

EKONOMIKA A TRHY

ZAŘÍ 2018

Jak vidíme svět?

- Americké akcie na novém rekordu. V USA přetrvává prostředí silné ekonomiky, mírné inflace a postupného zvyšování sazeb.
- Negativní sentiment na rozvíjejících se trzích zhoršily problémy Turecka.
- Česká národní banka v reakci na slabou korunu rychleji utahuje měnovou politiku.

Co děláme v portfoliích?

- Akcie ponecháváme na nadvážené úrovni.
- Podíl investic do realit je nastaven na podváženou úroveň a nepreferujeme ani komodity.
- Z úspěšných regionů věříme více Severní Americe oproti Evropě a zbytku světa. Opouštíme preferovaná témata z rozvíjejících se trhů.
- Sektorově upřednostňujeme IT, finance a zboží dlouhodobé spotřeby.

je konflikt mezi USA a jeho obchodními partnery. Cla by oslabila export, což by nemusel kompenzovat pozitivní efekt na produkci určenou pro domácí trh. Nová kola vyjednávání USA s Čínou, Evropskou unií, Mexikem i Kanadou mohou ale obavy respondentů zmírnit. Navíc i přes všechna rizika zůstává ohledně podnikatelského klimatu většina z nich optimistická. Oba indikátory ISM se nadále nacházejí spolehlivě nad hranicí 50 bodů a už 102. měsíc v řadě tak signalizují expanzi.

Průmyslová produkce v červenci zklamala pomalejším růstem (o 0,1 % meziměsíčně), táhla ji především výroba aut, zatímco výrazně klesala aktivita těžba ropy a zemního plynu. Zpracovatelský průmysl představuje 12 % americké ekonomiky a je nadále podporován příznivou situací v domácí i světové ekonomice. Rizikem jsou však odvetná cla ze strany Číny.

Odhady naopak překonaly maloobchodní tržby, které vzrostly o 0,5 % meziměsíčně. Nejvíce přispěly prodeje aut a oblečení. Data naznačují příznivý vývoj spotřeby zkraje třetího kvartálu.

Vývoj na nemovitostním trhu zklamal, počet nově vydaných stavebních povolení a zahájených staveb sice meziměsíčně mírně vzrostl, avšak pomaleji oproti očekávání, a prodeje domů dokonce klesaly.

Podle druhého zpřesněného odhadu dosáhl HDP ve druhém kvartále ještě o něco rychlejšího růstu, než se původně čekalo. Tempo 4,2 % (mezičtvrtletně, anualizovaně) bylo nejrychlejší za téměř 4 roky (od 3Q 2014). Oproti očekávání vyšší příspěvek zajistily investice firem a slabší dovoz ropy. V první polovině letošního roku rostl americký HDP o 3,2 % ročně, čímž překonal 3% cíl Trumpovy administrativy. Ekonomové se však shodují, že takto rychlé tempo růstu není dlouhodobě udržitelné vzhledem k dočasným vlivům (daňové úlevy, které ve 2Q vedly k navýšení kupní síly domácností, a čínská cla, která způsobila předzásobení exporty sóji).

V americké ekonomice vzniklo v červenci po dvou silných měsících méně pracovních míst, než se očekávalo (157 tisíc vs. očekávaných 193 tisíc, šlo o nejslabší měsíc od března). Údaje z předchozích měsíců byly ale revidovány výrazně nahoru. Míra nezaměstnanosti dál mírně klesla na 3,9 % a pohybovala se tak v okolí téměř 50letých (!) minim. Velmi nízké úrovně vykazují i alternativní ukazatele míry nezaměstnanosti, které do kalkulace zahrnují i práceschop-

¹⁾ Údaje nad 50 body značí očekávání expanze, údaje pod 50 body naopak očekávání recese.

1. EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

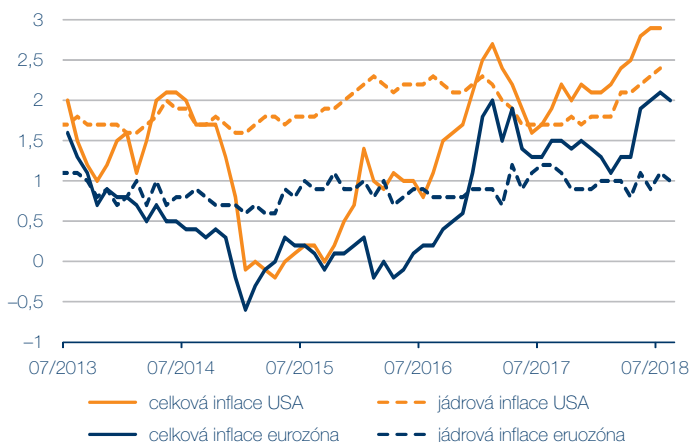
Silné fundamenty americké ekonomiky podporují globální oživení. Obchodní války pokračují, zklidnění však přichází s obnoveným jednáním USA s Evropskou unií, Mexikem a Kanadou. Investoři do rozvíjejících se trhů ještě více znervózňují s eskalující situací v Turecku.

Spojené státy americké (USA)

Americké předstihové indikátory ISM¹, které signalizují, kam by se ekonomika měla ubírat v následujícím období, tentokrát oproti očekávání klesly. Ve výrobě z 60,2 na 58,1 bodu a ve službách z 59,1 na 55,7 bodu. Hlavní obavou oslovených nákupních manažerů

né, již na hledání zaměstnání už rezignovali. Stejným tempem jako v minulých měsících rostly mzdy (+2,7 % ročně). Proti tomu stála inflace, která zatím zůstává v toleranci Fedu. Spotřebitelské ceny v červenci meziročně rostly o 2,9 %, zatímco jádrová inflace (bez cen energií a potravin) zrychlila růst jen na 2,4 % meziročně.

Inflace (meziročně, v %)



Zdroj: Bloomberg.

Americká centrální banka se v srpnu jednomyslně rozhodla ponechat sazby beze změny, avšak zlepšila výhled růstu americké ekonomiky a pozitivněji oproti předchozímu měsíci hodnotila také vývoj na pracovním trhu, růst spotřeby domácností a firemních investic. V souladu s trhem očekáváme do konce roku dvě zvýšení sazeb Fedu (v září a prosinci).

Proti plánům na utahování měnové politiky, které udržuje silný dolar, se v poslední době ohrazoval prezident Donald Trump. Ten by naopak rád zachoval nižší sazby pro podporu ekonomického oživení a levnější výpůjčky státu. Centrální bankéři prozatím tento tlak ze strany prezidenta ignorovali a pokračovali v naplánované trajektorii zvyšování sazeb. Trumpovy komentáře k činnosti Fedu jsou v novodobé historii USA, které si zakládaly na nezávislosti centrální banky, bezprecedentní.

Evropa

Důvěra podnikatelů i investorů se v Německu oproti předchozímu měsíci převážně zlepšovala, zejména díky uvolnění napětí v důsledku obnovených jednání mezi USA a Evropskou unií. Indexy ZEW i Ifo ve všech kategoriích předčily očekávání a překonaly hodnoty z minulého měsíce. O něco horší byly výsledky indexů nákupních manažerů (PMI) eurozóny. Ve výrobě se situace smírně zhoršila a ve službách stagnovala.

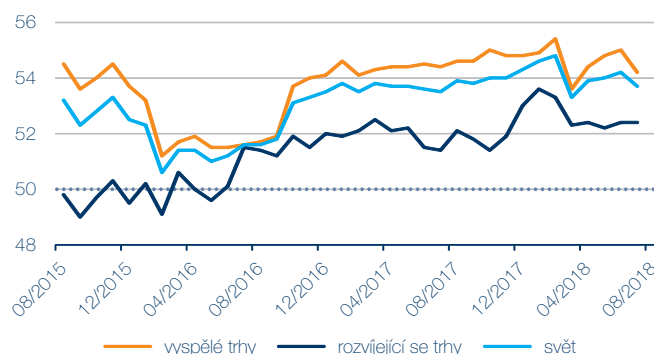
Maloobchodní tržby v eurozóně v červnu zklamaly, když rostly stejně jako v předchozím měsíci, tedy jen o 0,3 % meziměsíčně (+1,2 % meziročně). Taženy byly zejména prodeji potravin, nápojů a tabáku. Oproti očekávání slabší byla také průmyslová produkce, která v červnu meziměsíčně poklesla o 0,7 % (meziročně +2,5 %). Ve Francii a Itálii vykázala růst, avšak horší čísla přišla z Německa a Španělska.

Růst HDP eurozóny ve druhém čtvrtletí dosáhl tempa 1,5 % (mezičtvrtletně, anualizovaně), tedy stejně jako v prvním kvartále. Míra nezaměstnanosti v červenci stagnovala na předchozích 8,2 % a nadále se tak nachází na minimu od roku 2008. Index spotřebitelských cen v srpnu podle předběžných odhadů nečekaně zvolnil tempo na 2,0 % proti předchozím 2,1 %. K 2% cíli centrální banky se inflace v posledních měsících dostala díky vyšším cenám energií, u ostatního zboží ale zůstává mírná. Jádrová inflace (nezahnující kolísavé složky jako energie a potraviny) zpomalila na 1 % meziročně.

Evropská centrální banka (ECB) v srpnu nezasedala, platí tak její rozhodnutí z června – program nákupů dluhopisů bude v září dále zredukován (z 30 miliard EUR na 15 miliard EUR měsíčně) a poběží ještě do konce roku.

V Británii rostly v červnu spotřebitelské ceny podobným tempem jako v předchozích dvou měsících (o 2,5 % ročně), růst mezd ale zvolnil na 2,4 % meziročně. Míra nezaměstnanosti poklesla na 4 %. Bank of England na srpnovém zasedání zvýšila sazby na 0,75 %. Zatím nedošlo k žádnému zásadnímu posunu v otázce brexitu. Dvouletá lhůta na dojednání podmínek výstupu se přitom povážlivě ztenčuje a stále není jasné, co Británie vlastně chce. Uzavření dohody o vystoupení Británie z Evropské unie se tak s největší pravděpodobností nestihne do říjnového summitu EU, který byl dosud považován za poslední termín. Jako jedinou schůdnou variantou se tak může ukázat být dohoda o přechodném období, ačkoli není jisté, zda by v britském parlamentu získala podporu.

Indexy nákupních manažerů (PMI) kompozitní (expanze > 50; recese < 50)



Zdroj: Bloomberg.

Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)		INFLACE (průměrná roční změna, v %)	
	2018	2019	2018	2019
CZ	3,2	2,7	1,8	2,0
EMU	2,1	1,9	1,7	1,7
USA	2,8	2,4	2,1	2,1

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg.

Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a měnových kurzů

		08/2018	02/2019	08/2019
CZK	Základní sazba	1,25	1,75	2,00
	10Y sazba	2,04	2,40	2,60
	USD/CZK	22,03	21,27	20,33
	EUR/CZK	25,77	25,10	24,80
EUR	Základní sazba	0,00	0,00	0,00
	10Y sazba	0,37	0,80	1,25
USD	Základní sazba*	2,00	2,50	3,00
	10Y sazba	2,87	3,20	3,30
	EUR/USD	1,17	1,18	1,22

*) Horní hranice pásma.

Zdroj: ČSOB, ČSOB AM, KBC AM, Bloomberg.



Turecko: Z miláčka investorů odpadlíkem

**Před patnácti
lety se investoři
do Turecka jen
hrnuli. Dnes by
někteří raději
ze země zcela**

**odešli. Turecká lira zaznamenala
prudký pokles a podnikatelé se obá-
vají příchodu ekonomické krize.**

České firmy šly do Turecka většinou v době, kdy panovala vlna nadšení. V současné době by už tam zřejmě vstoupal málokdo.

Jak moc se změnila situace v Turecku z hlediska investorů?

Turecko bylo přibližně deset let vnímáno jako miláček investorů. Od roku 2003 byl Erdogan vnímán západními investory velmi dobře. Byl pro ně člověk, který udělal v Turecku pořádek, byl to tehdy kamarád Západu. Tou dobou se dokonce mluvilo o vstupu Turecka do EU a spousta lidí věřila, že se to skutečně stane. Jenže poté si Erdogan začal přisuzovat čím dál tím větší moc, což v roce 2013 vyústilo v první protesty. To investory znejistělo, najednou nevěděli, co se děje. Šlo o přerod. Už tu nebyl miláček investorů, ale nejistota. A v poslední době už má Erdogan jednoznačně negativní vliv. Lira oslabuje a oslabuje skutečně výrazně. V Turecku kvůli tomu hrozí velké problémy. Tamní firmy mají část svého financování nastavenou v eurech a dolarech a to je následně kurzově může vrhnout do ztráty celého hospodaření. Rovněž banky se financují v zahraničí. Kurzové ztráty pro banky mohou vést k erozi kapitálu a jeho nutnému navyšování. Kdo ho doplní?

Jaký dopad má pokles liry na české firmy, které podnikají v Turecku?

Současná situace má na firmy negativní kurzovní vliv. Je to vidět ve výsledcích skupiny ČEZ. Když výrazně oslabí turecká lira, má ČEZ ze své turecké investice kurzovou ztrátu. A jsou to částky v řádech stamilionů korun. České firmy šly do Turecka většinou právě v době, kdy panovala zmiňovaná vlna nadšení. V současné době by už tam zřejmě vstoupal málokdo.

Investoři už by dnes nebyli ochotní nést takové podnikatelské riziko. Turecká lira setrvale oslabuje a není to trend několika posledních měsíců, je to dlouhodobé.

Zvažují některé firmy, že by z Turecka úplně odešly?

Vím o tom, že to některé zvažují. Není to ale jednoduché. Musely by tam svůj byznys někomu prodat. A najít protistranu, které by v současném prostředí přenechaly své podnikání, je velmi těžké. Kdo by tam něco dnes kupoval? Mohou se najít odvážlivci, kteří si řeknou, že lira už oslabila příliš, a tudíž se jedná o dobrou obchodní příležitost, ale to riziko je obrovské. Za to všechno může Erdogan. To je člověk, který poničil důvěru investorů v Turecko. Nabízí se zde srovnání s Ruskem.

Jaké?

Putin je sice takový, jaký je, ale centrální banka si v Rusku užívá poměrně velké nezávislosti a dělá svoji měnovou politiku. Když padaly ceny ropy na konci roku 2014, odehrávala se v Rusku podobná situace jako v Turecku. Ruská centrální banka na to ale zareagovala dramatickým zvýšením sazeb až na 17 procent. Neviděl jsem přitom, že by to Putin kdy komentoval. Nechal centrální banku, aby dělala svou měnovou politiku, a situace se díky tomu stabilizovala. Přesně to Rusko potřebovalo. Erdogan ale centrální banku fakticky zničil. Právě to je příčina tureckých problémů. Tím, že je silným vůdcem a chce zasahovat do všeho, zamezil existenci nezávislé centrální banky, která by zvýšila sazby. V současné chvíli by už musela dramaticky, aby to tu situaci mohlo vyřešit. Erdogan to ale nedopustí, pokud máme věřit jeho ostrým prohlášením. A to je problém. Je to problém jednoho člověka.

Jak se mohou české firmy v Turecku bránit kurzovním výkyvům? Je třeba mít kontrakty zajištěné v dolarech a eurech?

Zajištění turecké liry je velmi drahé. Je to velmi komplikované. Pokud máte kontrakty v dolarech, někdo jiný pak musí akceptovat kurzovní ztráty. Pro české firmy by bylo dobré, kdyby spolupracovaly s tureckými firmami, které mají příjmy ze zahraničí. V Turecku jsou v tomto ohledu dobré společnosti. Například výrobce bílého zboží

Beko. Nebo jsou tam automobilky, které vyrábějí v Turecku za nižší lirové náklady a následně vyváží vozy do zahraničí. Tento exportní model je v Turecku životaschopný a firmy mají při oslabování liry čím dál tím větší komparativní výhodu.

Když jste mluvil o automobilkách, do Turecka vyváží vozy Škoda Auto. Jak se té mohou dotknout kurzovní změny?

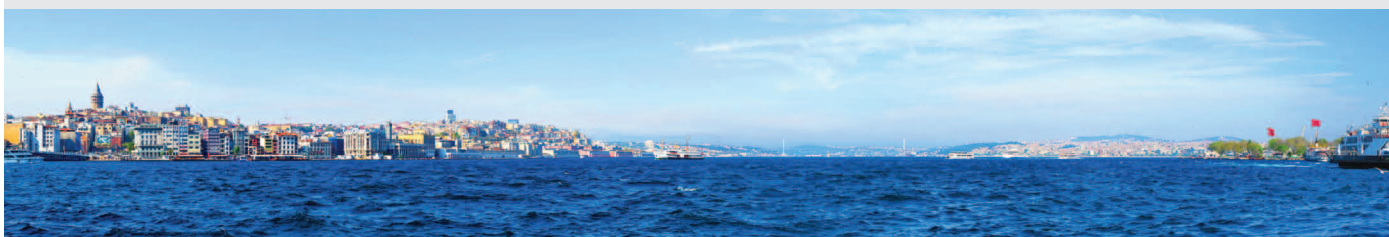
Škodovky dovážené do Turecka budou zdražovat a pro Škodu Auto může být obtížnější prodávat svoji produkci. Důvod je zřejmý: je to produkce dodávaná z Evropy do Turecka, takže se velmi zdraží po prodech liry.

Co dalšího může negativně ovlivnit podnikání v Turecku?

Jsou to spory s Amerikou. Turecko je členem NATO. Amerika zvýšila cla na dovoz hliníku a oceli do USA. Erdogan se nenechal zahnat do kouta a prohlásil, že Turecko přestane kupovat americkou elektroniku. Jeden z největších obchodních řetězců, BIMAS, okamžitě stáhl z prodeje své iPhone. Politické vztahy Turecka s EU a NATO jsou teď hodně špatné. Navíc se Amerika s Tureckem přetahuje o amerického duchovního, kterého Turci vězní a nechtějí ho vydat. Spojené státy proto zavedly sankce vůči dvěma tureckým vysokým představitelům. Otázka nyní je, jaká je budoucnost Turecka v rámci NATO, jestli se Turecko odhodlá k něčemu tak bezprecedentnímu, jako je odchod z NATO. Toto jsou složité geopolitické situace, u kterých je otázkou, zda se stanou, nebo nestanou. A to je důvod, proč se investoři bojí investovat do Turecka. Musíme si ale uvědomit, že Turecko je závislé na financování ze zahraničí a nemůže si dovolit kopírovat Rusko. Rusko na to má zdroje, vlastní komodity, rezervní fond. Rusko to ustojí. Slabší rubl pro Rusko znamená vyšší příjmy z prodeje komodit. Naopak slabší lira znamená pro Turecko vyšší výdaje na dovoz komodit, což se projeví ve vyšší inflaci a oslabování měny. Bludný kruh. Turecko by dopadlo hospodářsky velmi špatně.

Rozhovor převzat z Hospodářských novin. Redakčně zkráceno.

*Jaroslav Vybíral, analytik,
ČSOB Asset Management*



2. TRHY A INVESTIČNÍ STRATEGIE



Náš výhled na portfolia

Výrazná volatilita z posledních měsíců bude pravděpodobně pokračovat i v září. Příčinou budou i nadále především politická témata.

Obchodní války sice ustoupily trochu do pozadí, mohou se ale naplnit znovu rozjet, pokud by vstoupila v platnost avizovaná cla na čínské zboží v hodnotě 200 miliard USD. Také v rámci předvolební kampaně před listopadovými volbami mohou padat různé návrhy s potenciálem zahýbat trhy. V neposlední řadě se mohou do popředí zájmu vrátit problémy některých rozvíjejících se zemí (naposledy Turecko).

I přes všechna rizika jede světová ekonomika na plné obrátky, což by mělo podporovat další růst akciových trhů. Akcie proto držím nadále nadvážené oproti dluhopisům a preferuji vyspělé regiony před rozvíjejícími se trhy. Ty jsou sice z historického pohledu levné, růst amerických sazeb a rétorická cvičení prezidenta Trumpa ale představují rizika, která mohou jejich ocenění dále snižovat.

Ze sektorů mají největší váhu technologické společnosti a finanční instituce, nadvážené mám ale také akcie výrobců zboží dlouhodobé spotřeby. Preferovaným tématem zůstávají akcie malých a středních podniků.

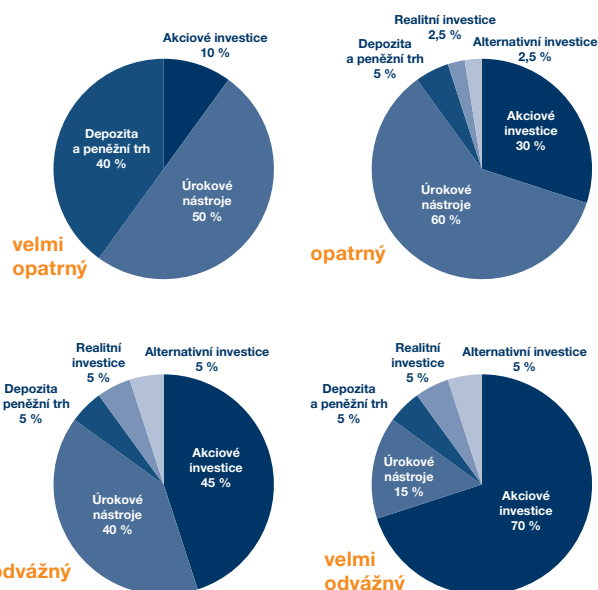
V září očekávám další zvýšení úrokových sazeb Českou národní bankou. Ve fondu budu i nadále držet nízkou duraci. V uplynulém měsíci jsem snížil rizikovost dluhopisové části portfolia a v následujících měsících v tom budu pokračovat, jak bude zvyšování výnosů dále postupně zvyšovat atraktivitu i méně rizikových investic. I přesto však zatím zůstávají stěžejním tématem dluhopisové části podřízené dluhopisy bank. Ponechávám také otevřenou pozici sázející na posílení koruny oproti euru.

Petr Kubec, portfolio manažer, ČSOB Asset Management

Při nabízení svých produktů vychází ČSOB z předpokladu, že referenční měnou (ve které dostáváte příjmy a platíte své výdaje) je česká koruna. Nákup cizoměnových aktiv zpravidla zvyšuje rizikovost portfolia. Preferujeme nástroje v CZK, ale je možné doporučit i cizoměnové nástroje při dodržení těchto podmínek:

- Hlavní část portfolia je tvořena klíčovými produkty – například smíšené fondy odpovídající investičnímu profilu klienta (velmi opatrný, opatrný, odvážný a velmi odvážný), globální akciové fondy, část zajištěných, strukturovaných a smíšených fondů.
- Zbývající část portfolia doporučujeme diverzifikovat tak, že jeden doplňkový produkt tvoří maximálně 10 % složky.

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



AKCIE

Vzrůstající hrozba eskalace obchodních válek a negativní sentiment na emerging markets nás v posledních měsících přiměl mírně redukovat váhu akcií v portfoliích a přeměrovat regionální alokaci směrem z rozvíjejících trhů a Evropy do Severní Ameriky. Nadále příznivý výhled ekonomiky a korporátních zisků (zejména v USA) nás však nadále utvrzuje v ponechání akciové složky na nadvážené úrovni.

Déletrvající prostředí rostoucích cen akcií a extrémně nízké volatility přerušilo od začátku tohoto roku několik tržních bouří. Investory znervózňují zejména vyšší dluhopisové výnosy v USA, protekcionistická opatření Donalda Trumpa, který střílí hrozbou cel na všechny strany, a výprodeje na rozvíjejících se trzích.

Rizika protekcionismu pro světový mezinárodní obchod a potažmo ziskovost nelze zcela přehlížet, přestože se trhy již z dosavadní praxe poučily, že po úvodním řinčení zbraní přichází většinou uklidnění situace a vyjednání (do jisté míry) kompromisních podmínek. Zatím posledními šoky pro akcie byla hrozba uvalení vysokých cel na dovoz evropských aut i komponent do USA (primárně by nejvíce dopadly na hospodaření a akcie německých automobilek, ale v druhé řadě by stáli i subdodavatelé včetně Česka) a na celý čínský import do USA. Asymetrický dopad protekcionismu na jednotlivé regiony pozorujeme již delší dobu, což reflektujeme i v naší strategii redukci zaměřené na eurozónu.

Pro trhy a měny rozvíjejících se zemí je velkým rizikem také zvyšování sazeb Fedu. Vyšší výnosy z „bezpečných aktiv“ mohou ubírat na atraktivitě rozvíjejících se trhů a působit odliv zahraničního kapitálu, na což jsou citlivé především země trpícími výraznými nerovnováhami (například Argentina či Turecko). Dosavadní vývoj ale bohužel poukazuje na to, že investoři všechny rozvíjející se trhy „házejí do jednoho pytle“ místo toho, aby vzali v úvahu podstatné rozdíly jednotlivých zemí. Z důvodu zvýšených rizik jsme proto opustili preferované téma investic do regionu střední a východní Evropy. Středoevropské země sice delší dobu vykazují lepší ekonomické fundamenty a jejich akcie jsou příznivě oceněny, v posled-

ních měsících ale čelí prodejním tlakům spolu s ostatními emerging markets. Vzhledem k pokračujícím obchodním válkám, utahování měnové politiky Fedu a zhoršující se politické situaci problémových zemí nejsou vyhlídky ani pro následující měsíce příliš růžové.

V Turecku prezident Erdogan zemi postupně přetvořil z parlamentní demokracie na plně prezidentský systém. Jeho prohlášení ohrožující nezávislost centrální banky se negativně promítla do nestability turecké měny i burzy (turecká lira od začátku srpna oslabila o čtvrtinu proti dolaru, od začátku roku pak dokonce kolem 40 %). Naše expozice na Turecko je ve fondech limitována.

Korporátní výsledky

V posledních pěti výsledkových sezónách vykazují společnosti příznivý trend růstu zisků. Náš odhad letos počítá v průměru s dvojciferným růstem celoročních zisků. Výsledková sezóna potvrdila všeobecně dobrou kondici firem.

V USA výsledky za druhý kvartál překonaly (již tak velmi optimisticky nastavené) odhady analytiků. V průměru jim rostly zisky o 25 % a tržby o 9 %. Kromě spotřebního zboží vykázaly všechny ostatní sektory dvojciferný růst zisků, nejlépe se dařilo materiálům, technologiím a těžbařům ropy a zemního plynu.

V Evropě jsou tempa růstu zisků nižší než v USA, což je spojeno především s dopady silného eura zkraje roku na exportně zaměřené firmy a překážkami, na které podniky naráží v důsledku naplněných kapacit (hlavně v Německu). U evropských firem odhadujeme celoroční růst zisků pro rok 2018 poblíž 7 %. K slušným výsledkům firem by měly přispívat dobré fundamenty společností, konkurenceschopnost díky vysoké přidané hodnotě produkce a pokračující ekonomická expanze.

Valuace

Poměr ceny k ziskům se na mezinárodních trzích snížil. V případě světového akciového indexu MSCI All Countries se předstihové P/E aktuálně pohybuje kolem 15.

Akcie firem z eurozóny jsou s předstihovým P/E necelých 14 oproti svému dlouhodobému průměru oceněny s mírnou slevou. Americké akcie jsou oceněny zhruba na svých dlouhodobých průměrech (u S&P 500 dosahuje předstihový P/E poměr 17). Rizikem eurozóny zůstává politická nejistota (Itálie, situace Británie po brexitu) a vliv celní politiky USA na evropské exportéry.

Nadále platí, že jsou akcie atraktivnější než pevně úročené investice (vládní i firemní dluhopisy) a hotovost, na něž dlouhou dobu dopadala měnová politika nízkých úroků. Očekávaný dividendový výnos akcií z indexu MSCI All Countries dosahuje 2,5 %.

Preferované regiony

„Nové“

USA

Americká ekonomika těží z fiskální expanze a zdravého vývoje na pracovním trhu. Firmy využívají silné domácí poptávky a vykazují rekordní zisky. Robustní ekonomika doprovázená tlumenou inflací představuje ideální kombinaci pro akciové trhy (tzv. „Goldilocks“). USA mají díky uzavřenějšímu trhu relativně silnou pozici v obchodních válkách.

Americké předstihové indikátory předpovídají pokračování dobře našlápnutého růstu americké ekonomiky. Období ekonomické konjunktury může navíc dále prodloužit nedávno schválená daňová reforma, která hospodářství zajistí dodatečný fiskální stimul.

Prosperující ekonomika se promítá do růstu kupní síly domácností a investic firem, což podporuje příznivý vývoj korporátních zisků.

Trumpova protekcionistická prohlášení zatím dopadají zejména na neamerické akcie. Protistrany sice podnikají odvetná opatření, tudíž se negativní dopady zcela nevyhnou ani americkým akciím, vzhledem k větší uzavřenosti amerického trhu na ně mají ale relativně menší vliv než na akcie firem z ostatních částí světa.

Jedinou nevýhodou amerického trhu zůstává vysoké ocenění v porovnání s ostatními regiony. Vyšší valuace jsou však pro USA do jisté míry obvyklé a opodstatněné. USA mají nejrozvinutější akciový trh světa s historií atraktivních výnosů a zastoupením růstových titulů a americký dolar je mezi měnami považován za „bezpečný přístav“.

Preferované sektory

Informační technologie

IT jsou sektorem zaměřeným na růst a inovace. V dnešní době si bez moderních technologií již prakticky nedokážeme představit náš každodenní život. IT společnosti hledají příležitosti dané změnou našich spotřebních návyků a celkového životního stylu a transformují tradiční odvětví, která trhu vévodila dekády. K růstu poptávky po jejich produktech napomáhá zvyšující se kupní síla spotřebitelů ve vyspělém i rozvíjejícím se světě. Sektor zůstává oceněn níže, než je obvyklé.

Vyšší kupní síla domácností je díky příznivému vývoji ekonomiky dobrou zprávou pro poptávku po IT produktech. Sektor ale nepodporují pouze spotřebitelé. Roste investiční poptávka ze strany firem, které musejí uvolňovat stále více peněz z rozpočtů, aby držely tempo s technologickým vývojem. Technologie lákají zákazníky díky neustálým inovacím produktů. Datová mobilita, cloud computing, e-commerce a internet věcí představují bezpochyby nejrychleji rostoucí segmenty a prosazují se napříč globální ekonomikou. Sektor technologií se nachází hlavně v Americe, je ale velmi mezinárodně zaměřen.

Ve výsledkové sezóně za 2Q 2018 byly informační technologie sektorem s třetím nejvyšším růstem zisků v rámci amerického indexu S&P 500 (v průměru 37 %!). Slibný výhled sektoru je navíc spojen s rozumným oceněním – technologie se obchodují jen lehce nad úrovní ocenění širšího trhu, přitom investoři byli u IT v minulosti ochotni platit výraznou prémii.

Nejpozitivněji se stavíme k softwaru, který je tradičně nejdefenzivnějším subsektorem v rámci tématu IT, mimo jiné díky dlouhodobým kontraktům v oblasti B2B (produktů a služeb pro firemní klientelu), vysokým maržím a relativně malé prémii v porovnání s průměrem sektoru. Růstový potenciál vidíme zejména u firem aktivních v oblasti e-commerce. Software představuje většinu sektoru a jeho dobré vyhlídky nás vedou k tomu, abychom vůči IT jako celku udržovali pozitivní postoj.

Finanční sektor

Banky a pojišťovny zůstávají i přes optimistické vyhlídky na změnu úrokového prostředí relativně levné. Je však třeba mít na paměti, že finanční sektor vzhledem ke své cyklické povaze představuje rizikovější investici spojenou se zvýšenou volatilitou a citlivostí na politický vývoj (to se nedávno ukázalo například v Evropě v souvislosti s italskou povolební situací).

Nízké úrokové sazby centrálních bank sice umožňovaly zlevnění úvěrů a hypoték, na druhé straně ale peněžní ústavy již mnohdy nemohly jít s úročením depozit níže, protože narážely na technickou hranici nuly. Vyšší náklady tak byly nuceny hradit ze svých marží,

protože břemeno záporných úroků z vkladů nebylo možné přenést na klienty (přinejmenším ne na ty retailové). Období tržních anomálií je ale snad již za námi. Fed ukázal, že se nebojí zvedat sazby a dokonce redukuje i svoji bilanci. ECB na druhé straně sice pokračuje ve stimulačním programu, ale již jen sníženým tempem a jeho ukončení už je na dohled. Kromě vidiny vyšších úroků napomáhá výhledu na zlepšení hospodaření bank a pojišťoven omezování regulace v USA.

Zboží dlouhodobé spotřeby

U cyklického sektoru, jako je zboží dlouhodobé spotřeby, platí jednoduché pravidlo: když roste kupní síla obyvatel a lidé se neobávají budoucnosti, stoupají také prodeje.

Příznivý vývoj ekonomiky a vysoká spotřebitelská důvěra nahrávají růstu tržeb společností z cyklických sektorů. Domácnosti nemusejí dodatečně příjmy šetřit, ale mohou je použít na nákupy zboží dlouhodobé spotřeby. Firmy si zase díky přebytečné hotovosti mohou dovolit potřebné investice.

Dlouhodobá témata

Akcie s vysokými dividendami

Akcie firem s atraktivní dividendou poskytují stabilnější výnos oproti ostatním a jsou také méně cyklické. Díky sektorové diverzifikaci dokáží nabídnout lepší poměr výnosu a rizika než akcie z vyložené defenzivních odvětví. Úrokové sazby se sice postupně zvyšují, ale i přesto zůstávají relativně nízké v porovnání s historickým normálem a dividendy tak na západních trzích nadále v řadě případů převyšují výnosy státních dluhopisů. V rámci tohoto tématu volíme akcie z Evropy.

Zavedené firmy s kvalitním managementem a přebytkem hotovosti mohou volné peníze využít jen omezeně: investovat do dlouhodobých aktiv, snižovat míru zadlužení nebo hotovost vyplatit akcionářům (ve formě dividend či prostřednictvím zpětných odkupů vlastních akcií, eventuálně realizovat akvizice). Vysoké výplaty zisku jsou výrazem efektivní finanční politiky, v jejímž rámci se spouštějí pouze projekty s pozitivní čistou přidanou hodnotou a přebytečná hotovost se nekumuluje ve společnosti ani neutrácí za ztrátové projekty nebo příliš vysoko oceněné akvizice. Dividendy jsou oproti zpětným odkupům silnějším signálem, že je cílem společnosti budovat stabilní hodnotu pro akcionáře (snížení dividend je až tím posledním krokem, jelikož je investory vnímáno velmi negativně).

Politiku výplaty dividend před zpětnými odkupy vlastních akcií preferují především evropské firmy. Průměrný očekávaný dividendový výnos dosahuje v Evropě 3,5 %. V eurozóně navíc zatím není na pořadu dne téma zvyšování úrokových sazeb, které dividendovým titulům obecně příliš nesvědčí. Vysoké výplaty hotovosti stabilních firem jsou alternativou k nízkým výnosům dluhopisů, tudíž s jejich růstem mohou investorům postupně dividendové tituly přestat dávat smysl v porovnání s dluhopisovou investicí (například 10letý americký státní dluhopis už nese kolem 3 %). Na druhou stranu, pokud by měl ekonomický růst z rekordních temp posledních měsíců zpomalovat, mohlo by to dividendovým akciím naopak nahrávat díky jejich schopnosti podávat relativně lepší výkon oproti ostatním na klesajících trzích. Z těchto důvodů téma neopouštíme jako preferované, soustředíme se ale hlavně na Evropu.

Vodní bohatství

Stále větší měrou si i my Středoevropané dnes uvědomujeme, že „modré zlato“ je vzácnou komoditou. Pouhé procento z celkového množství vody na Zemi je totiž vhodné pro lidskou spotřebu a celosvětová poptávka po vodě

značně převyšuje její nabídku. Pokud bude globální změna klimatu pokračovat v nastoupeném trendu, ocitne se do roku 2050 polovina světové populace v oblastech bez přístupu k nezávadné vodě.

Investice zahrnuje akcie společností s růstovým potenciálem, jejichž podnikatelské aktivity se vážou na vodu, a není omezena geograficky ani sektorově (převahu mají síťové služby a průmysl). Zatímco standardy kvality vody se neustále zpřísňují, nutnost investic do obnovy a výstavby nové infrastruktury v delším časovém horizontu roste. Ve výběru akcií figurují firmy zabývající se technologiemi čištění odpadních vod a odsolování vodních zdrojů, distribucí kvalitní pitné vody či obnovou infrastruktury. Jde o sociálně zodpovědnou investici, což znamená, že jsou při výběru společností v této oblasti uplatňována přísná kritéria.

Očekáváme, že investice do infrastruktury budou i v dalších letech motorem hospodářského růstu. Stavebnímu boomeru napomáhá ekonomická expanze a příznivý vývoj pracovního trhu. Díky růstu životní úrovně a silné poptávce v cestovním ruchu vznikají nové hotely, na druhé straně demografický vývoj staví do popředí potřebu rozšiřování kapacit zdravotnických zařízení. V obou případech jde o odvětví extrémně náročná na spotřebu vody, která je čím dál vzácnější.

Také sektor průmyslu, který je významným odběratelem vody, se těší příznivé fázi ekonomického cyklu. Velkou výhodou této investice je relativně nízká volatilita při zachování slušného růstového potenciálu a zajištění měnového rizika.

Hodnotové akcie

Hodnotové akcie jsou charakteristické nízkou cenou v porovnání s hlavními fundamentálními veličinami, jako jsou zisk (P/E), dividendy, účetní hodnota společnosti (P/B) a podobně. Z hlediska výkonnosti historicky střídaly růstové akcie v pozdějších fázích ekonomického cyklu, kdy jsou růst a marže na maximech a investoři hledají „levné“ akcie místo „drahých“ růstových.

Výzkumy založené na historických datech ukazují, že hodnotové akcie měly tendenci v dlouhodobém horizontu překonávat růstové. Například Eugene Fama a Kenneth French provedli v letech 1975–1995 průzkum, v němž dané tvrzení podporují.

V posledních několika letech nebyla výkonnost hodnotových akcií natolik přesvědčivá a mohlo by tedy dojít ke změně trendu. Teorie „hodnoty“ dává i logicky větší smysl než důvěra v očekávané zisky, které se nemusejí naplnit. Dalším podpurným faktorem může být růst úrokových sazeb, který by měl mít pozitivní vliv na finanční sektor, v němž převažují hodnotové akcie nad růstovými.

DLUHOPISY

Současné úrokové sazby jsou udržovány nízkou prostřednictvím uvolněné monetární politiky předních světových centrálních bank. Ve většině případů nenabízí dluhopisové trhy zajímavé možnosti investování, i když se situace povolna mění. Místy se najdou atraktivní segmenty (korporátní dluhopisy), většinou ale jen pro investory, kteří se nebojí podstoupit určité kreditní riziko. Centrální banky se po letech nekonvenčních opatření na podporu ekonomiky vydávají cestou normalizace měnové politiky. Trhy státních dluhopisů tak nárazově čelí vlnám prodejních tlaků.

Úrokové sazby zůstávají v blízkosti nuly nebo v některých případech dokonce pod nulou (–0,1 % v Japonsku, 0 % u ECB, 1,25 % u ČNB, 1,75–2 % v USA a 0,75 % ve Velké Británii). Všechny významné centrální banky nedávno zasahovaly (či ještě zasahují)

také přímo do dluhopisových výnosů skupováním střednědobých a dlouhodobých dluhových cenných papírů v masovém měřítku.

V současné době se můžeme s extrémně stlačenými výnosy dluhopisů setkat ještě tam, kde pokračuje uvolňování měnové politiky (z hlavních regionů eurozóna a Japonsko). Výnosy německých desetiletých státních dluhopisů se nadále obchodují jen kolem 0,4 %, japonské kolem cílované nuly. Jiná situace je v USA nebo také v ČR – tedy v zemích, které mají v cyklu měnové politiky náskok před eurozónou.

V ČR se dluhopisové výnosy v záporu nepohybují ani na nejkratších splatnostech (na deseti letech již nesou 2 %) a v USA už letos desetiletý výnos státního dluhopisu v reakci na změnu inflačních očekávání dokázal i překročit hranici 3 %. Tato úroveň funguje do jisté míry jako psychologická hranice, protože výnos 10letého amerického státního dluhopisu je chápán jako ukazatel bezrizikové míry výnosnosti, podle níž je poměřován potenciál různých tříd aktiv. Růst bezrizikové míry může vést ke snížení atraktivity akciových investic (především dividendových titulů), pokud se u nich výrazněji nezlepší vyhlídky na budoucí růst výnosnosti, který by zaplatil podstupovaná rizika. Za předpokladu stejného očekávaného výnosu by totiž pro investora bylo lákavější uložit si peníze se slušným „jistým“ výnosem do bezpečného aktiva oproti „nejisté“ a volatilní investici do akcií.

Americká centrální banka Fed postupuje po načrtnuté trajektorii zvyšování sazeb a redukce rozvahy. Letos zvedla hlavní úrokovou sazbu v březnu a červnu, do konce roku jsou pak očekávány ještě další dva kroky v září a prosinci. Fed má k utahování měnové politiky dobré důvody – trh práce se pohybuje na úrovni plné zaměstnanosti a dynamika růstu HDP zůstává velmi příznivá, což může ještě krátkodobě umocnit daňová reforma. Naopak negativní efekt může mít na ekonomický růst Trumpova politika dovozních cel omezující volný obchod. Stejně tak může být rizikem v dlouhodobějším horizontu zvýšení deficitu vyvolané daňovou reformou.

Dlouhodobě se domníváme, že se výnosy dluhopisů celosvětově „znormalizují“ na vyšších úrovních. Cesta však může být zejména v eurozóně pomalejší a kostrbatější, než se původně očekávalo, vlivem neutěšeného vývoje inflace a obnovených politických rizik. Inflace v eurozóně se už řadu let nemůže dostat stabilně k cíli ECB, přestože se ekonomika vyvíjí velmi příznivě. Na vině je především absence silnějších mzdově-inflačních tlaků, které byly v minulosti pro fázi ekonomického cyklu, v jaké se nacházíme dnes, charakteristické. ECB ve svých projekcích neočekává inflaci ještě ani v roce 2020 na úrovni svého 2% inflačního cíle. Reflektuje to i její nastavení měnové politiky a závazek ponechat sazby na současné úrovni minimálně do léta příštího roku.

Rizika investic do dluhopisů zůstávají velmi asymetrická. Růst úrokových sazeb znamená pokles výkonnosti dluhopisové investice do červených čísel, protože vede ke ztrátě na hodnotě dluhopisů, a to tím více, čím delší mají dluhopisy průměrnou dobu do splatnosti (duraci). Takováto korekce v roce 2017 proběhla na trhu českých státních dluhopisů a letos se nevyhnula ani dluhopisům tzv. „bezpečných“ emitentů.

Tomu, kdo chce i nadále investovat do vládních cenných papírů díky jejich povaze „bezpečného přístavu“, doporučujeme velmi krátké doby splatnosti (maximálně 2 roky). Diverzifikace směrem k firemním dluhopisům a dluhopisům zemí nabízejících o něco vyšší výnos i u krátkodobějších splatností je jistě rozumná, ani zde ale nelze podceňovat úrokové riziko a u všech cizoměnových investic také riziko oslabení těchto měn vůči české koruně.

HOTOVOST

Výnosy z depozit jsou velmi nízké (zůstávají poblíž nuly) a návratnost investice do peněžního trhu tak zcela jistě nedosáhne ani míry inflace, což povede k erozi kupní síly. V portfoliích držíme jen část prostředků v hotovosti, abychom byli připraveni využít atraktivních nákupních příležitostí, mezi něž z našeho pohledu patřila například únorová tržní korekce.

Měny

Vývoj měnového páru EUR/USD

Dolar od ukončení kvantitativního uvolňování v USA zhodnocoval, rok 2017 ale znamenal pro americkou měnu výrazné oslabení. Eurozóna totiž loni překvapila silnou růstovou dynamikou. Poslední měsíce se ale trend posilování dolaru obnovil. Důvodem je utahování měnové politiky Fedu v kontrastu s nadále „holubičí“ ECB a asymetrický dopad Trumpova protekcionismu na oba regiony (evropské země jsou exportně zaměřené, zatímco USA jsou uzavřenější trh). S postupným ústupem od uvolněné měnové politiky ECB očekáváme mírné posilování eura proti dolaru.

Vývoj měnového páru EUR/CZK

Česká koruna potvrzuje svou dlouholetou charakteristiku, že je imunní vůči domácí politické situaci, tudíž hlavním faktorem vedoucím ke krátkodobému oslabení koruny (v srpnu až k úrovni 25,75 koruny za euro), jsou globální výprodeje na rozvíjejících se trzích. ČNB se však díky tomuto vývoji otevřela vrátka k rychlejšímu zvyšování sazeb v porovnání s tím, co avizovala začátkem roku. V srpnu zvedla základní sazbu na 1,25 % a objevují se hlasy, že další krok může přijít už v září. Nadále očekáváme postupné posilování české měny až pod hranici 25 korun za euro v řádu měsíců, záleží však bude především na tom, kdy opadne nervozita investorů a ustane tlak na aktiva rozvíjejících se trhů.

REALITNÍ INVESTICE

Nemovitosti do portfolia v omezené míře patří, protože zlepšují diverzifikaci rizik a často nabízejí relativně bezpečný výnos. Podíl realitních akcií v portfoliích jsme v posledních měsících udržovali poblíž neutrální úrovně, v květnu jsme jej však snížili a držíme je podvážené. Zajímavější příležitosti vidíme v ostatních oblastech akciového trhu. Atraktivitu sektoru může snížit zvyšování úrokových sazeb, které by nedokázal kompenzovat růst příjmů z pronájmu.

Sektor je oblíbený hlavně u investorů do dluhopisů, kterým se při hledání výnosů otevírají nové možnosti, a institucionálních investorů, jako jsou například penzijní fondy. Sestavení solidně diverzifikovaného portfolia z přímých investic do realit je pro většinu investorů nedosažitelným cílem z důvodu značné velikosti projektů a omezené likvidity realitního trhu. Alternativu tvoří akcie realitních firem, takzvané REITs (Real Estate Investment Trusts). Jde o investiční fondy, jejichž většina portfolia sestává z jednoho nebo více projektů, kterých se přímo účastní. Často jsou komerčněji orientované, existují ale také subjekty, které se zaměřují na jiné rostoucí tržní segmenty těžící z ekonomického oživení a růstu příjmů z nájemného.

ALTERNATIVNÍ INVESTICE

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 diverzifikovaného portfolia spočívá v kombinaci lepšího výnosu a snížení rizika ve střednědobém horizontu. Právě z důvodů těchto vlastností nejsou alternativní investice určeny k investování v krátkodobém horizontu. Atraktivita alternativních investic roste v případě poklesu očekávaných výnosů z tradičních investic.

Currency Lacerta²

Investiční strategie fondu je založena na pečlivém výběru měn a následném využívání pohybů měnových kurzů. K diverzifikaci rizika dochází zaujímáním pozic v různých cizích měnách současně. Základní měnou fondu je euro.

Cílem strategie je generovat potenciální výnos, který je spojen s pohyby měnových kurzů. Fond má možnost investovat do deseti měn, mezi něž patří euro, americký dolar, japonský jen, britská libra, švýcarský frank, norská koruna, švédská koruna, kanadský dolar, australský dolar a novozélandský dolar. K zaujímání pozic v těchto měnách jsou využívány forwardové kontrakty.

Fond může zaujmout buď dlouhou, krátkou, nebo případně žádnou pozici v příslušných měnách na základě matematického modelu. Model kombinuje tři nezávislé strategie, ve kterých vyhodnocuje vývoj na relevantních akciových trzích a dlouhodobé a krátkodobé úrokové sazby v určitém časovém období. Fond dále investuje do dluhopisů, depozit, peněžního trhu a hotovosti. Tímto způsobem kombinuje vyšší výnos s přiměřenou volatilitou (kolísavostí), která může být spojena s investicemi do cizích měn.

Komodity

Komodity v současnosti nepreferujeme, protože neočekáváme tak silný růst cen, který by v dlouhodobém horizontu kompenzoval náklady rolování³ při držbě futures kontraktů. Vhodnější cesta, jak participovat na pozvolném růstu jejich cen, vede přes akcie těžářských firem.

Od ledna 2017 byla v platnosti dohoda OPEC+ o omezení těžby ropy, ke které se přidali i významní producenti mimo kartel, na konci června se ale zúčastněné strany dohodly na jejím částečném uvolnění (o 1 milion barelů denně). Zvýšení produkce má především kompenzovat výpadky dodávek ropy z Venezuely. Saúdská Arábie na trh v současnosti pumpuje nejvíce ropy za posledních pět let.

Vývoj cen ropy v posledních měsících naznačoval, že se trh pohybuje směrem k rovnováze – zásoby ropy klesaly a ceny energetických komodit reagovaly daleko výrazněji na výpadky v dodávkách a geopolitická rizika. Ta navíc v poslední době výrazně zesílila kvůli vyostření vztahů mezi USA a Íránem. Americké ministerstvo financí dokonce začalo koncem června vyzývat společnosti obchodující s Íránem, aby od listopadu zcela přerušily import íránské ropy.

Cena ropy Brent se ke konci srpna pohybovala kolem 77 USD za barel, očekáváme ale, že v následujících měsících bude spíše korigovat předchozí razantní růst. Zvýšená těžba v zemích mimo OPEC a možné výraznější uvolnění produkce v Saúdské Arábii nejspíš z velké části pokryje potřeby rostoucí světové poptávky. Na tento fakt ve svých měsíčních zprávách o ropném trhu v poslední době poukazují jak mezinárodní IEA, tak i samotný kartel OPEC. Oba (do jisté míry konkurenční) subjekty odhadují, že se díky výraznému zdražení ropy na mnohaletá maxima dostaví rychlý růst produkce těžařů, kteří se k dohodě nezavázali (zejména v USA). Vysoké ceny ropy umožnily obnovit těžbu americkým „břidličáři“, jejichž mezní náklady jsou vyšší než v případě arabských producentů.

V současnosti na ropném trhu převažuje efekt tzv. backwardation, který při rolování kontraktů přináší dodatečný výnos (budoucí kontrakty na dodávku ropy jsou oceněny níže v porovnání se spotovým

trhem). Ani tak ale v současnosti komodity nedoporučujeme a expozici na ně v portfoliích získáváme raději přes akcie těžařů.

Zlato

Jakmile se cena zlata pohybuje nad mezními náklady na jeho těžbu a zpracování, nemá smysl ho nakupovat. Zlato není hodnotová, ale ryze spekulativní investice, protože samo o sobě nenese žádný výnos nebo kupón a nákupy jsou tak motivovány pouze očekáváním růstu jeho ceny. Zároveň je poměrně kolísavé (podobně jako akcie), což si investoři málokdy uvědomují.

Tento drahý kov obklopují různé mýty, pravda je však taková, že zlato není tak vzácné, jak se tvrdí, v podstatě nemá ekonomický význam (zaručeně ne v monetárním ohledu) a nenabízí spolehlivou ochranu proti inflaci. 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 příliš nedělají, chtějí jen držet něco hmatatelného.

Z ekonomického hlediska nedává smysl zlato držet, jakmile se jeho cena pohybuje nad mezními náklady. Ty se nacházejí kolem 950 USD za unci. Kromě toho se tento drahý kov skutečně nespotřebovává, takže jeho celosvětové zásoby jen rostou. Zlato je také citlivé na „přestřelování“: během eurokrize v roce 2011 dosáhla jeho cena 1 900 dolarů za unci. Aktuálně se obchoduje kolem 1 200 USD za unci a nereaguje nijak výrazně ani na letošní výkyvy na akciových trzích. Zlato především nesvědčí výhled vyšších výnosů z jiných bezpečných investic, jako jsou například státní dluhopisy.

Strach investorů, kteří poptávají zlato jako zajištění proti krizi nebo kolapsu akciového trhu, je dle našeho názoru přehnaný. Zdaleka nejsme svědky recese světové ekonomiky a výhled růstu zůstává i přes ekonomická a geopolitická rizika příznivý.

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. 8. 2018). 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 svého Premium bankéře, který vám poskytne více informací o produktech a doporučí, jestli se konkrétní produkt hodí k vašemu rizikovému profilu a do vašeho portfolia. Investiční nástroje uvedené výše nezaručují návratnost vložené investice. Hodnota investice může v čase kolísat, v závislosti na typu investice i výraznějším způsobem.

² V rámci programu Premium nelze koupit fond napřímo, je však součástí portfolií strategických fondů.

³ Návratnost investic do komodit určuje kromě cenového trendu dané komodity i tzv. efekt rolování (znovuobnovování kontraktu). Investor nenakupuje komoditu samotnou (tanker plný ropy, loď plnou obilnin nebo kontejner mědi), nýbrž forwardové (budoucí) kontrakty, které musejí být rolovány, aby investice trvala. Většinou je třeba zaplatit prémii (contango), jedině v případě, že jsou dlouhodobé futures levnější než ty krátkodobé, získává dodatečný výnos (backwardation). Výsledky těchto často spekulativních obchodů jsou však poměrně nepředvídatelné.