZMĚNY

Ve vzrůstající měrou globalizovaném světě si společnosti volí optimální místo pro výrobu, prodejní i finanční aktivity. Světoví lídři si vytvářejí základny v místech s kvalitním institucionálním prostředím. V mnoha případech jde stále o „starý“ západní svět, kde jsou instituce a justice stabilnější a spolehlivější, náhlé změny politiky méně časté, duševní vlastnictví lépe chráněné a firemní správa více zakotvená. Výroba zboží a služeb, zejména pro masovou produkci, ale bývá umístována v místech s nízkými náklady. Vyhledávány jsou i trhy s velkým potenciálem spotřeby a prodeje: růst prodeje bývá zajištěn rostoucí střední třídou 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 firmy, nemusí být tyto nadnárodní společnosti nutně největšími korporacemi 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 domácích trhů. Navzdory zpomalení posilují ekonomiky rozvíjejících se trhů v čele s Asií stále podstatně rychleji než v tradičním západním světě. Jejich příspěvek k růstu světové ekonomiky se neustále zvyšuje.

Jsmo pozitivní zejména u evropských globálních firem: 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 je podíl jejich obratu v USA 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 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 volatilita trhu zůstávají na snesitelné úrovni.

V roce 2013 dostaly dluhopisy několik pořádných zásahů. Trhy trpěly zejména představou, že zájem západních investorů může významně poklesnout. Investoři se obávali, že zejména země s velkými deficity běžného účtu platební bilance by měly problémy s dostatečným přílivem investic od zahraničních investorů, protože stoupající sazby v USA by vedly k nižší atraktivitě regionu rozvíjejících se trhů.

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. 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 podílu emitentů z rozvíjejících se zemí v investičním portfoliu dluhopisů s vysokým výnosem dosáhla tato strategie celkové negativní výkonnosti. Ale nový kalendářní rok s sebou přinesl oživení. Investoři se opět zaměřili na nadějně vyhlídky růstu a kromě toho měla téměř každá měna prostor ke zhodnocení vůči slabému euru.

Očekáváme, že silné fundamenty většiny rozvíjejících se trhů (nízké zadlužení, mírnější inflace, nejsilnější růst na světě atd.) opět přitáhnou větší pozornost. Investoři si uvědomují i skutečnost, že

stále nižší 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 segmenty 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, stojí proti nim ale pěkná odměna.

Zaměření – americký dolar BEZE ZMĚNY

Podle dlouhodobých oceňovacích modelů 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 posílit díky podstatnému nárůstu konkurenceschopnosti USA v důsledku faktorů, jako jsou cyklicky silný růst produktivity, lepší vyhlídky konjunktury než v Evropě nebo zvětšující se rozdíly mezi očekávanými úrokovými sazbami v USA a eurozóně. 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. První zvýšení sazeb se všeobecně očekává v polovině

roku 2015. Kromě toho Evropská centrální banka koncem ledna oznámila zvláštní podporná opatření. Politiky centrálních bank obou velkých regionů jsou tak nyní téměř protichůdné.

Dolar je vedoucí světová měna: tedy něco, na co evropští investoři někdy zapo-
mínají. Po dlouhou dobu byl velký schodek běžného účtu platební bilance
USA důležitým rizikovým faktorem. V posledních letech došlo k výraznému
zlepšení, a pokud se energetická bilance bude i nadále vyvíjet podle očekávání
(produkce ropy a plynu v USA nebývale roste), bude se dále zvyšovat meziná-
rodní 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 úrokové sazby co nejnižší s cílem pod-
pořit křehké oživení ekonomiky 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 významné centrální banky zasahují také přímo do dluhopisových vý-
nosů skupováním střednědobých a dlouhodobých dluhových cenných papírů
v masovém měřítku. To je jedním z důvodů, proč dluhopisové sazby v mnoha
zemích i nadále kolísají kolem historických minim.

Německé (0,4 %) a české (0,7 %) desetileté sazby pravidelně každým měsícem
dosahovaly nových historických minim. Trhy zjevně očekávají extrémně dlou-
hé období deflace – přinejmenším roky skoro 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 konkré-
tních 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 průměr-
ná míra inflace prognózovaná na dobu splatnosti těchto investic. Zvýšení úro-
kových 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 histo-
rickými průměry, zjistíme, že akcie rozhodně nejsou předražené, ale také už
nejdou vyloženě levné. Prudké zvýšení cen, jehož jsme byli svědky v posledních
třech letech, však bylo doprovázeno pouze skromným růstem zisků – a v Ev-
ropě dokonce jejich poklesem. Ale i tak stále platí, že přestože je vývoj evrop-
ského akciového trhu slibný, zůstává zranitelný. Obecně jsou akcie velmi citlivé
na výkyvy hospodářského růstu. Očekává se, že světový 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 mnohem lepší volbou. I v případě, že tržní
násobek ceny k ziskům (poměr P/E) nestoupne, akcie mohou nadále posilovat
v souladu s růstem zisků. Ten je vyšší než nominální růst světového HDP
(aktuálně 5,5 až 6 %) na rozdíl od očekávaného výnosu krátkodobých nebo
dlouhodobých úrokových sazeb (které nedosahují více než 2,5 %). Dividendo-
vý výnos dosahuje 2,60 % (globální akciový index), 3,6 % (evropské akcie) nebo
cca 4,6 % (české akcie) a předpověď celkového výnosu je tak podstatně vyšší
než u hotovosti nebo dluhopisů.

Akcie s kapitálovým zajištěním aneb kam se schovat před bouří

Na akciových trzích mohou velmi rychle vypuknout masivní výprodeje a ex-
trémní averze k riziku. Období turbulencí na finančních trzích bývala obvykle
krátká, poslední léta ale ukázala, že nepříznivá situace může trvat i velmi
dlouhou dobu. Investiční rizika se skrývají na nejrůznějších místech. V obdo-
bích zvýšené nejistoty si investice nabízející kapitálové zajištění zasluhují větší
pozornost.

V prostředí nízkých úrokových sazeb jsou prémie pojistných produktů drahé.
Investiční produkty tohoto typu jsou směřovány spíše na dluhopisovou klien-
telu než na klientelu akciovou. Proč však nevyměnit jistotu extrémně nízkého
dluhopisového výnosu za možná stejně nevalný výsledek, ale s velkou šancí
na daleko lepší výnos za předpokladu, že se investiční klima nezhorší.

Nemovitosti BEZE ZMĚNY

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 společ-
nosti, 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 nemovi-
tostní podstatě přitahují přesto mnoho investorů. Vyplácené dividendy působí
jako relativně vysoké 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.

Zlepšující se pracovní trh způsobuje růst spotřebitelských investic a pokles
nezaměstnanosti i mezi mladými. Ti tak mohou začít hledat vlastní bydlení.
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 faktory podporujícími kupní sílu domácností
a tedy 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“ (znovuobno-
vání 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 premií dosta-
neme. Je to však dost nepředvídatelné.

Zásoby ropného trhu jsou velmi vysoké: produkce v uplynulých dvou letech
rostla rychleji a téměř vždy přesahovala poptávku. Ceny nicméně zůstávaly
do léta 2014 tvrdší mezi 100 a 115 dolary za barel. Od léta 2014 ceny ropy
klesly téměř o 65 USD na 45 USD za barel.

Na začátku tohoto roku se ceny ropy vrátily k 60 dolarům za barel. Ale zásoby
v USA dosáhly historického rekordu. Lze sice pozorovat pokles navrtávání
nových zdrojů, ale bude trvat zhruba 6 měsíců, než to způsobí pokles výroby.
Proto se domníváme, že v krátkodobém horizontu zůstanou ceny ropy velmi
volatilní. Nové poklesy na úroveň 45 dolarů nelze vyloučit. Arabské země
svou výrobu nakonec také sníží. Protože ačkoli je jejich mezní výrobní cena
pod 30 dolary a těžba ropy zůstává rentabilní také za 50 dolarů, je cena příliš

nížká, 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. Očekáváme, že trh opět najde rovnováhu od druhé poloviny roku 2015 a že se ceny ropy od dubna začnou navracet na úroveň okolo 70 USD za barel směrem 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 peněžního 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 hedgeové fondy¹ nebo private equity². 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 25. 2. 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.

¹ Hedgeový 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.

² 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

		03/2015	06/2015	09/2015	03/2016
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	0,05	0,10	0,25	0,65
	5Y sazba	0,20	0,35	0,50	0,90
	10Y sazba	0,60	0,70	0,85	1,25
	USD/CZK	24,04	24,34	25,50	26,19
	EUR/CZK	27,40	27,50	27,80	27,50
EUR	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	-0,25	-0,15	0,05	0,30
	5Y sazba	-0,10	0,00	0,20	0,50
	10Y sazba	0,30	0,40	0,50	0,85
USD	Základní sazba	0,25	0,25	0,50	1,00
	2Y sazba	0,60	0,70	1,00	1,50
	5Y sazba	1,45	1,45	1,50	2,30
	10Y sazba	1,95	1,90	2,00	2,85
	USD/EUR	1,14	1,13	1,09	1,05

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	+2,70	+1,42	+0,36	+0,30
EMU	-0,40	+0,80	+1,00	+1,34	+0,44	+0,70
USA	+2,20	+2,40	+3,10	+1,48	+1,63	+0,45

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg