



AKTUÁLNÍ ČÍSLO PŘINÁŠÍ:

Jak vidíme svět?

- Země BRIC ztratily své kouzlo
- Akcie jsou drahé, ale dluhopisy ještě dražší
- Silný dolar dopadá na růst americké ekonomiky

Co děláme v portfoliích?

- Nedostatek alternativ nás drží u akcií
 - V globální alokaci nadále preferujeme akcie z eurozóny

Evropa dohání Ameriku

Korporátní zisky v Evropě rostou rychleji než v USA. Evropa má navíc větší růstový potenciál. Vysoké ceny aktiv jsou nyní všude, kam se podíváte: akcie jsou spíše nadprůměrně oceněny a dluhopisy ještě dražší. Oživení v eurozóně je stále zřetelnější, zatímco v USA rostou pochybnosti. Ameriku se však nevyplácí podceňovat. Japonsko se vymanilo z recese, i tak má ale před sebou ještě dlouhou cestu.

Růsty evropských korporátních zisků převyšují ty americké

V USA zůstávají korporátní zisky na vysokých úrovních, i když celkový obraz kazí slabá výkonnost ropných společností. Dynamika růstu zisků evropských podniků dokonce převyšuje růst těch amerických. Zrychlily až na dvouciferné tempo růstu. Jde přitom o několik měsíců viditelný proces. V Evropě jsou zisky na akcii za čtvrté čtvrtletí roku 2014 průměrně o 18 % vyšší než před rokem. Je to již druhé čtvrtletí v řadě, kdy rostou v eurozóně rychleji než v USA, navíc nadále zůstávají významně pod maximy z doby před „velkou recesí“. V USA růst zisku již tato maxima pokořil. Z toho vyplývá, že potenciál růstu zisků je v Evropě vyšší než v USA. Toto očekávání podporuje pokračující oživení v bankovním sektoru, zvyšující se úvěrová aktivita a ekonomický růst v kombinaci se slabým eurem.

V USA již začala výsledková sezóna za první čtvrtletí roku 2015. Růst zisku zatím dosahuje průměrně 7 %, což je mírně lepší než očekávání analytiků. Pro první tři čtvrtletí roku 2015 předpovídají růst zisku průměrně 5 % za čtvrtletí bez zohlednění poklesu zisku v ropném sektoru (–20 %). Při zahrnutí ropného sektoru je už situace méně růžová. Mnohé samozřejmě závisí na vývoji cen ropy, tedy faktoru, který lze obtížně předpovídat.

Vysoké ceny novým normálem

V prvních čtyřech měsících roku 2015 zaznamenaly evropské akciové trhy výnosy, pro jejichž dosažení by za normálních okolností potřebovaly dva roky. Na konci roku 2011 byl poměr ceny k očekávaným ziskům na akcii pro S&P 500 ještě 12,4 a pro MSCI Europe 9,5 (viz graf na další straně). Ve srovnání s posledními údaji roku 2015 vidíme zvýšení valuačních násobků o 45 % pro USA a dokonce 80 % pro Evropu. Ocenění se tak posunulo z kategorie „absolutně levné“ na „spíše dražší“.

Akcie zdražují a to samé pozorujeme i u dluhopisů. Agresivní nákupy vládních dluhopisů různými centrálními bankami způsobily negativní výnosy v mnoha segmentech trhu.

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Základní ekonomické ukazatele ČR (meziroční):

	Období	Údaj	Poslední změna
Inflace	03/2015	0,10 %	–0,10 %
HDP	4Q/2014	1,40 %	–1,00 %
Nezaměstnanost	03/2015	7,20 %	–0,30 %
Základní sazba ČNB	03/2015	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 investičního stratéga ČSOB Asset Management Aleše Prandstettera.

Rostoucí pochybnosti o konjunkturu v USA

Eurozóna je jediný region, kde ekonomický růst zrychluje. Indikátory již začínají přecházet do zelených čísel na rozdíl od USA, kde v posledních měsících oslabují. Roste pouze důvěra spotřebitelů v USA. Není také divu: mzdy se zvyšují tempem 4,5 % až 5,5 % při inflaci 1 %.

V USA se ekonomický růst v posledních měsících zpomaluje. Index nákupních manažerů ISM klesá již pátý měsíc v řadě. I pracovní trh přinesl obrovské zklamání. V březnu vzniklo pouze 126 000 nových pracovních míst (nejméně od roku 2013), zatímco v uplynulých měsících pracovní trh pravidelně vytvářel více než 200 000 nových pracovních míst.

Co je příčinou tohoto zklamání? Přispěla k tomu jistě chladná zima, stejně jako výpadky v oblasti těžby. Určité investice a aktivity v sektoru břidličné ropy byly totiž vzhledem k nízkým tržním cenám ropy zastaveny. Nepřispěly ani stávky v přístavech na západním pobřeží. Negativní efekty ale nepředstavují trvalá rizika. Na ekonomický růst může mít i nadále vliv pouze silný dolar.

Strýčka Sama bychom ale neměli podceňovat. USA zůstávají tahounem světové ekonomiky. A jestli má mít ekonomické oživení v eurozóně trvalý charakter, měly by si tento status udržet.

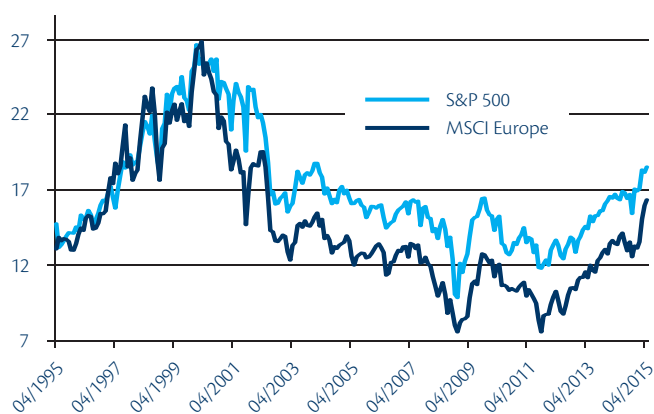
Zklamání z růstu v Japonsku

Ačkoli má Japonsko již recesi za sebou, nejnovější makrodata přinesla zklamání. Po dvou letech kvantitativního uvolňování se peněžní báze Japonska zdvojnásobila. Inflace však stále zůstává nízká. Kvantitativní uvolňování vede k oslabování japonského jenu, což představuje impuls pro export. Velké firmy zaznamenaly růst ziskovosti, menší a střední podniky je ale nenásledují. Spotřebitelská poptávka se jen s obtížemi vypořádala se zvýšením DPH z roku 2014.

Země BRIC už nezají

Země BRIC – Brazílie, Rusko, Indie a Čína – investory zklamaly. Brazílie a Rusko se potýkají s recesí. Tito dva těžce zkoušení vývozců ropy jsou nově uváděni v jedné skupině s JAR, Tureckem a Indonésií jako tzv. Fragile Five. Čína na tom není o mnoho lépe. Růst tam klesl výrazněji, než se očekávalo. Ve čtvrtém čtvrtletí její ekonomika rostla ještě 7,4% tempem, v prvním čtvrtletí roku 2015 už ale zaznamenala na čínské poměry skromný růst jen 7,0 %. Zpomalení může částečně vysvětlit zastavení bytové výstavby. Tento krok se odráží také v poklesu vývozu (-17 %). Nové projekty jsou odkládány, takže se ani nedovážejí materiály pro jejich realizaci. Indie je na tom jako jediná ze zemí BRIC lépe.

Poměr ceny k očekávaným ziskům na akcie



Zdroj: Datastream

Akcie jsou spíše drahé

Významnou část portfolia investujeme do akcií. Silná výkonnost akcií v uplynulých měsících nás rovněž přiměla k větší opatrnosti a připravenosti k realizaci zisků. Ani nedostatek alternativ nás nepřiměje k přehlížení rizik.

Šest výhod investování do akcií

1. Silné korporátní zisky.
2. Atraktivní dividendy.
3. Světová ekonomika je na tom lépe, než se zdá. Na tomto vývoji lze participovat pouze prostřednictvím investic do akcií.
4. Firmy využívají svých bohatých hotovostních rezerv ke zpětným odkupům vlastních akcií. Budoucí zisk se rozdělí mezi menší počet akcionářů, takže zisk na akcii vzroste.
5. Alternativním přístupem jsou zpětné odkupy vlastních akcií financované emisí podnikových dluhopisů s nízkými úroky. Firma může ušetřit řádově více na výplatách dividend z akcií, které stáhla z oběhu.
6. Ani institucionální investoři, jako jsou penzijní fondy a pojišťovny, se již nemohou akciovým trhům vyhýbat. Minimální garantovaný výnos by v současném prostředí nízkých úroků obtížně realizovaly bez akciových investic. Zajišťují tedy investiční toky, které přispívají k růstu akciového trhu.

Dluhopisy jsou stále dražší

Jen málo segmentů na dluhopisovém trhu zůstává atraktivních.

V oblasti dluhopisů se již mnoho zajímavých investičních možností nevyskytuje. Vládní a firemní dluhopisy v eurech ani korunách nejsou zajímavé v žádné z dostupných dob splatnosti. Dlouhodobé dluhopisy jsou navíc nebezpečné.

Komodity

Část portfolia investujeme do komodit. Levná není jen ropa, ale i mnoho průmyslových kovů, jako zinek a měď. Mnohé z těchto komodit se obchodují dokonce pod svými mezními těžebními náklady, a tedy v budoucnu dojde k omezení těžby a následnému růstu cen.



Tak tady máme květen, měsíc lásky. Ale ne tak podle jednoho poměrně známého investičního pořekadla. Pořekadla, které se pravidelně mezi lidmi točícími se kolem investic začíná v tomto období citovat a které zní: „Sell in May and go away.“ Tedy něco ve smyslu nabádajícím opouštět v květnu akciové trhy, a to zejména v případě, že je od začátku roku vyděláno. Vzhledem k tomu, že letos panuje obzvláště příhodná situace pro aplikaci tohoto pravidla a mnozí investoři budou mít možná značné sklony vzít jej za své, otestujeme trochu historii. Může nám znovu posloužit cca 80 let historického vývoje amerických akcií, které tvoří v zásadě polovinu světové tržní kapitalizace.

Co zjistíme? Nebudu napínat, pravidlo příliš nefunguje. Pokud rozdělíme rok na dvě části, na období květen až říjen a listopad až duben, pak lze konstatovat, že výnos v období květen až říjen je slabší než v období listopad až duben. Ale utíkat kvůli tomu z akciového trhu se nevyplatí. Alternativy totiž vynášejí i tak méně.

Suma sumárum, pokud někdo 80 let dodržoval na amerických akcích strategii „Sell in May“ a utíkal na počátku května do hotovosti, vydělal pouze pětinu toho, co investor, který akcie celou dobu jen držel. I od května do října byla totiž většina těchto období růstová, někdy i výrazně.

A implikace směrem k současnosti? Vykašlete se na sledování takových „pouček“. Sledujte svůj investiční horizont, a pokud dosahuje alespoň pěti let, mělo by se vyplatit v akciích (či akciovém fondu) zůstat. I s vědomím, že už nejsou levné a rizika poklesu a růstu jsou vyvážená.

Aleš Prandstetter, investiční stratég ČSOB Asset Management

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

Co děláme v rámci portfolia?

Krátkodobé akcenty

Akcie v eurozóně

Ve všech zemích EMU lze pozorovat výrazné posílení důvěry spotřebitelů a opětovný růst maloobchodních prodejů. Masivní kvantitativní uvolňování (prostřednictvím nákupů vládních dluhopisů a jiných typů cenných papírů) ze strany ECB v kombinaci se slabším eurem, nízkými cenami energií a snížením míry úspor dodává ekonomikám eurozóny opět kyslík. Rovněž se rozbíhá úvěrová aktivita, která by měla dále podpořit ekonomické oživení regionu. Kombinace těchto faktorů by měla vést k dalšímu růstu firemních zisků.

Střední Evropa

Středoevropské akcie jsou levnější, než je průměr akcií v eurozóně, nabízejí navíc vyšší dividendy a pochopitelně celý region těží ze vzájemné ekonomické provázanosti. Očekávaný růst zisku se díky pozitivnímu vývoji v uplynulých měsících zvýšil z hodnoty okolo 4 % až na dvouciferné úrovni.

Japonské akcie

Slabý japonský jen podpořil ziskovost velkých japonských firem zaměřených na export. Spekuluje se, že japonské podniky chtějí využít slabé měny a své aktivity přesunout více na domácí trh. Tamní centrální banka navíc v rámci svého programu kvantitativního uvolňování masivně nakupuje místní akcie, stejně jako penzijní fondy, což podporuje růst na akciovém trhu. Makrodata nechodí každý měsíc stejně přesvědčivá, přesto nadále věříme ve znovuoživení japonské ekonomiky.

Cyklický spotřební sektor

Spotřeba táhne ekonomický růst po celém světě. Cyklický spotřební sektor toho využívá ve srovnání s ostatními sektory více. Pokud kupní síla domácností poroste, půjde stále větší podíl jejich příjmů do tržeb cyklického spotřebního sektoru. Tento sektor zahrnuje výrobky a služby, jejichž nákup lze v dobách recese snadno odložit.

Střednědobá témata

Akcie s vysokými dividendami a zpětnými odkupy

Akcie firem s atraktivní dividendou poskytují stabilnější výnos oproti ostatním. Firmy s přebytkem hotovosti mohou volné peníze využít jen omezeně: investovat do dlouhodobých aktiv, akvizice nebo využít zpětného odkupu vlastních akcií. Mohou také snižovat míru zadlužení nebo hotovost vyplácet jako dividendu akcionářům. Ve všech případech jde o pozitivní signály pro akcionáře.

Americký dolar

Po silném růstu v uplynulých měsících již dolar není tak levný. Přesto zůstává nadále zajímavou měnou. Hospodářský růst v USA je setrvalý. Atraktivitu amerického dolaru dále podporuje stále se zvětšující rozdíl v měnové politice mezi eurozónou a USA.

Evropská centrální banka svou politikou oslabuje euro, zatímco dolar od ukončení kvantitativního uvolňování Fedu posiluje.

Dluhopisy s vysokými výnosy

Hledání výnosů nás přivádí do zemí a k měnám, které přinášejí o něco vyšší úroky. Čím vyšší jsou pravidelné kupónové platby, tím méně je dluhopis citlivý na růst úrokových sazeb.

Nemovitosti

Nemovitosti zlepšují diverzifikaci rizik v portfoliu a často nabízejí vysoký a bezpečný výnos. Sektor je oblíbený zejména u investorů do dluhopisů, kterým se tak při hledání výnosů otevírají nové možnosti. Zahrnutím nemovitostí do portfolia rostou očekávané výnosy, zatímco riziko zůstává relativně omezené.

Přítomnost řecké otázky nedovolovala výnosům bezpečných dluhopisů růst. Výnos německého 10letého vládního dluhu se v jednu chvíli obchoduje za rekordně nízký výnos 0,05 % p. a., aby následně své zisky pod vlivem příznivých zpráv z pokroku jednání Řecka se svými věřiteli odepсал a vystoupal „až“ na 0,15 % p. a. Přes zvýšenou volatilitu zůstávají ale výnosy dluhopisů rekordně nízké. Oporu nalézají převážně v měnové expanzi ECB, zásobující trhy přebytečnou likviditou, a v nízkých inflačních očekáváních, která i přes mírný hospodářský posun jsou stále daleko za inflačními cíli. Velmi podobná je i situace na domácím dluhopisovém trhu. Výnos českého desetiletého vládního dluhu je obchodován s výnosem 0,42 % p. a. Výnosy dluhopisů se splatností do tří let se na lokálním sekundárním trhu obchodují dokonce se zápornými výnosy.

Přes relativně příznivá ekonomická data je na evropském akciovém trhu patrná nervozita pramenící z jednání o řeckém dluhu. Silný dolar se naproti tomu stále více zakusuje do valuací amerických firem (třetí v řadě), což pro americké HDP nevěští nic dobrého. S největší pravděpodobností tak bude odloženo červnové zvýšení sazeb Fedu. Právě spekulace o odkladu stojí za oslabením dolaru. Nadále jsme ale přesvědčeni, že divergence měnových politik předurčuje dolar k návratu zpět k jeho silnějším úrovním. Dále tak u vybraných portfolií ponecháváme část dolarové expozice nezajištěnou proti měnovému riziku.

Při výběru investic preferujeme dluhopisy s variabilními kupóny, případně fixně úročené dluhopisy se splatností 3 až 5 let. Jednoznačně dáváme přednost podnikovým emisím před těmi státními, a to i přesto, že další pokles výnosů státních dluhopisů, mnohdy hloub do záporu, nelze zcela vyloučit. Do vybraných portfolií jsme v uplynulém měsíci nakoupili dluhopisy polských drah – 1,5leté evrové emise, které s ohledem na svůj příznivý rizikový profil generovaly nebyvale zajímavý výnos 0,85 % p. a. S ohledem na nízkou úroveň sazeb a rizika jejich růstu omezujeme v portfoliích nákupy zajištěných strukturovaných instrumentů.

Akciovou složku v portfoliích držíme nadále lehce nadváženou. Náš střednědobý náhled na akciové trhy zůstává i přes rizika příznivý, proto hodláme v závěru měsíce participovat na květnové emisi smíšeného fondu omezující pokles (fond typu Portfolio Pro).

Jan Bureš, portfolio manažer ČSOB Asset Management

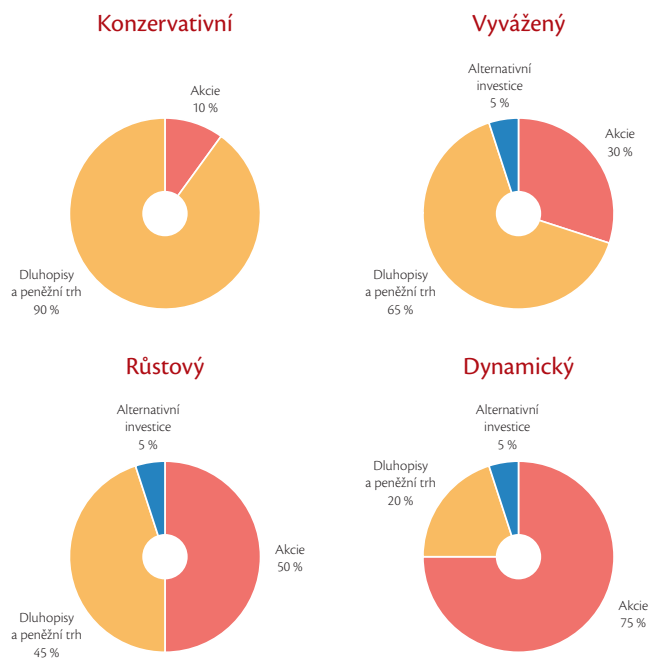


Pro institucionální klienty bývá typický důraz na vysokou likviditu, bezpečnost a obvykle i relativně krátký investiční horizont. Proto je pro ně směřodatný především vývoj trhu dluhopisů a peněžního trhu, jak naznačuje i předchozí komentář. Dynamická složka portfolia má ale často své opodstatnění i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

Z hlediska investičních profilů je pro většinu firemních a institucionálních klientů, ať už investují v rámci individuálního portfolia, nebo prostřednictvím fondů, typický velmi defenzivní, resp. konzervativní investiční profil. Přesto zde pro úplnost, srovnání či případnou inspiraci uvádíme i názory a doporučení

týkající se tříd aktiv, jejichž důležitost může být v rámci defenzivní investiční strategie pouze okrajová. Při řízení jednotlivých individuálních portfolií každopádně uplatňujeme podobné nástroje a přístupy jako při správě adekvátně zaměřených profilových fondů.

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



3 PREFEROVANÁ TÉMATA

Preferovaná témata se oproti předchozímu měsíci mnoho nezměnila, v globální alokaci nadále preferujeme akcie z eurozóny.

Zaměření – eurozóna AKTUALIZOVÁNO

Eurozóna zahájila rok 2015 pozitivně, když stále pokračuje růst z konce minulého roku. Ekonomika eurozóny posílila v roce 2014 přibližně o 0,9 % a v tomto roce poroste dále až k úrovni 1,7 %. 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 lokomotoru růstu eurozóny. Německý růst ve čtvrtém čtvrtletí pozitivně překvapil a hlavní indikátor IFO se v prvním čtvrtletí dále zlepšoval. 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 utrácely. 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. Ve všech zemích EMU lze pozorovat výrazné posílení důvěry spotřebitelů a opětovný růst maloobchodních prodeje. Masivní kvantitativní uvolňování (prostřednictvím nákupů vládních dluhopisů a jiných typů cenných papírů) ze strany ECB v kombinaci se slabším eurem, nízkými cenami energií a snížením míry úspor dodává ekonomikám eurozóny opět kyslík. Rovněž se rozbíhá úvěrová aktivita, která by měla dále podpořit ekonomické oživení regionu.

Po letech nízkého růstu, finanční krize a vysoké nezaměstnanosti se stabilizovala zisková marže a výsledky firem v eurozóně. Ve čtvrtém čtvrtletí se podruhé v řadě zvýšily zisky přibližně o 15 % oproti minulému roku a zastavil se také

pokles tržeb. Za příznivé makroekonomické situace je prostor pro zvyšování marží a pozitivní výsledková překvapení. Analytici očekávají, že letošní rok v eurozóně porostou zisky veřejně obchodovaných firem dvouciferným tempem. 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 stále obchodují se slevou oproti americkým akciím, a i když po velmi silném startu v novém roce evropské akcie již zdrazily, stále věříme jejich dalšímu růstu.

Zaměření – Střední Evropa AKTUALIZOVÁNO

Středoevropským ekonomikám se daří dobře. Spolu s ekonomickým oživením v západní Evropě a impulzem německého růstového motoru bylo možné i ve střední Evropě zaznamenat 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. Střední Evropa jako celek navíc může plně profitovat z nižších cen ropy a díky mírné inflaci nehrozí zpřísnění měnové politiky.

Polsko, největší ekonomika střední Evropy, rostlo 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.

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.

Maďarsko dosahuje slibných ekonomických výsledků. Roční růst HDP přesahuje 3 %, maloobchodní prodeje a průmyslová výroba rostou více než 7% tempem. Díky nedávnému zvýšení ratingu se Maďarsko dostává opět o něco blíže investičnímu ratingu, což má jasně pozitivní vliv na maďarskou měnu. Vzhledem k jejímu posílení a nízké inflaci (ta klesá od konce roku 2012, ve druhém čtvrtletí roku 2014 byla dokonce záporná, a to poprvé od roku 1968) mohla centrální banka v dubnu opět snížit základní úrokovou sazbu, a dále tak podpořit ekonomiku. Výnosová křivka v Maďarsku je stále mnohem výše než v eurozóně. Částečně populistická vláda Maďarska však pravidelně provádí „protibyznosová“ opatření. V minulosti byly oběma zejména velké korporace. Premiér Orbán však slíbil, že v této oblasti dojde od roku 2016 ke zlepšení.

Středoevropské akcie jsou levnější, než je průměr akcií v eurozóně, nabízejí navíc vyšší dividendy. Očekávaný růst zisku se díky pozitivnímu vývoji v uplynulých měsících zvýšil z hodnoty okolo 4 % až na dvoucifernou úroveň. Ohledně tohoto regionu jsme pozitivní.

Zaměření – Japonsko AKTUALIZOVÁNO

Opětovné zvolení premiéra Abeho na konci roku 2014 dalo zelenou pokračování takzvané abenomiky. Kvůli deflaci a stárnutí obyvatelstva domácí poptávka v Japonsku dlouhodobě klesala a premiér Abe byl zvolen v roce 2012 díky svému programu, který měl dlouholeté problémy země vyřešit. Abe představil politiku o třech pilířích, mezi něž patřily kvantitativní uvolňování, stimulační rozpočtová politika a strukturální změny. Cílem bylo dosažení hospodářského růstu a nastartování inflace. Díky masivnímu kvantitativnímu uvolňování (QE) japonský jen výrazně oslabil, což mělo podpořit vývoz a podnitit inflaci. Jakmile by byla z ekonomiky vymýcena deflace, podpořil by růst mezd domácí poptávku a jádrovou inflaci. V roce 2014 bylo skutečně možné pozorovat vzestup inflace na 3,7 %. Bohužel to však byl z velké části jen efekt růstu DPH a slabšího jenu a tyto efekty brzy odezněly. Klesající ceny ropy, ačkoli jsou pozitivním signálem pro Japonsko, které je dovozcem klíčové suroviny, tlačí jádrovou inflaci zpět ke 2 %. Významný nárůst mezd podporuje kupní sílu domácností. Díky nové akci Bank of Japan na konci roku 2014 a jejím dopadům na měnový kurz (výrazné oslabení japonské měny) mohou být jak hospodářský růst, tak inflace i nadále stimulovány. První dva pilíře politiky premiéra Abeho již přinesly výsledky. Ve čtvrtém čtvrtletí se Japonsko skutečně dostalo z recese, i když bylo tempo růstu ekonomiky oproti očekávání o něco slabší.

Zejména velké podniky těží ze zvýšené konkurenceschopnosti vlivem slabšího jenu. Prostor v rámci třetího pilíře politiky premiéra Abeho, který má vyřešit strukturální problémy Japonska, zatím nebyl zcela vyčerpán. Další ekonomické reformy, jako jsou liberalizace pracovního trhu, zvýšení stupně zapojení žen do pracovního procesu, snížení daní firm nebo otevření ekonomiky světa byly zatím odloženy. Teprve až budou i tato opatření realizována, začnou být dlouhodobé efekty ekonomiky premiéra Abeho zřetelné.

Japonské akcie byly v minulosti velmi drahé a podniky měly tendenci zdržovat zisky a investovat do málo rentabilních projektů. To se v uplynulých letech změnilo. Podniky se více zaměřují na tvorbu hodnoty pro akcionáře: zvyšují dividendy a také odkupy vlastních akcií. Na japonském trhu navíc existuje strukturální domácí poptávka po domácích akciích, protože velké penzijní fondy zvyšují akciový podíl ve svých portfoliích a Bank of Japan skupuje kromě dluhopisů v rámci kvantitativního uvolňování také akcie. Očekávané ekonomické oživení a pokračování projektu abenomiky v nás vyvolávají pozitivní náladu.

Zaměření – Turecko **AKTUALIZOVÁNO**

Turecko má již léta jednu z nejrychleji rostoucích ekonomik v Evropě, v uplynulých kvartálech však došlo ke zhoršení. Indikátory důvěry výrazně klesly a ukazují na zpomalení růstu, průmyslová výroba se za rok 2014 zvýšila sotva o 1 % a ekonomický růst zůstal ve čtvrtém čtvrtletí na 2,6 % (na turecké poměry nízká hodnota). Přesto nelze vše vidět jen černě. 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 ekonomického růstu 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, parlamentní volby v červnu však mohou dění rozvířit. 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 vysokým strukturálním deficitem běžného účtu platební bilance, což lze zejména přičíst nutnému dovozu ropy. Propad cen ropy o 50 % od léta 2014 ale znamená pro Turecko úlevu, její pokles je silným a zásadním impulsem pro podporu a zahojení bolavých míst turecké ekonomiky. Inflace mezitím klesla z maxim nad 9 % na 7,5 % na začátku roku 2015. Centrální banka znovu snížila, částečně pod politickým tlakem, úrokové sazby. Tento krok podporuje růst, ale zároveň způsobuje zranitelnost liry. Díky nižším cenám ropy a oživení eurozóny, největšího obchodního partnera, by se měla postupně zlepšit také obchodní bilance. V průběhu roku 2014 turecké akcie svým růstem vykompenzovaly velkou část korekce z roku 2013. V tomto roce ale istanbulska burza zaostávala za ostatními trhy. S poměrem ceny k očekávaným ziskům na akcii v roce 2015 na úrovni 10,9 jsou však zdejší akcie stále výrazně levnější, než je průměr na rozvíjejících se trzích. Zůstáváme dlouhodobě mírně pozitivní vůči tomuto levnému rozvíjejícímu se trhu, ostrá předvolební rétorika však může investorům přinést vyšší volatilitu do jejich portfolií.

Zaměření – cyklický spotřební sektor **AKTUALIZOVÁNO**

Stejně jako v USA je spotřebitel i jinde ve světě (v Evropě, a dokonce čím dál více také v Číně) hnací silou ekonomického oživení. Tento optimismus je spojen s aktuálním pozitivním ekonomickým vývojem. 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 domácími rostou bohatství, a to díky stabilizaci cen nemovitostí, celosvětovému růstu na akciových trzích a nižší dluhové zátěži

díky nízkým úrokům. Zejména cyklické spotřební sektory, jako jsou automobilky (a příslušní subdodavatelé), 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 subsektory dlouho zaostávaly. Díky odložené poptávce a příjmům na investice ale nyní očekáváme zlepšení, již v prvních čtyřech měsících tohoto roku vykázalo cyklické spotřební zboží ze všech sektorů druhou nejlepší výkonnost. Na prvním místě byl automobilový průmysl. Během finanční krize ho zasáhly tvrdé rány, v USA se ale prodeje po poklesu již vzpamatovaly a v eurozóně je již oživení rovněž v plném proudu. Díky zlevnění benzínu je také patrný posun směrem k dražším segmentům. Z Číny se stává nejdůležitější automobilový trh světa. Japonští a evropští vývozců mohou využít také oslabení eura a jenu. Silný růst produkce na všech významných trzích je rovněž dobrou zprávou pro dodavatele. Jsou velmi efektivní a mohou požadovat o to větší část ziskového koláče. Tento subsektor je ještě stále levný, lze ho tedy jen doporučit.

Pozitivně vnímáme také subsektor médií. Akciemi mediálních podniků se dařilo v minulosti držet výkonnost v souladu s širokým trhem, jak jsme již dříve upozorňovali, stále zatím nejsou 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 – průmysl **AKTUALIZOVÁNO**

Průmyslové sektory od roku 2014 zaostávaly za širokým trhem. Pesimismus ohledně Číny a dlouho odkládané oživení v eurozóně vedly k revizi ziskovosti směrem dolů. Vyhledky analytiků i nadále zůstávají skromné, zejména u výrobců investičního zboží, navzdory poměrně dobrým výsledkům ve čtvrtém čtvrtletí 2014. Konflikt v Rusku, nejistota ohledně Číny a klesající investice do ropného a těžebního sektoru vedly k negativnímu sentimentu. Lze však pozorovat postupnou změnu v náladě. Nízké ceny ropy povedou k silnějšímu světovému růstu díky vyšší kupní síle domácností, a to i v Evropě, kde bude navíc pobídka ekonomice zajišťovat levnější euro. Realizované úspory nákladů znamenají, že by se silnější poptávka mohla pohodově přetavit do vyšších ziskových marží.

Domníváme se, že průmysl má to nejhorší za sebou. Ve většině zemí se citelně projevuje letité zanedbávání investic do infrastruktury, což by se brzy mělo změnit. Evropská komise se s plánem „Juncker“ chystá zahájit nové velké investice, které budou částečně kryty z veřejných financí. V eurozóně růst podpoří levnější euro a nižší ceny ropy. V regionu se také obnovuje důvěra podnikatelů a rostou objednávky. V Americe stoupá využití průmyslových kapacit strojírenského parku na nejvyšší úroveň od velké krize v roce 2008 a pokračuje také oživení trhu s nemovitostmi.

Subsektor dopravy výrazně profituje z nižších cen ropy, což se projevilo ve výrazném růstu cen akcií v roce 2014. Zejména letecká doprava měla „vítr v zádech“: nižší náklady a vysoká obsazenost vedly k dobré výkonnosti a přitahovaly zájem investorů. Subsektor tak v uplynulých měsících podražil, nyní po mírném zdražení ropy začíná zaostávat za širokým trhem. Neprávem. Vyhledky zůstávají dobré i nadále a ceny ropy jsou ještě stále téměř o polovinu nižší oproti minulému roku. Díky růstu kupní síly domácností má poptávka prostor k růstu.

Akcie v eurozóně se stále obchodují se slevou oproti americkým akciím, a i když po velmi silném startu v novém roce již zdražily, stále věříme jejich dalšímu růstu.

Zaměření – technologie BEZE ZMĚNY

Během fáze ekonomického oživení dáváme přednost sektorům zaměřeným na růst, protože ty nejvíce těží z jakéhokoliv 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-of-things“ s e-commerce bezpečnosti 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 společnosti také nabírá na obrátkách.

Ve střednědobém horizontu roste tento sektor stále 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, mají sice solidní cash-flow, ale ztrácejí pozici na trhu. Podíly 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, a silný dolar má proto negativní vliv na růst tržeb i zisku. Konkurenční výhodu proti nim naopak díky slabému euru získávají evropští producenti.

Zaměření – akcie s vysokým dividendovým výnosem a zpětnými odkupy AKTUALIZOVÁNO

Silná ziskovost, 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. Vysoké výplaty zisku jsou výrazem efektivní finanční politiky, v jejímž rámci se spouštějí pouze projekty s nejvyšší ziskovostí a přebytečná hotovost se nekumuluje ve společnosti ani neutráčí za ztrátové projekty nebo příliš vysoko oceněné akvizice. Investice do rozšiřování kapacit a nových výrobních linek jsou nejlepší volbou v prostředí silného růstu. Navzdory atraktivnímu ekonomickému vývoji a rostoucímu využití průmyslové kapacity ale nejsme zatím v takové situaci.

Rozdělované dividendy plynou ihned k akcionářům. Dividendy jsou také, oproti zpětným odkupům, mnohem silnějším signálem, že cílem společnosti je budovat stabilní hodnotu pro akcionáře (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 dosahuje 0,26 %. Zhruba polovina evropských vládních dluhopisů nese negativní úroky. České výnosy nesou pouhých 0,46 %. Průměrný dividendový výnos v eurozóně ale dosahuje 3,3 % 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 rychleji 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 výši dividend. Lepší ekonomické prostředí se zde ale může postarat o zhodnocení

dividendových akcií. K americkým akciím s vysokou dividendou zaujímáme spíše negativní postoj: rozdíl mezi bezrizikovými desetiletými úroky (2,0 %) a dividendovým výnosem (2,16 %) je již velmi malý. Kromě toho úrokové sazby v USA porostou 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 úrokové sazby zde neporostou tak výrazně a rychle, protože je na nízkých úrovních drží program nákupů ze strany ECB.

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. Tyto peníze mohou použít k odkoupení vlastních akcií. U programů buyback je rovněž důležité, že se zpětně odkoupené akcie zruší. Teprve pak se zvýší relativní podíl akcionářů, kteří si ponechali své akcie. Vzroste zisk na akcii 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 většinou po období jeden až čtyři roky.

Zaměření – dluhopisy s vysokým výnosem AKTUALIZOVÁNO

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

Očekáváme, že silné fundamenty většiny rozvíjejících se trhů (nízké zadlužení, mírnější inflace, nejsilnější růst na světě atd.) mají potenciál

přitahovat 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 jsou o něco citlivější na zvýšení úrokových sazeb v USA.

Americká ekonomika podle všeho ztrácela v uplynulých měsících trochu na síle. Mnozí poukazují na silný dolar, my to však přisuzujeme spíše některým přechodným faktorům, jako jsou špatné počasí v zimě a stávky v několika přístavech. Naděje na silnější oživení americké ekonomiky a růst inflace od léta tohoto roku posilují naše přesvědčení, že Fed zvýší úrokové sazby letos v druhé polovině roku.

Investoři do tohoto typu dluhopisů musejí brát v úvahu poněkud vyšší volatilitu těchto trhů. Rizika tedy existují i nadále, stojí proti nim ale pěkná odměna.

Zaměření – americký dolar AKTUALIZOVÁNO

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. V krátkodobém horizontu pak může dolar skokově posílit v důsledku faktorů, jako jsou lepší americké vyhlídky konjunktury než v Evropě nebo zvětšující se rozdíly mezi očekávanými úrokovými sazbami v USA a eurozóně způsobené protichůdnými politikami obou centrálních bank. Z USA se mohou ozývat hlasy, aby se úroková sazba přeče jen nezvyšovala příliš rychle. K prvnímu zvýšení sazeb by mohlo dojít v následujících 6 měsících. Kromě toho ECB na začátku března začala nakupovat vládní dluhopisy, což stlačilo euro ještě níže.

Dolar je vedoucí světová měna: tedy něco, na co evropští investoři někdy zapominají. 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, bude se dále zvyšovat mezinárodní síla této měny. Investoři by si však stále měli být vědomi vysoké volatilita a občas nevysvětlitelného kolísání směnných kurzů.

Na japonském trhu existuje strukturální poptávka po domácích akciích.

4 TYPY AKTIV

Pohled na jednotlivé třídy aktiv.

Hotovost AKTUALIZOVÁNO

Výnosy budou nadále nízké a v následujících měsících nedojde k žádnému zlepšení. Návržnost tak zcela jistě nedosáhne ani míry inflace, což povede k erozi kupní síly. Nevypadá to totiž na to, že by ECB svoji sazbu (která je důležitá pro sazby na peněžním trhu a pro úroky z depozit) do roku 2017 zvýšila.

Dluhopisy AKTUALIZOVÁNO

Centrální banky po celém světě udržují úrokové sazby co nejnižší s cílem podpořit 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 výnosů 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, v některých segmentech jsou dokonce negativní.

Německé (0,26 %) a české (0,46 %) desetileté sazby jsou fakticky blízko dlouhodobých historických minim. Lze v tom jen stěží hledat racionalitu. Takto nízké sazby by bylo možné odůvodnit pouze v případě očekávání extrémně dlouhého 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 potáhne 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. Dojde k tomu ale výrazně později a ECB bude zatím vystupovat jako čistý nakupující dluhopisů. Jestli je to přesně to, co potřebuje ve svých konkrétních hospodářských souvislostech, nebude až tak důležité. Míra budoucího úrokového zemitřesení bude nanejvýš trochu zmírěna.

Německé úrokové sazby jsou v eurozóně negativní až do doby splatnosti šesti let a desetileté jsou výrazně nižší 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. Přesto se najdou atraktivní segmenty trhu dluhopisů, i když jen pro investory, kteří se nebojí podstoupit určité riziko.

Akcie AKTUALIZOVÁNO

Porovnáme-li poměr ceny k ziskům na mezinárodních burzách s jejich historickými průměry, zjistíme, že akcie jsou již spíše nadhodnocené. Prudké zvýšení cen, jehož jsme byli svědky v posledních letech, bylo doprovázeno pouze skromným růstem zisků – v Evropě začaly zisky stoupat teprve nedávno. Ale i tak stále platí, že přestože je vývoj evropského 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 2,9–3,2 % ročně (což je v souladu s dlouhodobým průměrem). V této oblasti jsme optimističtí již dlouhou dobu. Konečně ale i tam, kde to ještě před několika měsíci nebylo patrné, nyní indikátory tento pozitivní scénář potvrzují. Výrazný pokles cen ropy posiluje kupní sílu spotřebitelů a politika extrémně nízkých úroků, spojená s méně drastickými vládními škrty dále podporuje růst.

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. Dividendový výnos dosahuje 2,50 % (globální akciový index), 3,30 % (evropské akcie) nebo cca 4,6 % (české akcie) a předpokládá 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 extrémní averze k riziku. Období turbulencí na finančních trzích bývá obvykle krátká, poslední léta ale ukázala, že nepříznivá situace může trvat i velmi dlouhou dobu. Investiční rizika se skrývají na nejrůznějších místech. V obdobích 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 klientelu 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 reálného trhu.

Alternativu tvoří akcie reálných firem (nebo uzavřené fondy). Jde o společnosti, kde většina investičního portfolia sestává z jednoho nebo více reálných 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 reálných společností chovají především jako všechny akcie, a tedy v portfoliu nabízejí menší diverzifikaci, kvůli své nemovitostní 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. Tyto evropské nemovitosti se letos zhodnotily o 18 % a rozhodně už nejsou levné. Stále je ale výnos mnohem vyšší než u dluhopisů.

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 BEZE ZMĚNY

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“ (znovuoobnovování 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.

Zásoby ropného trhu jsou velmi vysoké: produkce v uplynulých dvou letech rostla rychleji a téměř vždy přesahovala poptávku. Ceny nicméně zůstávaly do léta 2014 tvrdošijně 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. Ze stávajících ropných polí se bude těžit, dokud zůstane cena ropy nad 40 dolarů. 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. I když je jejich mezní výrobní cena pod 30 dolarů a těžba ropy zůstává rentabilní také za 50 dolarů, je současná cena příliš nízká, než aby udržela jejich štědrý výdajový rozpočet v rovnováze. Země OPEC (dokonce Saúdská 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 začnou navracet na úroveň okolo 70 USD za barel směrem ke konci roku 2015.

Zlato AKTUALIZOVÁNO

Je-li cena nad 1 000 USD za unci 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 (zaručené 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 společnost, člen skupiny KBC. Při jeho tvorbě a šíření nepostupovali podle požadavků zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu v platném znění, upravujících pravidla pro analýzu investičních příležitostí nebo investiční doporučení. Při přípravě materiálu se vychází z aktuálně dostupných ekonomických informací a jejich zhodnocení v čase přípravy (tento materiál byl připraven k 29. 4. 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

		05/2015	08/2015	11/2015	05/2016
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	0,00	0,05	0,15	0,50
	5Y sazba	0,00	0,15	0,30	0,70
	10Y sazba	0,40	0,50	0,60	1,00
	USD/CZK	25,18	26,29	27,30	27,30
	EUR/CZK	27,45	27,60	27,30	27,30
EUR	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	-0,25	-0,20	-0,05	0,25
	5Y sazba	-0,10	-0,05	0,15	0,50
	10Y sazba	0,15	0,20	0,30	0,70
USD	Základní sazba	0,25	0,25	0,50	1,00
	2Y sazba	0,55	0,70	1,10	1,60
	5Y sazba	1,35	1,40	1,90	2,30
	10Y sazba	1,95	1,90	2,25	2,60
	USD/EUR	1,09	1,05	1,00	1,00

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	+2,03	+2,70	+1,42	+0,36	+0,30
EMU	-0,50	+0,90	+1,50	+1,34	+0,44	+0,00
USA	+2,20	+2,40	+2,50	+1,48	+1,63	+0,20

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg