



AKTUÁLNÍ ČÍSLO PŘINÁŠÍ:

Jak vidíme svět?

- Ziskový potenciál je v Evropě větší než v USA
- Řecká sága pokračuje v mírně pozměněné podobě dál
- Zvýšení úrokové sazby americkou centrální bankou se blíží

Co děláme v portfoliích?

- Nedostatek alternativ nás stále drží u akcii
 - Díky pokračujícímu viditelnému oživení v eurozóně naše preference vůči tomuto regionu trvá

Ekonomická konjunktura v Evropě ještě zaostává za konjunkturou v USA

Ekonomiky evropské unie, včetně bloku eurozóny, již definitivně opustily recesi, růst však zůstává skromný, i když se jeví jako udržitelný. I nadále je možný Grexit, pravděpodobnost se však pro tuto chvíli značně snížila a finanční trhy již z tohoto problému nejsou nervózní. V USA se ekonomika i nadále rozvíjí rychleji než v Evropě. Za dobrým výkonem ekonomiky stojí zejména americký spotřebitel a jeho výdaje. Optimismus se vrátil i do Japonska, rozvíjející se trhy naopak představují zklamání. V USA vyhlížíme první zvýšení úrokové sazby americkou centrální bankou, očekává se v září, nejpozději však v prosinci 2015. Inflation již opustila své dno.

Evropa otáčí

V EMU dosahoval HDP reálného růstu asi 1,5 % ročně ve čtvrtém čtvrtletí 2014 i v prvním čtvrtletí roku 2015. Důvěra podnikatelů se od té doby dostala do bezpečné zóny, stejně tak důvěra spotřebitelů prošla od prosince 2014 výraznou obnovou. Tento pokrok lze pozorovat nejen v jádru unie, ale také na periferii s výjimkou Řecka. Zlepšuje se konečně i poskytování úvěrů a poptávka po nich.

Evropská komise a Evropská centrální banka (ECB) zlepšily své vyhlídky ohledně růstu a inflace. V současné době počítají s růstem 1,6 % (dříve: 1,1 %) v roce 2015 a 1,9 % (dříve: 1,5 %) v roce 2016. Souvisí to spíše s poklesem cen ropy a slabým eurem, než s programem QE (stimulující měnová politika) ECB. Nesmíme však zapomenout, že ekonomická obnova v EMU zůstává i nadále křehká.

V USA je zapomenut pokles hospodářství v počátku roku. Důvěra podnikatelů je zpět a zprávy z pracovního trhu jsou dobré (nezaměstnanost klesla na 5,3 %, což je nejnižší úroveň za sedm let).

Zvedat se začíná také Japonsko. Oživení se však zatím nerozšiřuje globálně, země BRIC na tom nadále nejsou dobře. V populární zkratce BRIC písmena B a R symbolizují dvě země vyvážející suroviny, které se hodně trápí, tedy Brazílii a Rusko. Falešné tóny zní také z Číny. Růst, který byl ještě ve čtvrtém čtvrtletí 2014 7,3 %, zpomaluje směrem k 7 %, což se nápadně potkává s plněním oficiálního vládního cíle. Indie, jako jediná ze zemí BRIC, si zachovává dobrou pozici.

Evropa uzavírá propast mezi USA, i pokud jde o růst zisku

Zisk na akcii v USA byl v prvním čtvrtletí 2015 pro index S&P 500 o 26 % vyšší než ve třetím čtvrtletí 2007, kdy propukla velká recese.

Pro index MSCI EMU je zisk na akcii stále o 25 % nižší než před velkou recesí. Potenciál růstu zisku je zde tedy, z tohoto pohledu, větší než v USA. V současné době analytici očekávají pro následujících 12 měsíců růst zisku o 9 %, v případě indexu S&P 500 je to 7 %. Pro oba indexy jde o dosažitelné hodnoty, v eurozóně to však

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Základní makroekonomické ukazatele ČR:

	Období	Údaj	Poslední změna
Inflace	06/2015	0,10 %	-0,20 %
HDP	1Q/2015	4,00 %	2,60 %
Nezaměstnanost	06/2015	6,20 %	-0,20 %
Základní sazba ČNB	06/2015	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 analytika ČSOB Asset Management Richarda Stadlera.

patrně bude dosaženo snadněji než v USA (kde je významně zastoupen ropný sektor, který je negativně zasažen nízkými cenami ropy).

S pokračující obnovou úvěrování v bankovním sektoru, podpořenou probíhající konjunkturou a slabším eurem mohou být tato očekávání pro eurozónu snadno překonána.

I nadále je možný Grexit

Řecká sága pokračuje pouze v mírně pozměněné podobě i nadále. Třetí podpůrný program bude stejně jako druhý vyplácen po částech, přičemž se bude neustále kontrolovat, zdali Atény dostatečně pokročily s povinnými reformami. Po každém konečném termínu bude pravděpodobně následovat další. Grexit tedy zůstává a nadále možný. Na základě posledních událostí jsme však toho názoru, že si finanční trhy od příchodu řeckých vyjednávání na čas odpočinou.

Inflace opustila dno

V následujících měsících bude inflaci i nadále ovlivňovat vývoj na ropném trhu. Krátkodobě (do konce roku 2015) mohou ceny ropy ještě klesnout kvůli velkému převisu nabídky a kvůli návratu Íránu na trh s ropou. Dlouhodoběji (v horizontu konce roku 2016) by se měla cena ropy vyvíjet směrem k těžebním nákladům, které se odhadují na 80 USD za barel, a to ještě bez započtení prémie za politické riziko.

Zvýší Fed úrokovou sazbu 16. září?

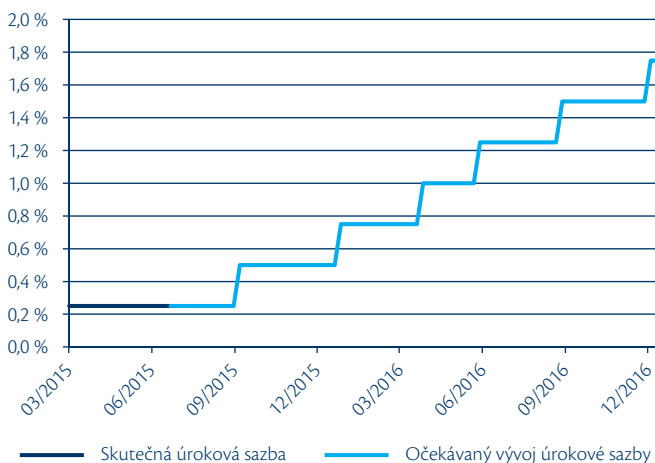
V právě probíhajícím (již šestém) roce expanze by patrně byla neutrální úroková sazba 3,50 % vhodnější než aktuálních 0,25 %. Fed si uvědomuje, že do takového stavu je ještě dlouhá cesta. Pro celý investiční svět to tak znamená vyhlížení prvního zvýšení úrokové sazby, které se očekává v září nebo nejspíše v prosinci 2015. To pochopitelně za předpokladu, že ekonomické údaje zůstanou dobré (viz graf).

Ekonomická konjunktura v USA je mnohem dále než v Evropě. ECB tedy podle všeho zvýší úrokovou sazbu až mnohem později než Fed. Nejprve bude třeba dokončit program QE, který by měl trvat podle plánu až do září 2016. Ke změně sazeb v Evropě tak patrně dojde až na konci roku 2016, pravděpodobně však ještě později.

Důsledky pro výnosy z dluhopisů

Program QE se v eurozóně silně projevil na výnosech dluhopisů. Dokonce ani 0% výnosy najednou nepředstavovaly dno. Program však dále pokračuje a v uplynulých týdnech se výnosy z dluhopisů opět zvýšily (ceny dluhopisů klesly). Americká centrální banka se navíc chystá na zvyšování úrokových sazeb a bylo by tak logické, aby výnosy z dluhopisů dále rostly. Zatím se však neobáváme jejich dramatického nárůstu.

Očekávaný vývoj úrokových sazeb v USA



Zdroj: KBC Asset Management

V roce 2008 se zdálo, že končí finanční svět tak, jak ho známe, a málokoho by napadlo, že bude v roce 2015 vypadat tak dobře jako dnes. Velký podíl na tom mají centrální banky, které napumpovaly ohromné množství likvidity na finanční trhy. Tato praxe stlačila úrokové sazby na historická minima, což vyústilo v nafouknutí cen fixně úročných investic – nejvíce u bezpečných státních dluhopisů, ale výrazně také u podnikových a spekulativních dluhopisů. (Pozn.: Čím nižší úrok, tím vyšší cena dluhopisu, a naopak.)



Kreditní trh zažívá opravdu báječné období. Nízké výnosy zpravidla vedou k nižšímu počtu bankrotů následkem klesajících úrokových nákladů. Průměrné procento firem v platební neschopnosti (default rate) od 80. let je blízko 4 %. V letošním roce se toto číslo blíží 1 %. Také objem prostředků získaných zpět z dluhopisů společností v platební neschopnosti (recovery rate) je dnes nad dlouhodobými průměry. Zadlužení společností se v posledních letech zvýšilo díky tomu, že firmy využívají levnější financování, ale zároveň vzrostla jejich ziskovost díky zlepšující se ekonomické situaci.

I když se kreditní trh nachází, alespoň ve vyspělém světě, ve velmi stabilní kondici, znamená to bohužel pro řadu investorů, že investují za extrémně nízké úrokové sazby, které by za dané riziko ještě nedávno neakceptovali. Investoři se v poslední době intenzivně ženou za výnosy, kupují dluhopisy pochybnějších emitentů a/nebo investují do dluhopisů s delší dobou do splatnosti. Taková investice však přináší vyšší kreditní riziko a v případě delších dluhopisů i vyšší úrokové riziko, až zase výnosy půjdou nahoru.

Hlavní nebezpečí pro současný trh přestavuje zvýšení úrokových sazeb, které je již delší dobu například avizováno ve Spojených státech. Řada firem využila příležitosti velmi nízkých sazeb a výrazně se zadlužila. Problém může nastat za několik let, až se budou muset refinancovat za daleko vyšší úroky, a globální ekonomika nemusí být v tak dobré kondici jako dnes. Proto klademe v ČSOB Asset Managementu velký důraz na kreditní analýzy společností a snažíme se vybírat dluhopisy, které ještě generují nějaký výnos za rozumnou míru rizika.

Richard Stadler, investiční analytik ČSOB Asset Management

2

NÁŠ POHLED NA PORTFOLIA

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 prodejí. 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 rozvíjí úvěrová aktivita, která by měla dále podpořit ekonomické oživení regionu. Kombinace těchto faktorů by měla vést k dalšímu růstu firemních zisků. Předstihové indikátory zůstávají nadále na velmi dobrých úrovních.

Střední Evropa

Středoevropské akcie jsou levnější, než je průměr akcií v eurozóně, nabízejí navíc vyšší dividendy a pochopitelně celý region těží ze vzájemné ekonomické prová-

zanosti. Očekávaný růst zisků se díky pozitivnímu vývoji v uplynulých měsících zvýšil až na dvouciferné úrovni. HDP středoevropských zemí v prvním čtvrtletí letošního roku překonal ve většině případů očekávání i ekonomický růst zemí v ostatních částech Evropy.

Japonské akcie

Slabý japonský jen podporuje 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. Domácí ekonomika ožívuje a exportní odvětví prosperují, trh navíc považujeme za relativně levně oceněný. Dochází k revizím korporátních zisků směrem nahoru a také ostatní indikátory se lepší, ačkoliv nejsou každý měsíc stejně přesvědčivé.

Cyklický spotřební sektor

Jak v USA, tak v Evropě a dokonce i v Číně a v Japonsku táhne ekonomický růst spotřeba. Cyklický spotřební sektor toho využívá ve srovnání s ostatními sektory více. Domácnosti zaznamenávají výrazný růst své kupní síly a majetku a spotřebitel obchodníkům radostně otevírá svou peněženku.

Cyklický spotřební sektor zahrnuje výrobky a služby, jejichž nákup lze v dobách recese snadno odložit. Ze současné fáze hospodářského cyklu tak profituje nejvíce. Sektor je s poměrem ceny k očekávaným ziskům 12,7 (u indexu MXEMOCD) levnější než index MSCI Europe (14,4).

Americký dolar

Pod silným růstem v uplynulých měsících již dolar není tak levný, přesto si vůči němu zachováváme pozitivní postoj, nadále zůstává měnou se zajímavým potenciálem. Hospodářský růst v USA by měl být, i přes slabší první čtvrtletí, dlouhodobě vyšší a trvalejší než v eurozóně. 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 v USA posiluje a navíc se FED připravuje na první zvýšení sazeb, které očekáváme nejspíše už v září. Dolar navíc poskytuje dobré krytí proti závanům eurokrize.



Střednědobá témata

Akcie s vysokými dividendami a zpětnými odkupy

Akcie firem s atraktivní dividendou poskytují stabilnější výnos oproti ostatním a jsou také méně citlivé na vývoj na trhu. Firmy s přebytkem hotovosti mohou volně peníze využít jen omezeně: investovat do dlouhodobých aktiv, realizovat 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.

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. Zaměřujeme se na kvalitní emitenty z vyspělých a rozvíjejících se zemí. Investujeme také v měnách, které považujeme za podhodnocené s cílem dosažení dalších zisků na kurzových rozdílech.

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.

Uvolnění napětí kolem Řecka vyústilo v návrat investorů na trhy rizikových aktiv (akcií). V druhém týdnu akcie strmě ožívají a i navzdory korekcím v polovině července korigují významnou část květnových a červnových poklesů (německý DAX +1,8 %, Euro Stoxx 50[®] +3,6 %, americký S&P 500 +1,4 %, NASDAQ +1,9 %). Rizika nebyla ale odbourána zcela. Starosti investorům dělá čínský trh. Vývoj tamního akciového trhu neodpovídá fundamentu ekonomiky a nese nepochybně známky přehřátí. Čínská vláda navíc aplikuje celou řadu institucionálních opatření, kterými se snaží neutralizovat významné poklesy akciového trhu. Zpomalující čínské hospodářství je obecně špatnou zprávou pro komoditní trhy, které v měsíci zaznamenaly poměrně výrazné ztráty. Silný dolar, dohoda o íránském jaderném programu a slabší čínský růst se významně podepisují na cenách ropy. Ropa WTI tak během července ztrácí celých 20 % a klesá pod 50 USD/barel. Přítomnost rizik společně s poklesy inflačních očekávání z titulu propadu cen komodit naproti tomu prospívá dluhopisům. Výnosy podnikových emisí klesají (ceny rostou). Zisky zaznamenávají i české vládní dluhopisy (a to prakticky napříč všemi splatnostmi), když poptávka po nich je akcelerována spekulací o záporných úrokových sazbách ČNB.

Při výběru investic jsme nadále upřednostňovali podnikové dluhopisy s variabilními kupóny, případně fixně úročené dluhopisy se splatností 3 až 5 let. Rozhodnutí omezovat v portfoliích nákupy zajištěných strukturovaných produktů zůstává navzdory červencovému poklesu výnosů nadále v platnosti.

Náš střednědobý náhled na akciové trhy zůstává příznivý. Současně ale vnímáme aktuální rizika, proto se vůči akciím nijak zásadně nevymezujeme a držíme neutrální alokaci. Hodláme participovat na srpnové emisi smíšeného fondu omezujícího pokles (fondy typu Portfolio Pro).

Nejvyššího zhodnocení v letošním roce prozatím dosáhla květnová emise Portfolia Pro 95 (2,6 %). Následována listopadovou (1,75 %) a únorovou emisí (1,6 %). Nejnižší zhodnocení naopak vykázala srpnová emise (1,4 %). Vyššího zhodnocení dosáhly Portfolia Pro 90 – v průměru 4,2 %, výjimkou byla únorová emise s výnosem 5,2 %.

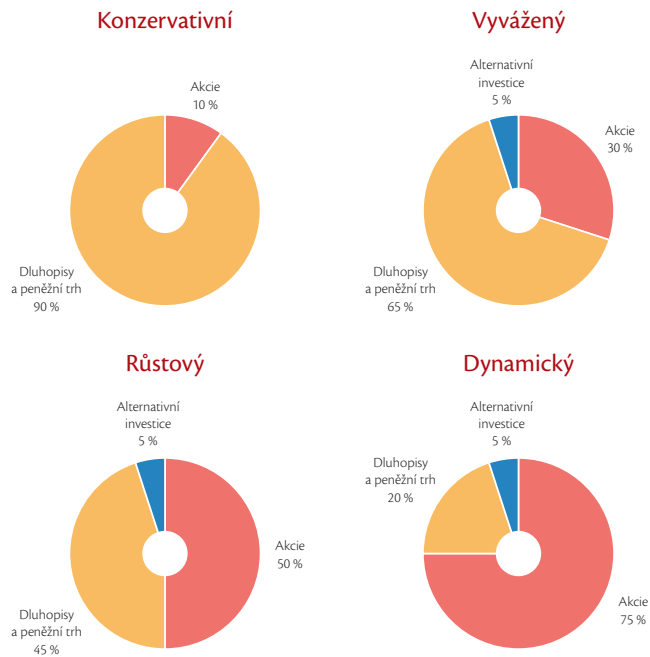
Rozdílná výkonnost fondů je důsledkem skutečnosti, že podíly akcií se mohou napříč fondy poměrně významně lišit. Společným jmenovatelem je vývoj akciového trhu. Tedy pokud akcie rostou, je aktivně zvyšován podíl akciové složky v portfoliích fondů, a naopak. Nicméně ale trend akciového trhu není jediným determinantem. Významnou měrou se na jejich složení (a tedy i výkonnosti) podílí i termín stanovení nové hraniční hodnoty (resetu akciové složky k neutrální úrovni). Platí, že v den stanovení hraniční hodnoty je snížena podíl akcií příslušného fondu (bez ohledu na aktuální trend akciového trhu) na výchozí (neutrální) úroveň. A samozřejmě pakliže některý z fondů prorazí ochranou bariéru, opouští zcela akciový trh a jeho aktiva zůstávají v bezpečných instrumentech (peněžní trh, krátkodobé dluhopisy) až do doby stanovení nové hraniční hodnoty. V důsledku výše uvedeného může být odezva dílčích fondů na vývoj akciového trhu různé intenzity. Doporučujeme tedy v portfoliích využít všech čtyř z nabízených emisí (únor, květen, srpen, listopad) a tím poskytnout portfoliu vyšší míru diverzifikace rizikové složky.

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 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 zásadně nezměnila, v globální alokaci nadále preferujeme akcie z eurozóny. Po nepříznivých datech ze sektoru technologií již nejsme na tento sektor pozitivní a realizovali jsme dosažené zisky.

Zaměření – eurozóna AKTUALIZOVÁNO

Ekonómie eurozóny se zatím v letošním roce daří, nadále pokračuje růst z konce minulého roku. Loni rostl HDP eurozóny přibližně o 0,8 % a v tomto roce se očekává nárůst až k úrovni 1,5 %. V prvním čtvrtletí ekonomika posílila o 1 % meziročně. Důvěra podnikatelů se od listopadu 2014 opět zvyšuje a nachází se znovu nad hodnotou 50, která indikuje ekonomickou expanzi. Německým spotřebitelům se díky slušnému růstu mezd a nízkým cenám ropy výrazně zvýšila kupní síla. Podobné zrychlení konjunktury lze v EMU pozorovat rovněž v zemích, které provedly strukturální reformy, jako například Španělsko, Portugalsko a Irsko, kde nezaměstnanost již několik čtvrtletí klesá. Ačkoli Francie a Itálie v této oblasti trochu zaostávají, očekáváme i zde mírné zlepšení růstu, v Itálii poprvé za šest čtvrtletí. Růst HDP ve Francii za první kvartál pozitivně překvapil, byť je stále skromný.

Uvolnění měnové politiky (prostřednictvím nákupu státních dluhopisů) ze strany Evropské centrální banky, slabší euro a nízké ceny ropy dávají ekonomice eurozóny výrazný stimul. Úvěrová aktivita opět narůstá, což dále podpoří růst ekonomiky eurozóny v budoucnu. Na tom nic nezmění ani nedávný skokový růst tržních úrokových sazeb. Po letech nízkého růstu, finanční krize a vysoké nezaměstnanosti se stabilizovaly ziskové marže a výsledky firem v eurozóně. V prvním čtvrtletí se potřeby v řadě zvýšily zisky o přibližně 12,5% oproti minulému roku. Vzrostly také tržby – přibližně o 9 %. První výsledky za druhé čtvrtletí vykazují pokračování nastavené tendence. Za příznivé makroekonomické situace je prostor pro zvyšování marží, pozitivní výsledková překvapení a růsty zisků. Analytici očekávají, že letošní rok v eurozóně porostou zisky o více než 10 %. Evropské akcie již nejsou levné, ale stále se obchodují se slevou oproti americkým akciím. I nadále tedy dáváme přednost akciím celé eurozóny. Řecká krize a případný Grexit způsobily velkou nejistotu, která měla vliv na burzy v eurozóně, především však na úrovni sentimentu, hospodářské tempo v ostatních zemích v eurozóně nebylo negativně zasaženo. Nyní je snahou najít řešení, které udrží problematiku zemi v eurozóně. Řekové pravděpodobně dosáhnou na další eura ze třetího záchranného programu, zaplatí za to však implementací bolestivých reforem. Evropské trhy mají šanci na opětovný růst, jakmile se pozornost investorů znovu zaměří na zlepšující se fundamenty.

Zaměření – Střední Evropa AKTUALIZOVÁNO

Středoevropským ekonomikám se daří dobře. Spolu s ekonomickým oživením v západní Evropě je možné i ve střední Evropě sledovat zrychlení ekonomického růstu. I na tuto oblast však v minulosti dopadl rusko-ukrajinský konflikt a problémy s Řeckem, především na úrovni sentimentu. Obchodní toky směrem do eurozóny jsou několikanásobně intenzivnější než ty směrem na Ukrajinu a do Ruska. Vazba na Řecko je ještě o mnoho slabší, prakticky zanedbatelná. 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 prvním čtvrtletí roku 2015 o více než 3 % a důvěra podnikatelů zůstala neotřesená navzdory dopadům ukrajinské krize. Trvalý růst mezd podporuje kupní sílu a maloobchodní prodej. I v druhé polovině tohoto roku se očekává, že ekonomika poroste více než 3% tempem. Zvolení kandidáta opozice prezidentem může být předzvěstí porážky vlády v zářijových parlamentních volbách. Případné jmenování nové vlády, která by nebyla příliš nakloněna podnikatelům, by mělo negativní dopad na akciový trh. Mezi investory se tak může objevit mírná nervozita v souvislosti s nejistou domácí politickou situací. Podzimní parlamentní volby budou vnímány jako velmi důležité pro další směřování země.

I v České republice zůstávají ekonomické ukazatele velmi dobré, ačkoli k růstu hrubého domácího produktu za první čtvrtletí došlo částečně vlivem mimořádných faktorů. Ekonomika na začátku roku nabrala neuvěřitelné tempo a výrazně překonala očekávání. Mezikvartální vzrostla o 2,5 % a meziročně dokonce o 4,0 %, což je nejrychlejší růst za posledních šest let. Naposledy česká ekonomika dosáhla takových temp růstu ještě před velkou finanční krizí na jaře roku 2008. Ministerstvo financí zlepšilo odhad růstu HDP v letošním roce na 3,9 %. Investice rychle stoupají, což se projevuje v růstu průmyslové výroby o 2 %. Silná zůstává i poptávka ze strany spotřebitelů. Důvěra spotřebitelů je zpět na úrovních roku 2007 a maloobchodní prodej roste (meziročně až k 8 %).

I Maďarsko dosahuje slibných ekonomických výsledků. Roční růst HDP v prvním čtvrtletí roku 2015 dosáhl 3,5 %, maloobchodní prodej roste o více než 5 % a průmyslová výroba o více než 6 %. Díky nedávnému zvýšení ratingu se Maďarsko dostává opět o něco blíže investičnímu ratingu. Vzhledem k nízké inflaci mohla centrální banka i v červenci opět snížit základní úrokovou sazbu a dále tak podpořit ekonomiku. Částečně populistická vláda Maďarska však v minulosti často prováděla „protibyznysová“ opatření. V minulosti byl obětí zejména bankovní sektor. Premiér Orbán však slíbil, že v této oblasti dojde od roku 2016 ke zlepšení.

Středoevropské akcie jsou o něco 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 dvouciferné úrovně. 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 vymýčena 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 inflaci zpět k nule. Významný nárůst mezd podporuje kupní sílu domácností. Opětovné zvolení premiéra Abeho umožnilo odložit i obávané zvýšení DPH, což růstu krátkodobě prospěje, ale dlouhodobě představuje pro státní finance riziko. Díky akci Bank of Japan na konci roku 2014 a jejím dopadům na měnový kurz (výrazné oslabení japonské měny) mohou být navíc jak hospodářský růst, tak i inflace nadále stimulovány.

První dva pilíře politiky premiéra Abeho již přinesly výsledky. V prvním čtvrtletí 2015 japonská ekonomika dosáhla růstu 3,9 % ročně. Jde o výrazně vyšší tempo růstu než v Evropě nebo USA, i když za ním z velké části stála tvorba zásob. I ukazatele důvěry jsou opět v zelené zóně a japonské exportní podniky znovu získávají podíl na trhu díky levnému jenu. Ekonomické oživení v Japonsku pokračuje, i když velmi pozvolna. Další ekonomické reformy, jako jsou liberalizace pracovního trhu, zvýšení stupně zapojení žen do pracovního procesu, snížení daní firem nebo otevření ekonomiky světu, nabírají výrazné zpoždění.

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 portfolích a Bank of Japan skupuje kromě dluhopisů v rámci kvantitativního uvolňování také akcie. Probíhající ekonomické oživení a snaha o pokračování projektu abenomyky v nás vyvolávají pozitivní náladu.

Zaměření – cyklický spotřební sektor AKTUALIZOVÁNO

Spotřebitel je již dlouhou dobu hnací silou ekonomického oživení a toho může využít cyklický spotřební sektor. Celosvětově lze pozorovat obnovu důvěry spotřebitelů. Tento optimismus je spojen s aktuálním pozitivním ekonomickým vývojem. Nezaměstnanost klesá a roste počet pracovních příležitostí. Pracovní trh v USA „jen kvete“ a nezaměstnanost tam klesla na 5,3 %, což jsou nejnižší úrovně od začátku roku 2008. Také v Německu je pracovní trh zdravý a i jinde v Evropě nezaměstnanost klesá dokonce i v zemích na dříve problémové periferii. 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 nemovitostí, celosvětovému růstu na akciových trzích a nižší dluhové zátěži díky nízkým úrokům. Domácnosti tedy již nemusí dodatečně příjmy šetřit, ale mohou je použít na spotřebu. Cyklický spotřební sektor byl tak v prvních šesti měsících tohoto roku jedním z nejlépejších. Nedávná mírná korekce na trzích a rostoucí úroky ještě nezapůsobily natolik, aby neutralizovaly pozitivní efekty uplynulého roku a prvního pololetí 2015.

Zejména cyklická spotřební odvětví, jako jsou automobily (a příslušní subdodavatelé), mediální společnosti, oděvní průmysl, firmy nabízející aktivity pro volný čas a turismus, zaznamenávají nárůst tržeb. Pro tyto produkty a služby je typické, že jejich nákup lze v období recese snadno odložit na později.

Uvedené sektory od recese v roce 2008 za ostatními zaostávaly. Díky odložené poptávce a příjmům na investice ale nyní očekáváme zlepšení. Automobilový průmysl zasáhl během finanční krize tvrdé rány, v USA se ale prodeje již zcela vzpamatovaly po poklesu v roce 2008. Díky levnějšímu benzínu je také patrný posun směrem k dražším segmentům. Z Číny se stává nejdůležitější automobilový trh světa. S prodejem 23 milionů aut tam bylo v roce 2014 dosaženo nového rekordu. V současné době však lze pozorovat stagnaci prodeje a zdá se, že čínský spotřebitel přesouvá svou pozornost z dražích, zahraničních prémiových vozů směrem k levným domácím značkám.

Nyní, když je krize v Evropě zdánlivě za námi, začíná se zvyšovat také evropská poptávka s ročním růstem tržeb v červnu o téměř 14 %. Znamená to dobré zprávy pro velké výrobce, především pro francouzskou a italskou masovou produkci. Japonští a evropské výrobce kromě toho mohou využít oslabení měny. Silný růst produkce (téměř 5 %) na všech významných trzích je rovněž dobrou zprávou pro dodavatele. Jsou velmi efektivní a mohou požadovat o to větší část ziskového koláče. Díky ostré reakci na nepřilíhající zprávy z Číny je tento subsektor ještě stále velmi levný, lze ho tedy jen doporučit.

Positivně vnímáme také subsektor médií. Akciím mediálních podniků se dařilo v minulosti držet krok s širokým trhem, takže prémie, za kterou se obchodují, stoupla. Ale protože 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 – finanční sektor AKTUALIZOVÁNO

Finanční sektor již není stejný jako před finanční krizí. Bankovní sektor se v této chvíli obchoduje ještě stále výrazně levněji než před vypuknutím krize. Byť návrat

k tehdejší úrovni ocenění nelze očekávat v dohledné době, přesto se nám bankovní sektor, stejně jako celý finanční sektor jako celek, jeví jako levný při poměru ceny k očekávaným ziskům na akcii (P/E) 11,4 (MXEMOFN index).

Americký bankovní sektor má již většinu procesu přizpůsobení se nové regulaci za sebou. Přichází také oživení generování zisků. V Evropě se nacházíme zatím v ranější fázi. Komerční banky dostaly pokuty za manipulaci s trhem, daňové úniky a vyhýbání se regulaci. Ztrácejí také tržní podíl vůči relativně levnějším americkým obchodním bankám, kterým dáváme přednost. Sektor zůstává kromě toho velmi citlivý na přísnější regulaci, a to jak národní, tak evropskou. Banky musí snížit poměr aktiv k vlastnímu kapitálu tak, aby jejich podnikání bylo méně rizikové. Mohou toho dosáhnout navýšením kapitálu, nebo mohou zestříhat své rozvahy. Obě opatření by měla vliv na výnosnost kapitálu. Kvůli „zeštíhlování“ rozvahy byly mnohé banky také velmi opatrné při poskytování nových úvěrů, v současné době se ale zdá, že i zde došlo ke zlepšení. Poptávka po úvěrech stoupá a také se zvyšuje ochota bank úvěry poskytovat.

Finanční sektor je velmi citlivý na konjunkturu. Ekonomické oživení v Evropě je proto důležitým faktorem. Kombinace klesajících opravných položek ke špatným úvěrům a zvyšujícího se objemu poskytnutých úvěrů může vést k výraznému růstu zisků. To má zejména krátkodobý význam. Dlouhodobě zůstáváme opatrní: rostoucí požadavky na kapitálovou vybavenost bank, nejistota ohledně vlivu nové regulace a budoucnosti uspořádání eurozóny budou nadále představovat tlak na ziskovost. Ani nízké úrokové sazby nejsou jednoznačným přínosem, protože

mají vliv na úrokové marže. I vůči pojišťovněm zaujímáme v krátkodobém horizontu pozitivní postoj: jsou levné, většinou již splňují přísnější pravidla a jsou velmi solventní. Díky tomu mohou vyplácet pěkné dividendy. Rovněž se přizpůsobily měnícímu se prostředí. Poskytovatelé neživotního pojištění si více vybírají rizika, která kryjí. Nízké sazby zůstávají pro poskytovatele životního pojištění značnou zátěží. Je to také jeden ze sektorů, který využije růstu výnosů, který započal v dubnu a podle očekávání by měl pokračovat (zejména v USA). Dlouhodobě potřebují i evropské poskytovatele životního pojištění vyšší úroky, aby mohli vyplácet garantované výnosy. Krátkodobě může mít růst úroků vliv na ocenění sektoru, protože investoři, kteří tento sektor nakoupili kvůli pěkným dividendám, se pak vracejí na trh s dluhopisy. Zajišťovatelé zaznamenávají pokles prémie a růst konkurence. Tomuto segmentu se vyhýbáme. Správci aktiv jsou malé odvětví, kterému se poměrně dařilo. Objem investovaného majetku se v uplynulých letech výrazně zvýšil,

hlavně na rozvíjejících se trzích. Přesto jsou pod tlakem kvůli současné o něco nižší aktivitě a vyšší volatilitě. V rámci finančních sektorů jsou také draze oceněny.

Finanční sektor je sanovaný, nadále však potřebuje kapitál a vyčkává, zda budou stačit nakumulované zisky z minulosti. Je to právě tento sektor, který může dlouhodobě profitovat z vyšších úroků, díky růstu úrokových marží u svých produktů. Kromě toho je tento sektor levný. A to nejen v Evropě, ale také například v Japonsku, kde jsou banky dobře kapitalizované.

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 pozitivní čistotou přidanou hodnotou (ukazatel NPV) 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, jelikož je investory vnímáno velmi negativně). Ukončení programu zpětného odkupu je oproti tomu mnohem snadnější (nevytváří dlouhodobé očekávání tak jako program vyplácení dividend).

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 0,69 %. Mnohé evropské vládní dluhopisy s kratší dobou splatnosti nesou negativní úroky. České dluhopisy nesou výnos pouhých 0,84 % při desetileté splatnosti. Průměrný dividendový výnos v eurozóně ale dosahuje 3,7 % a firmy s vysokým dividendovým výnosem vyplácejí ještě o 1 % víc, podobně jako firmy kótované na pražské burze. Při výraznějším růstu hospodářství se budou úrokové sazby rychleji zvyšovat. To je nepříznivé pro ceny 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

Z akcií s vysokou dividendou volíme jednoznačně Evropu. Tento region není v ekonomickém cyklu tak daleko a úrokové sazby vzhledem k nedávnému a výraznému růstu výnosů stoupnou v druhé polovině roku 2015 už jen mírně, nebo spíše vůbec ne. Na nízkých úrovních je drží program nákupů aktiv ze strany Evropské centrální banky (ECB).

V rámci tohoto investičního tématu zaujímáme negativní postoj vůči americkým podnikům. Tento rok pravděpodobně nepřinese růst zisku a je tu jen malý rozdíl mezi bezrizikovými desetiletými úroky a výnosem z dividend. Kromě toho očekáváme v USA růst úroků, první po devíti letech uvolňování měnové politiky. USA jsou také dál v ekonomickém cyklu konjunktury, takže opětovně investování zisků je atraktivnější. Růst úroků v USA si pravděpodobně vynutí také růst úroků na mnoha rozvíjejících se trzích, aby si lokální měny udržely svoji stabilitu. Tedy také tam budeme opatrnější.

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 vynášejí 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. Díky tomu se zvýší relativní podíl akcionářů, kteří si ponechali své akcie. Vzroste zisk na akcii a s tím i hodnota těchto akcií. To platí zejména pro USA, kde u širokého trhu neočekáváme v roce 2015 znatelný růst zisku na akcii, vyjma firem, které nakupují vlastní akcie. Nákup vlastních akcií společností je pozitivním signálem, jelikož indikuje, že akcie společnosti jsou dle názoru managementu (který má o stavu firmy mnohem lepší informace než veřejnost) oceněny příliš nízkou. Tyto programy mohou navíc být zastaveny rychleji, než výplata dividend (která vytváří mnohem větší očekávání investorů do budoucna), 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 kolísavost trhu zůstávají na snesitelné úrovni.

Americké úrokové sazby se doposud nezvýšily, i když jejich zvýšení je fakticky za rohem a pozornost opět získaly stabilní fundamenty mnoha zemí. V uplynulých týdnech se uklidnila situace ohledně Řecka. Rizikovější investice, jako jsou dluhopisy s vysokým výnosem, zaznamenaly znovu pozitivní výkon.

Na mnohých rozvíjejících se trzích ekonomické oživení pokulhává. V Brazílii a Rusku zpomaluje ekonomika a nízké ceny ropy problémy ještě dále zhoršují. Také čínská těžká váha boxuje proti silnému soupeři. Přejichod z ekonomiky poháněné exportem na ekonomiku taženou spotřebou probíhá obtížně a zejména trh s nemovitostmi zažívá ochlazení.

Rozvinutým zemím se daří lépe. Pokračující oživení v Evropě je udržitelnější. Zdá se, že Japonsko je na dobré cestě a i americká ekonomika se může pochlubit lepšími ekonomickými ukazateli. Data z pracovního trhu a maloobchodu přicházela v minulém měsíci velmi dobrá.

Celosvětové ekonomické oživení zůstává nedotčené, táhnou ho ale tentokrát rozvinuté země, jako jsou USA a Evropa. Portfolio proto upravujeme redukováním pozic na rozvíjejících se trzích, a naopak nakupujeme pozice v rozvinutých zemích s rozumně vysokými výnosy.

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.

Data popisující výkonnost ekonomiky v prvních měsících roku 2015 zavdala pochybnostem ohledně silnějšího růstu v USA. První čtvrtletí bylo slabé s růstem HDP o 0,6 % mezičtvrtletně. To bylo také důvodem dočasně oslabení dolaru vůči euru, které jsme sledovali od počátku května. Od té doby však dolar opět posílil s tím, jak se data z USA zlepšovala a indikovala daleko lepší výsledek HDP za druhé čtvrtletí. To se nakonec potvrdilo, když HDP v druhém kvartálu vzrostl o 2,3 %. Došlo k obnově důvěry podnikatelů, znovu vznikalo více než 200 000 nových pracovních míst měsíčně a spotřebitel mohl nadále profitovat z nižších cen ropy.

Na pozadí lepšího ekonomického růstu lze rovněž pozorovat rostoucí počet příznivců prvního zvýšení úroků. Dokonce i předsedkyně americké centrální banky Janet Yellenová dala nyní jasně najevo, že očekává zvýšení úroků ještě v roce 2015. Jako omluvu lze nyní použít pouze nízkou inflaci a omezený tlak na mzdy, ale také ty pomalu šplhají výš. Kromě toho ECB na začátku března začala nakupovat vládní dluhopisy a politiky centrálních bank obou velkých regionů jsou tak dnes diametrálně odlišné a ještě dlouho se lišit budou.

Dolar zůstává vedoucí světovou měnou, což je 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 zlepšovat podle očekávání (těžba ropy a plynu v USA značně roste, takže jejich nutný import klesá), může zlepšení ještě pokračovat. Nadále se bude zvyšovat mezinárodní síla této měny. Investoři by si však stále měli být vědomi vysoké kolísavosti a občas nevysvětlitelného kolísání směnných kurzů.

4 TYPY AKTIV

Pohled na jednotlivé třídy aktiv.

Hotovost BEZE ZMĚNY

Výnosy jsou velmi nízké (zůstávají poblíž nuly) a v následujících měsících se sotva zlepší. Návratnost tak zcela jistě nedosáhne ani míry inflace, což povede k erozi kupní síly. Situace nevypadá na to, že by ECB (a stejně tak ČNB) 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 či nedávno zasahovaly také přímo do dluhopisových výnosů skupováním střednědobých a dlouhodobých dluhových cenných papírů v masovém měřítku. To je jedním z důvodů, proč jsou dluhopisové sazby v mnoha zemích i nadále velmi nízké, v některých segmentech jsou dokonce negativní.

V dubnu dosáhly německé i české desetileté sazby absolutních historických minim. Lze v tom jen stěží hledat racionalitu. Tuto situaci by bylo možné odůvodnit pouze v případě očekávání extrémně dlouhého období deflace (přínejmenším několika let skoro nulového růstu a téměř nulové inflace). Mnoho majitelů dluhopisů prožívá nyní obtížné období. Investoři se nechali přesvědčit o trvale udržitelném ekonomickém oživení a přicházející data naznačila, že se inflace zvedá ze dna. Díky tomu se ochota tolerovat extrémně nízké nebo dokonce negativní úrokové sazby výrazně snížila a v průměru úrokové sazby vzrostly o 1 % (tím více, čím delší mají dluhopisy dobu splatnosti). Takovému korekce přicházejí vždy velmi nečekaně a nedávná doba toho byla jasným důkazem.

Navzdory těmto o něco vyšším úrokovým sazbám a akcím ECB zůstávají rizika velmi asymetrická. Dluhopisové výnosy se nedávno stabilizovaly, ale dlouhodobě

se domníváme, že se normalizují na výrazně vyšších úrovních. Tento růst potáhne USA. Amerika se v tomto cyklu nachází o pár let před Evropou, postupně se dostala do období boomu a její centrální banka má naplno 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 zemitěření bude nanejvýš trochu zmírněna.

Ve většině případů nenabízí dluhopisové trhy atraktivní možnosti investování, místy se však najdou atraktivní segmenty, 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, dokonce i po nedávné mírné korekci. Prudké zvýšení cen akcií, jehož jsme byli svědky v posledních třech letech, bylo doprovázeno pouze mírným růstem zisků – v Evropě začaly zisky stoupat teprve nedávno. Vyhledky růstu zisku v USA zůstávají spíše skromné.

