

EKONOMIKA A TRHY

LISTOPAD 2018

Jak vidíme svět?

- Negativní tržní sentiment uvrhl mnoho burz do korekce.
- Výsledková sezóna probíhá úspěšně, v USA s více než 20% růstem zisků.
- Evropskou komisi trápí rozpočtové plány Itálie.
- Česká národní banka zasedá 1. listopadu, čeká se čtvrté zvýšení sazeb v řadě.

Co děláme v portfoliích?

- Akcie ponecháváme na nadvážené úrovni, důvodem je příznivý výhled růstu korporátních zisků.
- Podíl investic do realit je nastaven na podváženou úroveň a nepreferujeme ani komodity.
- Z vyspělých regionů věříme více Severní Americe oproti Evropě a zbytku světa.
- Sektorově upřednostňujeme IT, finance a zboží dlouhodobé spotřeby.

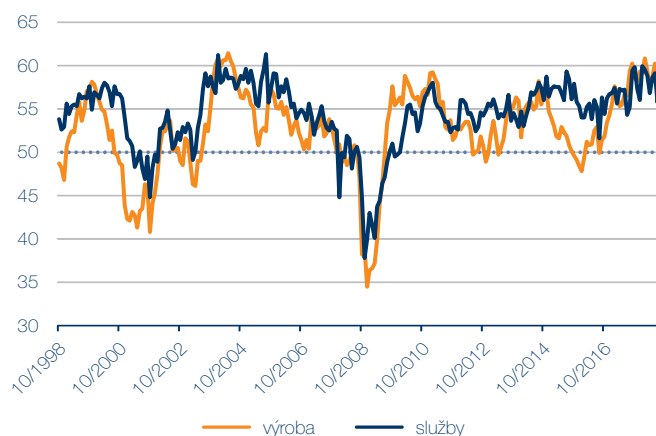
1. EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Investory v uplynulém měsíci přepadly obavy ze zpomalení hospodářského růstu. Z nově příchozích ekonomických dat se tak soustředili především na negativní aspekty. Důvěra zůstává narušená obchodními válkami, které se stupňují hlavně mezi USA a Čínou. Evropu sužují bezvýsledné diskuze o brexitu a konflikt mezi italskou vládou a Evropskou komisí. Není však všechno tak černé, jak na první pohled vypadá. Vzpruhu může trhům dodat úspěšná výsledková sezóna a nadále silná kondice americké ekonomiky.

Spojené státy americké

Americké předstihové indikátory ISM¹, které signalizují, kam by se ekonomika měla ubírat v následujícím období, vykazaly smíšené výsledky. Ve výrobě klesly oproti očekávání více, zatímco ve službách výrazně pozitivně překvapily, když se zvedly dokonce až na 61,6 bodu. Celkově tak přetrvává optimismus ohledně budoucího ekonomického růstu. Tahounem je spotřeba a nadále platí, že rizika plynou hlavně z napjaté situace na pracovním trhu a částečně také z dopadů celní politiky na odbytí firem. Poslední akcí amerického prezidenta Donalda Trumpa v této věci je hrozba uvalení cel na zbytek importovaného zboží z Číny (v hodnotě kolem 257 miliard USD).

USA: Indexy nákupních manažerů (ISM)
(recese < 50; expanze > 50)



Zdroj: Bloomberg.

Průmyslovou produkci v září táhl především zpracovatelský a těžební průmysl (díky čemuž rostla již čtvrtý měsíc v řadě), tempo však zpomalilo na 0,3 % meziměsíčně. Částečně přispěl k zářijovému

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

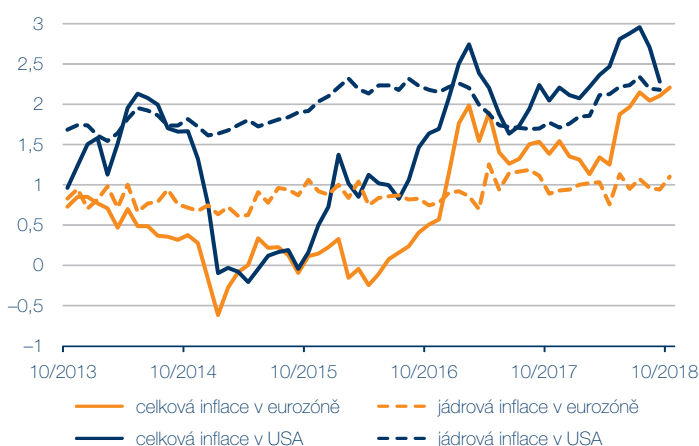
zpomalení ničivý hurikán Florence. Překážkou rychlejšího růstu produkce určené na export jsou silný dolar, slabší ekonomický růst mimo USA a probíhající obchodní války.

Maloobchodní tržby rostly v září jen velmi pomalu (o 0,1 % mezi měsíčně), čímž podstatně zaostaly za odhady. Srpen byl revidován dolů na stagnaci. Silné prodeje aut byly vyváženy propadem tržeb z restaurací, který byl nejvýraznější za poslední téměř dva roky. Na vině mohl být i v tomto případě hurikán, kvůli němuž došlo k omezení návštěv stravovacích zařízení.

Špatné zprávy přišly další měsíc v řadě z nemovitostního trhu, který se tak postupně stává pro americkou ekonomiku hlavním zdrojem obav. Prodeje nových domů se propadly v září počtvrté v řadě (o 5,5 %, na téměř dvouleté minimum). Navíc byla revidována dolů i data za uplynulá dva měsíce. Hurikán Florence postihl zejména jih USA, který je z hlediska prodeje klíčovou oblastí. Negativní vývoj amerického nemovitostního trhu dopadá hlavně na akcie stavebních firem a také společností vyrábějících zařízení do domácností, které od začátku roku ztrácejí až 40 % ceny. Důvodem zhoršování situace na nemovitostním trhu jsou vyšší úroky Fedu, které se promítají do zdražování hypoték (podle serveru Bankrate.com dosahovala průměrná sazba hypotéky v USA 4,87 %) a poptávka už delší dobu slábne také kvůli vysokým cenám nemovitostí. Zde však svítá naděje, protože mediánová cena již oproti minulému roku klesla.

Oproti nemovitostnímu trhu je naopak ve výborné kondici trh pracovní. V americké ekonomice vzniklo v září sice jen 134 tisíc pracovních míst (což bylo nejméně od loňského září), údaje z předchozích měsíců byly ale revidovány nahoru (v srpnu dokonce na 270 tisíc) a míra nezaměstnanosti klesla na 3,7 %, tedy minimum od roku 1969. V porovnání s předchozími měsíci mírně zpomalily růst mzdy (+2,8 % ročně). Inflace naproti tomu podstatně zvolnila. Spotřebitelské ceny v září meziročně rostly o 2,3 %, zatímco jádrová inflace (bez cen energií a potravin) dosáhla 2,2 % meziročně.

Vývoj inflace v USA a eurozóně (meziročně, v %)



Zdroj: Bloomberg.

Americký HDP překonal odhady s aktualizovaným růstem o 3,5 % ve 3Q. Data však byla tentokrát silně zkreslena efektem předzaso- bení kvůli novým clům – zvedly se zásoby a dovoz, zatímco slabší vyšly investice a čistý export.

Americká centrální banka Fed musí bedlivě sledovat vývoj americké ekonomiky tak, aby zabránila přehřátí ekonomiky (aby ekonomický růst nezačal působit příliš inflačně). K poslednímu zvýšení sazeb došlo v září – na 2,25 %. V souladu s indikací Fedu očekáváme do konce roku ještě jedno zvýšení sazeb (v prosinci) a v příštím roce další růst úroků ve třech až čtyřech krocích.

Evropa

Důvěra měřená ukazateli ZEW a IFO se v Německu oproti předchozímu měsíci zhoršila. Podobně negativní vývoj zaznamenaly také výsledky indexů nákupních manažerů (PMI) eurozóny. Zhoršovala se situace ve výrobě i ve službách a kompozitní indikátor klesl na 52,7 bodu. Náladu manažerů nadále podrývá nejistota z dopadů obchodních válek a slabší ekonomická kondice emerging markets a jejich poptávka po exportu.

Maloobchodní tržby v eurozóně v srpnu zklamaly, když oproti předchozímu měsíci klesly o 0,2 % (+1,8 % meziročně). Data tak potvrdila další slábnutí spotřeby, které trvá již od počátku letošního roku. Výrazné pozitivní překvapení ale přinesla průmyslová produkce, která se v srpnu meziměsíčně zvedla o 1 %. Exportně zaměřeným firmám začíná hrát do karet relativně slabé euro.

Bolehlav EU: Italský dluh

Italská ekonomika ve třetím kvartále stagnovala kvůli slabému výkonu průmyslu, trh přitom očekával sice slabý, ale stále 0,2% mezičtvrtletní růst. Zemi tak vážně hrozí další recese. V kontextu štedře navrženého vládního rozpočtu se schodkem ve výši 2,4 % k HDP (tedy třikrát vyšším oproti původnímu plánu), který kalkuluje s hospodářským růstem v roce 2019 na úrovni 1,5 %, se jedná o vskutku překerní situaci a není divu, že byl návrh rozpočtu Evropskou komisí odmítnut. Jsme přesvědčeni o tom, že italská vláda bude muset nakonec tvář v tvář finanční realitě své rozchazovací plány přehodnotit.

Reakce na předložení deficitního italského rozpočtu na sebe nenechala dlouho čekat a pět měsíců po prvním varování přišla s nepříznivou revizí ratingu agentura Moody's. Jako první z hlavních ratingových agentur srazila úvěrové hodnocení Itálie o stupínek dolů (z Baa2 na Baa3) a posunula tak její dluh blíže pomyslnému útesu – známka Baa3 sedí přesně na hranici mezi investičním a neinvestičním pásmem. Příští snížení ratingu by tak bolelo podstatně více. Neinvestiční pásmo představuje teritorium vyhrazené pro spekulativní investice, u nichž je výměnou za podstoupení zvýšených rizik požadován vysoký výnos.

Rozumíme, že volby se vyhrávají s příslibem rozdávání dárečků a v kampani se nikdo neptá, jak se sliby budou financovat. Na to se však ptají finanční trhy, které nekom- promisně určují, za kolik jsou ochotny dlužníkům půjčovat. 10letý státní dluhopis Itálie aktuálně nese přes 3,4 % ročně, což v kontrastu s německými 0,4 % indikuje velký rozdíl ve vnímání důvěryhodnosti, který dosahuje dokonce 5,5le- tého maxima (mimořádně, český 10letý státní dluhopis nese 2 % ročně, a to nám určuje ČNB mnohem vyšší úroky). I kdyby tak přivřela nad italskou troufalostí oko EU, shovívaví k plánům třetí největší ekonomiky EU se slabým hospodářským růstem a dluhem v poměru 130 % k HDP nebudou investoři.

Útěchou pro Itálii budiž „stabilní výhled“ ratingu, což jinými slovy znamená, že Moody's v dohledné době neuvažuje o jeho dalším snížení. Agentura S&P pak byla vůči Itálii ještě milosrdnější a snížila jí pouze výhled ratingu při ponechání dosavadní známky BBB.



Jeden důvod za všechny, proč nevyprodávat akcie

Pozdní fáze ekonomického cyklu je charakteristická zpravidla vyšší kolísavostí nejen

akciových trhů. A má to svůj důvod. Hospodářství sice roste, ale je jasné, že mu dříve či později dojde dech. Dávám konjunkturu rok, maximálně dva, chtělo by se říci podle klasika, nicméně na rozdíl od filmového přání trvalého odchodu se konjunktura celkem pravidelně vrací. I když, u toho bolševika člověk nikdy neví...

Investoři svými výprodeji zpravidla uzavírají své zisky, kterých v období boomu dosáhli a citlivě reagují na každou horší zprávu, která by mohla naznačit, že tento cyklus je opravdu u svého konce. Neboť se dá vcelku logicky předpokládat, že v následném období ekonomické chudokrevnosti půjde akcie nakoupit o něco levněji, přičemž to „něco“ mohou být docela velké peníze.

Proč tedy dnes nevyprodávat, když to zní tak krásně chytře? Existuje několik dob-

rych důvodů, které jsou možná ještě chytřejší. Možná si vzpomínáte, že už v roce 2011 došlo k určité zvýšené kolísavosti, zaviněné nedužností evropské výkonnosti – krize eura se tomu říkalo. Kdo znervózňel v té době a prodal, přišel o mnoho. Nejde jen o kapitálový výnos, ale v čase hrají velký význam i dividendy.

Dividendový výnos amerických akcií jsou sice slabší 2 %, ale evropské už atakují dvojnásobek. Když se podíváme na očekávané P/E ve výši 15,5 (S&P 500), resp. 13,5 (Stoxx Europe 600), jedná se o výnosnost 6,5 % resp. 7,4 %. Rozdíl mezi dividendovým výnosem a ziskovou výnosností je tvořen zpravidla tím, co firmy investují do své budoucnosti, tedy do budoucího potenciálu dalšího zvýšení ziskovosti. I když se jedná o určitou míru zjednodušení, faktem je, že obecně reinvestice zisků vedou k růstu zisku na akcii. Takže opuštěním trhu riskujeme nejen dividendu, ale i další ztráty. Ty nastanou v případě, že nenastane ještě nějakou dobu ekonomický průsvih a poměr P/E se i díky tomu udrží neměnný – trhy tedy budou fungovat efektivně a připsí kapitálový zisk, odpovídající změně v ziskovosti. A to nemluví o případu, kdy ekonomika ještě alespoň jednou nabere více dechu do plic – pak zpravidla akciové trhy rostou ještě rychleji.

Do úlohy tedy kromě jistoty, že jednou přijde recese, vchází mnoho neznámých proměnných, spočívajících zejména v odhadu „za jak dlouho něco přijde“ a „jak vážné to bude“. Je mnoho investorů, kteří jsou již od roku 2011 mimo akciový trh a takového poklesu, aby jim vynahradil nejen ušlý kapitálový výnos, ale i dividendy, se jen stěží dočkají – nejspíše nikdy. Na druhé straně stojí ti, kteří mají dlouhý investiční horizont, a případný další pokles jim uloupne třeba jen zlomek do té doby nahromaděných zisků. Z definice hospodářských cyklů v dlouhém horizontu totiž plyne, že rizikem je být nezainvestován, nikoli být zainvestován. Jak pravil legendární investor Peter Lynch: „**Mnohem větší ztráty investorům přivodily pokusy o předvídání korekcí než korekce samotné.**“

Takže co s těmi poklesy? Zeptejte se sami sebe, jak se cítíte. Pokud je to pocit rozlitého mléka či rozbité sklenice, držte se raději u opatrnějších portfolií typu ČSOB Bohatství – ty peníze za infarkt opravdu nestojí. Pokud vám září oči a cítíte příležitost, můžete se nachystat na mimořádný vklad – třeba do ČSOB Akciového.

Aleš Prandstetter, hlavní investiční stratég, ČSOB Asset Management

Růst HDP eurozóny výrazně zpomalil z 1,8 % ve 2Q na 0,6 % ve 3Q (mezičtvrtletně, analizované). Šlo o nejpomalejší tempo za poslední více než 4 roky. Na vině byl hlavně slabší export v důsledku protekcionistických politik, naopak domácí poptávka zůstala poměrně silná.

Investoři se tentokrát také více než dříve soustředili na dílčí data, konkrétně z Německa a Itálie, kde údaje o HDP zaostaly za odhady. V Německu byla čísla jednorázově ovlivněna pomalým přechodem automobilek na nová emisní pravidla. Projevilo se to už v propadu počtu registrací aut v EU, které se v září propadly o 23,5 % (celkový efekt však zmírnil srpen, kde v důsledku předzásobení prodeje naopak rostly o více než 30 %).

Bude zajímavé sledovat, zda prudké zpomalení evropského ekonomického růstu nepřiměje ECB k přehodnocení plánů na ukončení kvantitativního uvolňování a první zvýšení sazeb v příštím roce. Zatím ECB plánuje nakupovat dluhopisy zredukovaným tempem (v hodnotě 15 miliard EUR měsíčně) do konce roku, což jí dává čas na rozmyšlenou. Úrokové sazby se zatím zavázala držet na současně nízké úrovni minimálně do léta příštího roku.

Nezaměstnanost v září stagnovala na 8,1 % a nadále se tak nachází na minimu od roku 2008. Index spotřebitelských cen v říjnu podle předběžných odhadů mírně zrychlil tempo na 2,2 % 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 (nezahrnující kolísavé složky jako energie a potraviny) rovněž zrychlila – z 0,9 % na 1,1 % meziročně.

Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)		INFLACE (průměrná roční změna, v %)	
	2018	2019	2018	2019
ČR	3,0	2,7	2,2	2,3
EMU	2,2	1,9	1,8	1,7
USA	2,9	2,5	2,5	2,6

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg.

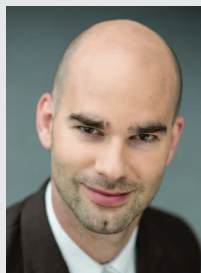
Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a měnových kurzů

		10/2018	04/2019	10/2019
ČR	Základní sazba	1,50	2,00	2,25
	10letý výnos dluhopisu	2,10	2,60	2,90
	USD/CZK	22,69	21,45	20,84
	EUR/CZK	25,87	25,10	24,80
EMU	Základní sazba	0,00	0,00	0,25
	10letý výnos dluhopisu	0,37	0,80	1,10
USA	Základní sazba*	2,25	2,75	3,25
	10letý výnos dluhopisu	3,10	3,40	3,50
	EUR/USD	1,14	1,17	1,19

*) Horní hranice pásma.

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

2. TRHY A INVESTIČNÍ STRATEGIE



Náš výhled na portfolia

Za posledních třicet let proběhly na akciových trzích v průměru jedna až dvě korekce ročně. Průměrná hloubka poklesu dosahovala 10 % a následně tržím většinou trvalo necelé tři měsíce, než se ceny akcií vrátily na úroveň před korekcí. Dle mého názoru si právě jednou z takovýchto korekcí procházíme.

Na obzoru nevidím žádný mrak, ze kterého by měla přijít recese, a proto věřím, že poklesy na trzích jsou nákupní příležitostí a že se akciové trhy vrátí na zářijové hodnoty. Podporu by mohly přinést volby v USA na začátku listopadu, které odeberou část nejistoty z trhů. Také by mohlo dojít k obroušení hran některých komentářů amerických představitelů, které již tradičně byly v rámci předvolební kampaně vyostřené.

Při případném růstu akciových trhů bych prodával pozice, které jsem nakupoval v průběhu poklesů v minulých týdnech. I přesto očekávám, že i v listopadu budu mít akciové pozice výrazně nadvážené oproti dluhopisovým.

Ze sektorů nejvíce trpěly cyklické sektory, které preferuji. V současné fázi ekonomického cyklu jsou však sektory jako technologie, banky a zboží dlouhodobé spotřeby těmi, které táhnou ekonomiku vzhůru. Stejnou trajektorii by se měly vydat i jejich akcie. Rizika vidím u rozvíjejících se trhů, a proto investice do nich nyní upořádám.

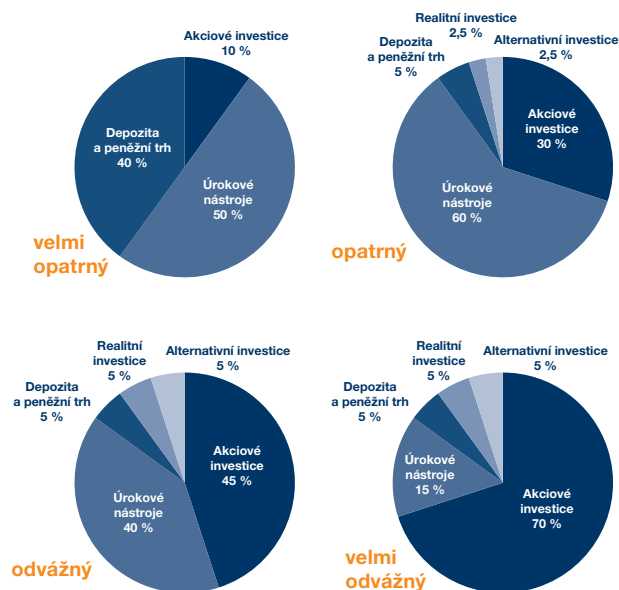
U dluhopisů stále vidím riziko dalšího růstu výnosů. Proto na této části fondu budu držet velmi krátkou duraci portfolia tak, aby investice ve fondu byly schopny co nejrychleji reflektovat tento nárůst. Hned na začátku listopadu vidím vysokou pravděpodobnost dalšího zvýšení sazeb ze strany ČNB, což by mělo přidat další výnosový potenciál dluhopisové části fondu. Rizikovějším dluhopisům ve fondu budou dominovat korporátní dluhopisy, které nabízí vyšší výnos za únosné riziko díky příznivému makroekonomickému prostředí. Ve fondu ponechávám pozice sázející na posilování české 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

Výrazné zlevnění akcií v poměru k očekávaným ziskům nás v posledním měsíci vedlo k dalšímu nadvážení akciové složky. Nakupovali jsme především tituly ze Severní Ameriky, která byla ve výprodejích tentokrát postižena relativně více v porovnání s ostatními regiony, navíc tamní firmy nabízejí zajímavý růstový potenciál v kontextu silné ekonomiky. Hlavními důvody celkového nadvážení akcií v portfoliích zůstává především výhled růstu korporátních zisků.

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 dle nás přehnané obavy z možného příchodu recese v USA v příštím roce.

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 eurozóny a rozvíjejících se trhů, a naopak navyšování investic do relativně stabilnějších trhů Severní Ameriky.

Pro trhy a měny rozvíjejících se zemí jsou kromě protekcionismu velkým rizikem dražší komodity a zvyšování sazeb Fedu. Vyšší výnosy z „bezpečných aktiv“ mohou ubírat na atraktivitě rizikovějších regionů a působit otliv zahraničního kapitálu, na což jsou citlivé především země trpící výraznými nerovnováhami.

Korporátní výsledky

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

V USA výsledky za třetí kvartál překonaly (již tak velmi optimisticky nastavené) odhady analytiků. V průměru jim rostly zisky o 23 % a tržby o 8 %. Významným dílem však jednorázově přispěl efekt daňových úspor v důsledku Trumpovy reformy (odhadovaný příspěvek dosahuje zhruba 7 procentních bodů). Kromě spotřebního zboží a síťových odvětví vykázaly všechny ostatní sektory dvojciferný růst zisků, nejlépe se dařilo těžarům ropy a zemního plynu.

V Evropě jsou tempa růstu zisků nižší než v USA, což je spojeno s absencí Trumpovy daňové reformy a zároveň negativním efektem protekcionismu. U evropských firem odhadujeme celoroční růst zisků pro rok 2018 poblíž 7 %.

Valuace

Poměr ceny k ziskům se na mezinárodních trzích po vlně výprodejů výrazně snížil. V případě světového akciového indexu MSCI All Countries se předstihové P/E aktuálně pohybuje kolem 13.

Akcie firem z eurozóny jsou s předstihovým P/E necelých 13 oproti svému dlouhodobému průměru oceněny s mírnou slevou. Americké akcie jsou oceněny pod svým dlouhodobým průměrem (u S&P 500 dosahuje předstihový P/E poměr 15,5). Rizikem eurozóny zůstává politická nejistota (italský státní rozpočet, brexit) 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 2,8 %.

Preferované regiony

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 investory (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 zajistila dodatečný fiskální stimul. Prosperující ekonomika se promítá do růstu kupní síly domácností a investic firem, což podporuje příznivý vývoj korporátních zisků.

Trumpova protekcionistická prohlášení dopadala zejména na neamerické akcie, avšak vzhledem k tomu, že protistrany podnikají odvetná opatření, negativní dopady se zcela nevyhnou ani americkým akciím. Díky větší uzavřenosti amerického trhu na ně mají ale relativně menší vliv než na akcie firem z ostatních částí světa.

Hlavní nevýhoda amerických akcií v podobě výrazně vyššího ocenění v porovnání s ostatními regiony, na kterou jsme delší dobu poukazovali, se americkému trhu stala osudnou během říjnových výprodejů. Zatímco v září americké indexy lámaly historické rekordy, v říjnu zažily především nejvýše oceněné akcie z indexů prudkou korekci. Současného zlevnění amerických akcií využíváme k nákupu kvalitních titulů se slevou. Je třeba mít na paměti, že USA mají

nejrozvinutější akciový trh světa s historií atraktivních výnosů a zastoupením růstových titulů. Navíc 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 v důsledku nedávné korekce výrazně 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 věci 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 3Q 2018 vykazují informační technologie v průměru 26% růst zisků. Slibný výhled sektoru je navíc spojen s atraktivním oceněním – technologie se obchodují jen lehce nad úrovní ocenění širšího trhu, přitom investoři byli u IT v minulosti ochotni platit výraznou prémii. Rizikem pro sektor je zvyšování tlaku na dohled nad obsahem, který jen umocňují kauzy Facebooku (například se zneužitím uživatelských dat), a budoucí zdanění internetových tržeb, které před několika dny oznámila Británie (tzv. digitální daň má činit 2 % z internetových tržeb vytvořených technologickými giganty, jako jsou Alphabet nebo Amazon, na území Británie). Také Evropská komise již několik měsíců pracuje na návrhu, že by firmy s podstatnou částí příjmů z on-line ekonomiky platily 3% daň z obrátu. Velké technologické firmy v současnosti čelí obvinění, že v rámci EU přesměrovávají své zisky do zemí s nižší daňovou zátěží.

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 nebo krizí v Turecku).

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 (přínejmenším 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 rekordním ziskům a přebytkové hotovosti mohou dovolit potřebné investice, které v horších časech odkládaly.

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.

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 přebytková hotovost se nekumuluje ve společnosti ani neutráci 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 3,9 %. 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 přes 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.

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 ob-

novy 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 boomu 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 podpůrným 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 pozvolna 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 nízké a v některých případech ještě dokonce pod nulou (–0,1 % v Japonsku, 0 % u ECB, 1,5 % u ČNB, 2–2,25 % v USA a 0,75 % ve Velké Británii). 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 0,5 %, 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 již výrazně zvedly (na deseti letech již nesou přes 2 %) a v USA už letos desetiletý výnos státního dluhopisu překročil i hranici 3 %. Tato úroveň funguje do jisté míry jako psychologická hranice, protože výnos 10letého amerického státního dluhopisu je chápán jako ukazatel bezrizikové míry výnosnosti², podle níž je poměřován potenciál různých tříd aktiv.

Americká centrální banka Fed postupuje po načrtnuté trajektorii zvyšování sazeb a redukce rozvahy. Letos zvedla hlavní úrokovou sazbu třikrát a do konce roku by mělo dojít ještě k jednomu zvýšení. Fed má k utahování měnové politiky rozumné důvody – trh práce se pohybuje na úrovni plné zaměstnanosti a dynamika růstu HDP zůstává velmi příznivá, což může ještě krátkodobě umocňovat loni schválená 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 výpadky daňových příjmů.

Dlouhodobě se domníváme, že se výnosy dluhopisů celosvětově „znormálnízují“ na vyšších úrovních. Cesta však může být zejména v eurozóně pomalejší a kostrbatější, než se původně očekávalo, vlivem pomalejšího růstu inflace a 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 2% inflačního cíle. Reflektuje to i její nastavení měnové politiky a závazek ponechat sazby na současně 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.

Měny

Vývoj měnového páru EUR/USD

Dolar od ukončení kvantitativního uvolňování v USA zhodnocoval, rok 2017 ale znamenal pro americkou měnu výrazné oslabení. Eurozóna loni pozitivně překvapila, když její ekonomika v posledním kvartále 2017 rostla dokonce rychleji než ekonomika americká. Letošní rok je ale zpět ve znamení rychlejšího růstu americké ekonomiky proti eurozóně, a tím pádem i silnějšího dolaru.

Dalšími důvody letošního zhodnocení americké měny je utahování měnové politiky Fedu v kontrastu s nadále „holubičím“ ECB, asymetrický dopad Trumpova protekcionismu na oba regiony (evropské země jsou exportně zaměřené, zatímco USA jsou uzavřenější trh) a status bezpečného přístavu, díky němuž dolar benefituje z nárůstu rizikové averze investorů. Vzhledem k vysokému ratingu Spojených států a likvidnímu trhu s dluhopisy získávají v nejistých dobách tyto „bezpečné“ investice na atraktivitě.

Přestože výnosy amerických desetiletých dluhopisů (3,10 %) působí ve srovnání s nízkými úroky v eurozóně a Japonsku lákavě, měli by si být investoři vždy vědomi vysoké kolísavosti a občas nevysvětlitelných výkyvů měnových kurzů. S postupným ústupem od uvolnění měnové politiky ECB očekáváme mírné posilování eura proti dolaru.

Vývoj měnového páru EUR/CZK

Hlavní příčinou krátkodobého oslabení koruny v posledních měsících (ke konci října až k úrovni 25,90 koruny za euro) byly výprodeje na trzích rizikových aktiv. ČNB se však díky tomuto vývoji otevřela vrátka k rychlejšímu zvyšování sazeb v porovnání s tím, co avizovala začátkem roku. V září zvedla podle očekávání základní sazbu již potřetí v řadě (na 1,50 %) a další krok očekáváme na zasedání 1. listopadu, kdy bude mít bankovní rada v ruce novou makroekonomickou prognózu. I nadále očekáváme postupné posilování české měny až pod hranici 25 korun za euro v řádu měsíců. Záležet však bude především na tom, kdy zcela 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 a v říjnu jsme jej však výrazně snížili a nyní je držíme na podvážené úrovni. 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

² Růst bezrizikové míry může vést ke snížení atraktivity akciových investic (především dividendových titulů), pokud se u nich výrazněji nelepší vyhlídky na budoucí růst výnosnosti, které by vyvážily podstupovaná rizika. Za předpokladu stejného očekávaného výnosu by totiž pro investora bylo lákavější uložit si peníze se slušným „jistým“ výnosem do bezpečného aktiva oproti „nejistě“ a volatilní investici do akcií.

výnosu a snížení rizika ve střednědobém horizontu. Právě z důvodů těchto vlastností nejsou alternativní investice určeny k investování v krátkodobém horizontu.

Currency Lacerta³

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 rolování⁴ při držbě futures kontraktů. Vhodnější cesta, jak participovat na pozvolném růstu jejich cen, vede přes akcie těžářských firem.

Vývoj cen ropy již 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 začalo koncem června vyzývat vlády a firmy obchodující s Íránem, aby zcela přerušily import íránské ropy. Sankce USA vůči Íránu mají začít platit od listopadu.

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 zúčastněné strany dohodly na jejím částečném uvolnění (o 1 milion barelů denně), aby vykompenzovaly výpadky dodávek ropy z Venezuely. Na dalším uvolnění limitů v reakci na blížící se spuštění sankcí USA vůči Íránu se ale kartel ani přes naléhání Donalda Trumpa nedohodl, což vedlo k růstu napětí (po spuštění sankcí by na trhu mohlo chybět až 1,5 milionu barelů ropy denně – Írán je třetím největším producentem ropy v rámci OPEC). Pravidelné setkání členů OPEC a Ruska ve Vídni, na kterém by mohly být limity upraveny, je plánováno až na prosinec.

Cena ropy Brent se ke konci měsíce pohybovala nad 76 USD za barel, tedy na dostřel 4letých maxim. V následujících měsících však očekáváme, že bude předcházet razantní růst spíše korigovat. Vysoké ceny ropy umožňují obnovit těžbu americkým „břidličářům“, jejichž mezní náklady jsou vyšší než v případě arabských producentů, a navíc již nyní negativně dopadají na poptávku (zejména emerging markets dovozy drahé ropy omezují).

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 ex-pozici na ně v portfolích získáváme raději přes akcie těžářů.

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 nespoteřebává, 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 1 220 USD za unci a nereaguje nijak výrazně ani na letošní častější 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. 10. 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.

³ V rámci programu Premium nelze koupit fond napřímo, je však součástí portfolií strategických fondů.

⁴ 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), jediné v případě, že jsou dlouhodobé futures levnější než ty krátkodobé, získává dodatečný výnos (backwardation). Výsledky těchto často spekulativních obchodů jsou však poměrně nepředvídatelné.