Akcie na začátku tohoto roku podražily, což zvýšilo napjatost jejich ocenění a kvůli nejistotě na trzích (částečně pramenící z Řecka) to od dubna vedlo k opětovnému poklesu cen. Stále platí, že přestože je vývoj evropského akciového trhu slibný, zůstává zranitelný. Kromě toho jsou akcie velmi citlivé na výkyvy hospodářského růstu (nebo spíše jeho vnímání). Zpomalení růstu v zemích BRIC a dočasný pokles ekonomiky USA v prvním čtvrtletí způsobil na trzích neklid. Očekává se, že světový HDP poroste v letech 2015 i 2016 o 3,3–3,8 % ročně (což je v souladu s dlouhodobým průměrem). V této oblasti jsme optimističtí již dlouhou dobu. Tento scénář nebyl ještě před několika měsíci samozřejmý, nyní ale došlo ke shodě. Indikátory tento scénář rovněž 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 na rozdíl od očekávaného výnosu krátkodobých nebo dlouhodobých úrokových sazeb (často nižší než 1 %). Dividendový výnos dosahuje 2,6 % (globální akciový index) až 3,7 % (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 extrémní averze k riziku. Období turbulencí na finančních trzích bývala obvykle krátká, poslední léta ale ukázala, že nepřiznivá situace může trvat i velmi dlouhou dobu. Investiční rizika se skrývají na nejrůznějších místech. V obdobích zvýšené nejistoty si investice nabízející kapitálové zajištění zaslouží 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 AKTUALIZOVÁNO

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

Nemovitostní investice obchodované na trzích v Evropě zahájily tento rok 20% růstem, od května ale došlo k výrazné korekci kvůli rostoucím úrokům a klesajícím akciovým trhům. Nemovitosti již nejsou levné, jejich výnos ale zůstává o něco vyšší než v případě dluhopisů. Nízké úrokové sazby navíc zlevňují nové projekty a zvyšují jejich výnosnost. Spolu s dalším růstem ekonomiky mohou opět vzrůst ceny nájemného.

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. I ze strany silně rostoucího sektoru technologií je velká poptávka po firemních prostorách, zejména na západě USA.

Komodity AKTUALIZOVÁNO

Návratnost investice do komodit určují zejména dvě věci. Prvním je cenový trend dané komodity samotné. Stoupá-li cena komodity, dosáhne investor pozitivní návratnosti. Druhým prvkem je návratnost „rolování“ (znovuobnovování kontraktu), kterou vytváří skutečnost, že investor nenakupuje komoditu samotnou (tanker plný ropy, loď plnou obilnin nebo kontejner mědi), nýbrž investuje do forwardových (budoucích) kontraktů. Aby investice trvala, musí být tyto kontrakty rolovány: někdy je třeba zaplatit prémii, někdy prémii dostaneme. Výsledek těchto, často spekulativních, obchodů je však dost nepředvídatelný.

Spolu s reorientací čínské ekonomiky z těžkého průmyslu na spotřebitelů tažený růst zažívají komodity těžké časy. Čína představuje hlavního poptávajícího na trhu komodit a jejich ceny se tak krátkodobě pohybují v rytmu hospodářských a finančních zpráv z Číny. Ty jsou v posledních měsících velmi neuspokojivé a komodity tak ztrácejí více a více ze své hodnoty.

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, částečně v důsledku geopolitických rizik. Od léta 2014 ceny ropy klesly téměř o 65 USD na 45 USD za barel na začátku roku 2015. V únoru spotřeba přesahovala rekordních 95 milionů barelů denně. Nízká cena ropy tedy není způsobena nedo-

statečnou poptávkou. Produkce ropy se ale rovněž zvýšila na více než 97 milionů barelů denně v květnu. Bleskurychlý rozvoj techniky na těžbu ropy z břidlicových polí vedl v USA během období 5 let k nárůstu množství vytěžené břidlicové ropy z 1,5 milionu na 5,5 milionu barelů denně. Lze sice pozorovat pokles navrtávání nových zdrojů v USA: počet vrtných souprav, které jsou v provozu, klesl z přibližně 1 500 na téměř 600. Teprve od léta lze pozorovat pokles produkce, protože ze stávajících ropných polí se bude těžit, dokud zůstane cena ropy nad 40 dolary. Od podzimu 2014 země OPEC nechtějí omezit produkci, aby podpořily růst ceny. Arabské země mohou vyrábět za cenu pod 30 dolary a ostatní producenty tak z trhu vytlačí tím, že pokračují v produkci nezměněným tempem. Poté, co bylo jasné, že se rozhodly pro tento postup, klesaly ceny ropy rychleji. Očekáváme však, že se ceny budou v krátkodobém horizontu pohybovat mezi 50 a 65 dolary, přetrvá však kolísavost.

Zlato AKTUALIZOVÁNO

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 (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.

Mezní náklady těžby zlata dosahují zhruba 1 050 USD za unci. Kromě toho se zlato skutečně nespotebovává, takže celosvětové zásoby jen rostou. Zlato je také citlivé na „přestřelování“: během eurokrize v roce 2011 dosáhla cena tohoto drahého kovu na 1 900 dolarů za unci. Do konce roku 2014 klesla o více než 40 %. Současně události, jako jsou řecká krize nebo korekce na trhu, na ni neměly téměř žádný vliv. Klesající zájem investorů do zlatých ETF měl zřejmě větší efekt: nejprve rally na akciových trzích a nyní vyšší výnosy, zejména v USA, nabízejí lepší investiční příležitosti.

Zlato není hodnotová, ale spíše spekulativní investice, protože samo o sobě nenese žádný výnos nebo kupón. Zároveň zlato je, jak bylo řečeno, velmi kolísavé – v zásadě podobně jako akcie, což si ti, kteří si zlato kupují, málokdy uvědomují.

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 31. 7. 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

		08/2015	11/2015	02/2016	08/2016
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	-0,25	0,00	0,15	0,50
	5Y sazba	0,20	0,50	0,75	1,00
	10Y sazba	0,85	1,10	1,25	1,60
	USD/CZK	24,64	25,90	27,10	27,10
	EUR/CZK	27,10	27,20	27,10	27,10
EUR	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	-0,25	-0,15	0,00	0,25
	5Y sazba	0,10	0,20	0,40	0,70
	10Y sazba	0,70	0,90	1,00	1,25
USD	Základní sazba	0,25	0,50	0,75	1,00
	2Y sazba	0,70	0,75	1,20	1,60
	5Y sazba	1,65	1,85	2,20	2,35
	10Y sazba	2,30	2,50	2,75	2,85
	USD/EUR	1,10	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	-0,60	+2,00	+3,90	+1,40	+0,40	+0,50
EMU	-0,40	+0,80	+1,50	+1,30	+0,40	+0,30
USA	+1,50	+2,40	+1,90	+1,50	+1,60	+0,30

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg