

EKONOMIKA A TRHY

BŘEZEN 2019

Jak vidíme svět?

- Akcie podpořené nadějí na obchodní dohodu mezi USA a Čínou pokračovaly v růstu.
- Fed možná upraví, či zastaví redukci bilance. S dalším zvyšováním sazeb bude velmi trpělivý.
- ČNB v únoru ponechala úrokové sazby beze změny, inflace ale přestřeluje její prognózu.

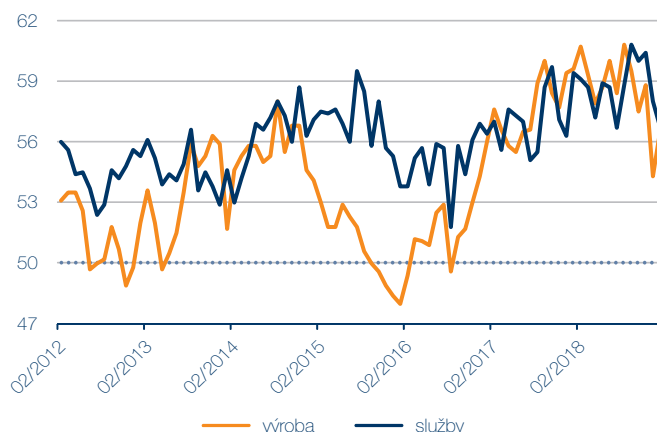
Co děláme v portfoliích?

- Akcie redukovujeme z výrazného nadvážení směrem k neutrálu, hlavními důvody jsou zhoršení výhledu firemních výsledků, zvýšení politických rizik a výběr zisků po silném růstu akcií od začátku roku. Uvolněné prostředky ukládáme v očekávání nových příležitostí do hotovosti.
- Z regionálního hlediska nadvažujeme vyspělé regiony, především severní Ameriku, na úkor rozvíjejících se trhů.
- Sektorově upřednostňujeme těžbu ropy a zemního plynu a komunikační služby.
- Podíl investic do realit je nastaven na podváženou úroveň a nepreferujeme ani komodity.

Spojené státy americké

Vývoj podnikatelské nálady naznačily předstihové indikátory ISM¹. Ve výrobě se situace po silném propadu zlepšila, zatímco ve službách se naopak mírně zhoršila. Oba ukazatele se usadily na necelých 57 bodech, což indikuje zdravý vývoj a pokračující ekonomickou expanzi. I když se již nenacházíme na rekordně vysokých úrovních jako ještě před několika měsíci, situace zůstává příznivá a dokazuje, že prosincové obavy z brzkého příchodu recese byly přehnané.

Podnikatelská nálada v USA (ISM) (recese < 50; expanze > 50)



Zdroj: Bloomberg.

Růst HDP v posledním čtvrtletí 2018 dosáhl podle prvního oficiálního odhadu 2,6 % (mezičtvrtletně, přepočteno na roční bázi). Překonal tak očekávání analytiků, kteří počítali jen s 2,2 % po předchozích 3,4 % ve třetím čtvrtletí. I v době velké nejistoty, kdy na trzích propukla panika a některé akciové indexy dokonce

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

1. EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Světovou ekonomiku může podpořit uklidnění obchodních válek mezi USA a Čínou, i tak je ale naším hlavním scénářem zpomalení růstu (ne pokles). Slušná data z americké ekonomiky zahнала obavy z bezprostřední hrozby recese. Sentiment firem i spotřebitelů zůstává nedotčený a ochota najímat nové zaměstnance vysoká. Evropa bojuje s problémy automobilek a nejistotou kolem brexitu.

upadly do medvědího trendu, tak americká ekonomika dokázala udržet slušné tempo růstu.

Průmyslová výroba za leden poklesla o 0,6 % meziměsíčně, poprvé za 8 měsíců. Data za prosinec byla revidována rovněž dolů. Meziročně ale průmysl vykázal 3,8 % růst. V lednu došlo k poklesu ve všech oblastech s výjimkou těžby a sítových odvětví. Největší propad zaznamenala výroba aut (−8,8 %). Zpracovatelský sektor brzdí zpomalující růst Číny i celé světové ekonomiky, obchodní konflikty a silný dolar.

Maloobchodní tržby za prosinec zažily největší propad za více než 9 let, když nečekaně klesly o 1,2 % meziměsíčně. Také data za listopad byla revidována mírně dolů. Největšími poklesy přispěly online a zásilkové prodeje, které ale vykázaly silný růst v listopadu, a nižší tržby z pohonných hmot v důsledku poklesu cen komodit. Naopak prodej aut zaznamenaly růst. Bez započtení aut, benzínů, stavebních materiálů a potravin by byl propad ještě hlubší. Vývoj odpovídá znatelnému zpomalení spotřeby ke konci loňského roku. Meziročně se maloobchodní tržby v prosinci zvedly o 2,3 %. Kvůli zpoždění statistik vlivem uzavření vládních úřadů zatím nemáme data za leden.

Rovněž z nemovitostního trhu máme některé statistiky teprve za prosinec. Z dosud zveřejněných čísel zaujal především překvapivě silný pokles zahájených staveb (−11,2 % meziměsíčně), poukazující na nejslabší výstavbu za poslední více než 2 roky. Developeri očekávají pro rok 2019 nižší poptávku. Pokles prodejů v lednu byl patrný u starších domů (o nových domech zatím chybí statistiky). Zvyšování cen nemovitostí, jehož tempo v posledním roce přesahovalo růst mezd, omezilo dostupnost bydlení, což vedlo k útlumu poptávky. Na vině byl také růst úroků, které během loňského roku vystoupaly až k téměř 5 % v případě 30leté hypotéky. V této oblasti se ale situace v posledních týdnech zlepšila, když sazby z hypoték opět poklesly. Počet stavebních povolení, který funguje jako indikátor budoucí aktivity, nicméně mírně stoupl.

Report z trhu práce za leden přinesl silná čísla – 304 tisíc nových pracovních míst znamenalo téměř dvojnásobek oproti odhadům. K celkovému číslu mohl přispět nárůst pracovníků na částečný úvazek z řad státních zaměstnanců, kterým nebyla vyplácena mzda během uzavření vládních úřadů a musela si tak přivydělat jinde. Výrazně dolů byla revidována data za prosinec. Růst mezd zůstal přibližně na úrovni předchozího měsíce (3,2 % meziročně). Míra nezaměstnanosti se mírně zvedla na 4 %.

Celková inflace zpomalila v lednu na 1,6 % meziročně, což bylo dáno poklesem cen komodit. Jádřová inflace, která nezahrnuje ceny energií a potravin, zůstala nad 2 %.

Z Fedu přišly signály o tom, že je centrální banka připravena udělat přestávku v cyklu zvyšování úrokových sazeb. Kroky bude činit v závislosti na vývoji ekonomických dat a tržních podmínek. V plánu je také revize programu redukce rozvahy, který by mohl v dohledné době skončit. Centrální banka tak reaguje na obavy trhu ze zpřísňujících se finančních podmínek, které by v kombinaci s vnějšími riziky (zpomalení světové ekonomiky) mohly poškodit ekonomiku. Do konce letošního roku čekáme maximálně jedno zvýšení sazeb Fedu o 25 bazických bodů, přičemž trh v současnosti počítá spíše se snížením sazeb než s jejich zvýšením.

V otázce obchodních válek došlo během února k pozitivnímu vývoji díky novým nadějím na vyřešení konfliktu mezi USA a Čínou. Donald Trump uvedl na twitteru, že se jednání ubírají žádoucím směrem a další vlna cel (plánovaných od začátku března) se odkládá. Údajně s Čínou postoupil také v dalších klíčových otázkách, jako jsou například ochrana duševního vlastnictví nebo transfer

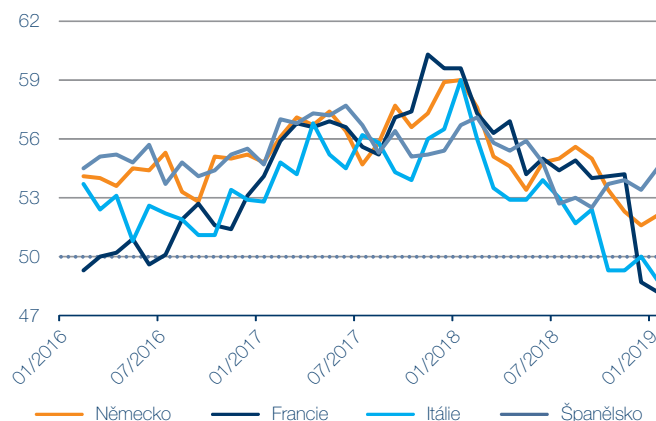
technologií. Dohoda by měla být finalizována na plánovaném setkání Trumpa s čínským prezidentem koncem března. Z minulých zkušeností však již víme, že euforie vyvolaná tweety Donalda Trumpa se může velmi rychle (po upřesnění nebo popření předchozích výroků) změnit ve zklamání.

Eurozóna

HDP za 4Q 2018 byl podle zpřesněných údajů potvrzen na 0,2 % mezičtvrtletně (1,2 % meziročně), tedy dosáhl nejpomalejšího tempa za poslední 4 roky. Německá ekonomika podle očekávání těsně unikla technické definici recese (dvě po sobě jdoucí čtvrtletí poklesů HDP), zatímco Itálie se recesi nevyhnula.

Smíšené výsledky přinesly průzkumy podnikatelské nálady měřené indexy nákupních manažerů (PMI). Situace ve výrobě se zhoršila, a to až na úroveň očekávání recese (údaje pod 50 body), na niž byla naposledy v polovině roku 2013. V Německu indikátor spadl nečekaně hluboko na 47,6 bodu. Náladu manažerů ovlivňuje slábnutí zakázek v důsledku zpomalení světové ekonomiky, problémy v automobilovém průmyslu, přetrvávající nejistota ohledně brexitu a ve Francii dopady protivládních protestů. Naproti tomu ve službách se nálada oproti předchozímu měsíci zlepšila, a to dokonce více, než předpovídaly odhady. Pomohla rostoucí poptávka po službách, která v sektoru vedla k rychlejšímu najímání nových pracovníků. Celkově kompozitní indikátor pro eurozónu stoupl na 51,4 bodu. I přes zlepšení se ale nadále nachází na nižší úrovni, než po většinu času v posledních čtyřech letech. Nejbližším rizikem pro evropskou ekonomiku je možný odchod Británie z Unie bez dohody. Dočasně by mohlo trhům ulevit odložení brexitu, které jako variantu nově připouští i britská premiérka.

Podnikatelská nálada v zemích eurozóny (kompozitní PMI) (recese < 50; expanze > 50)



Zdroj: Bloomberg.

Maloobchodní tržby v eurozóně v prosinci podle očekávání klesly (−1,6 % meziročně). V Německu klesly nákupy nejvíce za posledních 11 let.

Slabou kondici ve výrobě ke konci minulého roku potvrdila také tvrdá data. Průmyslová produkce v prosinci pokračovala v poklesu meziměsíčně o 0,9 % (meziročně o 4,2 %).

Z registrací nových vozidel v EU je patrné, že se automobilky stále nebyly schopny plně přizpůsobit nové regulaci, navíc se potýkají se slábnoucí poptávkou v důsledku ekonomického zpomalení ve světě (zejména v Číně). V lednu došlo k poklesu registrací o 4,6 % (meziročně).



Rozmohl se nám tady takový nešvar

Ideální investice nese vysoký výnos a její hodnota setrvale roste. Investorovi tak nehrozí, že by na ní mohl prodělat.

Bohužel takových investic se za profesní život mnoho nepovede. V naprosté většině případů platí, že vyšší výnos nese vyšší riziko, a tedy nerovnoměrný vývoj hodnoty investic. Investor tak může snadno prodělat, neboť šance, že prodá se ztrátou, s kolísavostí hodnoty investice roste.

Volatilitu například u akcií ovlivňují vnitřní a vnější vlivy. Ty vnitřní se týkají hospodaření společnosti, kvality managementu, oboru podnikání či byznys plánu. Investor se proti nim může pojistit tím, že své portfolio diverzifikuje mezi více akciových titulů a sníží tak závislost například na kvalitě jednotlivého manažera. U vnějších faktorů, jako jsou hospodářský cyklus, regulace či globální politika, je diverzifikace složitější. Lze převážít sektory, kterých se například přímo netýkají obchodní války, anebo vsadit na regiony, které mají lepší potenciál růstu. Ani jedno z těchto řešení ale není zdaleka perfektní.

Příkladem může být náš region, východní část EU. Řada zemí si zde uchovala vlastní měnu, a tím i samostatnou měnovou politiku. Navíc nadále funguje konvergenční příběh o vyrovnávání hospodářské úrovně v rámci Unie, a tedy vyšším růstu ve východních ekonomikách. V době, kdy ECB drží úrokové sazby, potažmo ziskovost bank eurozóny nízko, se jasným kandidátem na investice stal finanční sektor zemí sdílejících unijní regulaci, které se ale těší vyšším sazbám i ekonomickému růstu.

Krutá realita

Jednoduchá myšlenka ovšem v praxi naráží na složitější realitu. Finanční společnosti jsou v posledních letech častým terčem zvyšování daní a regulace nakládání s vlastními zdroji. Nejedna národní vláda (nejen v našem regionu) se po finanční krizi rozhodla vylepšit rozpočtovou bilanci vyšším zdaněním sektorů, kde typicky dominují velké firmy, jako jsou právě banky či telekomunikace a energetika. V některých zemích pak investice do bank utrpěly kvůli zpřísňující se regulaci – polský dohled nad bankovním trhem de facto diktuje maximální povolenou dividendu a ČNB drží kapitál velkých českých bank vysoko nad poměry v eurozóně.

Polské banky jsou kromě sektorové daně a zásahů regulátora navíc i terčem nefinančních vládních zásahů. Současná vláda razí heslo „repolonizace“, tedy zvýšení podílu bank v polském vlastnictví, což v praxi znamená bank ovládaných státem. Ten nyní ovládá tři ze sedmi největších polských bank (zhruba 60 % polského bankovního indexu), jejichž akciemi často mávají spekulace o případných dalších fúzích či účasti na záchraně jiných státem ovládaných firem. Není tedy divu, že ač polské banky v posledních pěti letech překonávají výkonnost bank eurozóny, o nějaké slušné míře výnosu pro akcionáře nemůže být řeč. Drobnou útěchou je, že situace je nedobrá kontinuálně a za poslední roky se ji investoři naučili ve svých očekáváních zohledňovat.

Rumunský vánoční dárek

To se bohužel nedá říci o rumunském „vánočním dárku“. Tamní vláda ještě předtím, než globální témata poslala koncem prosince do kolen světové trhy, vytvořila perfektní lokální bouři, která smetla ceny akcií nejen v Rumunsku. Stávající vláda nikdy neměla pověst investorům nakloněné, navíc i v době ekonomického růstu hospodařila s deficitem atakujícími 3 % HDP a rozpočet na letošní rok hrozil tuto hranici

prolomit. Prosincový soubor opatření mířících na energetický, bankovní a penzijní sektor přesto trhy překvapil. Pro banky bylo zásadní progresivní zdanění aktiv v návaznosti na mezibankovní sazbu.

Mezibankovní sazba zjednodušeně odráží úrokovou politiku centrální banky a vzájemnou důvěru mezi bankami, bez větší vazby na marži bank. Pokud se centrální banka rozhodne zvýšit svou sazbu, povede to přes vládní vzoreček ke zvýšení sazby daně z bankovních aktiv. Progrese je navíc tak silná, že při zvýšení ze současných sazeb si stát bude brát 60 % zvýšení.

Šéf vládní strany daň nazval „daní z chamtivosti“ – zda a kdo je chamtivý, je ovšem při bližším pohledu minimálně sporné: v případě dvou obchodovaných bank BRD a Transilvania by daň ve 3Q 18 znamenala výběr 128 %, resp. 234 % reportovaného čistého zisku.

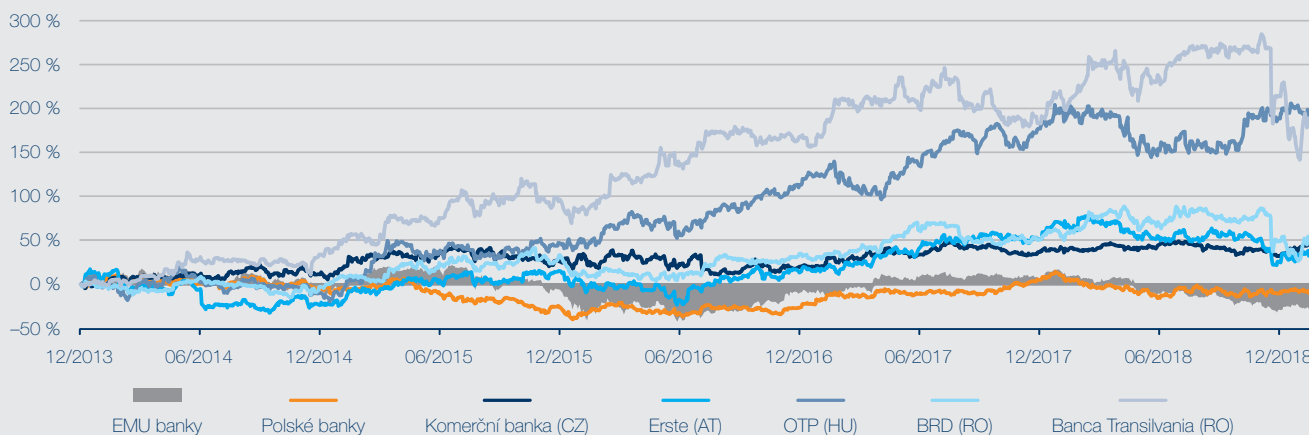
Akciový trh reagoval výprodejem, nejvíce zasažené banky se propadly o více než pětinu během pár hodin a zasaženy byly i mezinárodní banky v Rumunsku působící jako Erste, Raiffeisen či OTP. Nelze očekávat, že takový zásah nechají banky bez reakce a budou dále poskytovat klientům v nezměněné míře (nyní již ztrátové) úvěry. Naopak lze očekávat výrazné zdražení úvěrů pro firmy i domácnosti a zároveň jejich nižší dostupnost se všemi důsledky pro reálnou ekonomiku.

Investorská rizika v celém regionu

Podobné náhlé kroky vlád zvyšují investorská rizika a nutně se odráží v požadovaném výnosu i ochotě vůbec v zemi či regionu investovat. Slabou útěchou nám může být, že nedaleké Turecko a Rusko připravují investorům v posledních letech ještě svízelnější momenty. Sousedova chciplá koza však nevylepší šance na ideální investici v našem regionu.

Miroslav Adamkovič, analytik, ČSOB Asset Management

Výkonnost bankovních akcií v eurozóně a ve východních členských zemích EU (v EUR)



Zpomalení evropského ekonomického růstu povede ECB k váhání ohledně prvního zvýšení úrokových sazeb. ECB se zavázala držet sazby na současně nízké úrovni minimálně do léta příštího roku, pokud se však ekonomická kondice eurozóny bude zhoršovat, mohla by trvání závazku prodloužit a k očekávanému mírnému zvýšení sazeb by v následujících 12 měsících nemuselo nakonec vůbec dojít. Na druhou stranu snižování sazeb by nemělo být na pořadu dne kvůli diskutabilním dopadům hluboce záporných úrokových sazeb. Pokud by centrální banka potřebovala sáhnout po opětovné stimulaci ekonomiky, pravděpodobně by tak činila pomocí jiných měnově-politických nástrojů.

Index spotřebitelských cen v lednu zvolnil tempo na 1,4 % z předchozích 1,6 %. Jádrová inflace (nezahrnující kolísavé složky jako energie a potraviny) se mírně zvýšila na 1,1 % meziročně.

Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)		INFLACE (průměrná roční změna, v %)	
	2019	2020	2019	2020
ČR	2,6	2,3	2,4	2,0
EMU	1,1	1,4	1,5	1,6
USA	2,3	1,8	2,1	2,2

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

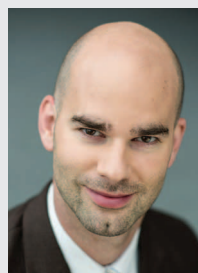
Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a měnových kurzů

		02/2019	08/2019	02/2020
ČR	Základní sazba	1,75	2,00	2,25
	10letý výnos dluhopisu	1,86	2,30	2,60
	USD/CZK	22,46	21,45	20,84
	EUR/CZK	25,60	25,10	24,80
EMU	Základní sazba	-0,40	-0,40	-0,20
	10letý výnos dluhopisu	0,16	0,60	0,80
USA	Základní sazba*	2,50	2,50	2,75
	10letý výnos dluhopisu	2,66	2,95	3,15
	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

Nejzajímavější událostí v březnu bude bezpochyby to, jestli Británie k 29. březnu 2019 vystoupí z Evropské unie, či nikoliv a případně za jakých podmínek. Variant je stále několik, a i když nejpravděpodobnější se v současné době zdá být odložení odchodu, blíží se termín s sebou

přináší zvýšená rizika, která budou doplněna zvýšenou kolísavostí trhů. Na stole pak bude pokračování jednání o obchodní dohodě mezi Čínou a USA. V neposlední řadě se prezident Trump rozhoduje, zda uvalí cla na evropské automobily.

Očekávám zvýšenou volatilitu, navzdory trhu, který je nastaven na pozitivní vyústění výše zmíněných kauz. Proto i náznak problémů může vrátit na trhy nervozitu. Z tohoto důvodu jsem přistoupil ke snížení podílu akciové složky. I přes to však zůstávám v akciích mírně nadvážen. V případě dalšího růstu trhů bez zjevné změny podmínek bych je nicméně dále prodával.

Preferuji akcie ze sektoru komunikačních služeb, těžaře ropy a zemního plynu a mezi tématy dominují akcie malých a středních podniků. Celkově jsem v rámci snižování akciového podílu zároveň zdefenzivnil sektorové nastavení fondu.

U dluhopisů ponechávám vysoký podíl hotovosti, který jsem ještě navýšil, a krátkodobých dluhopisů. Stále držím otevřenou pozici na posílení koruny vůči euru.

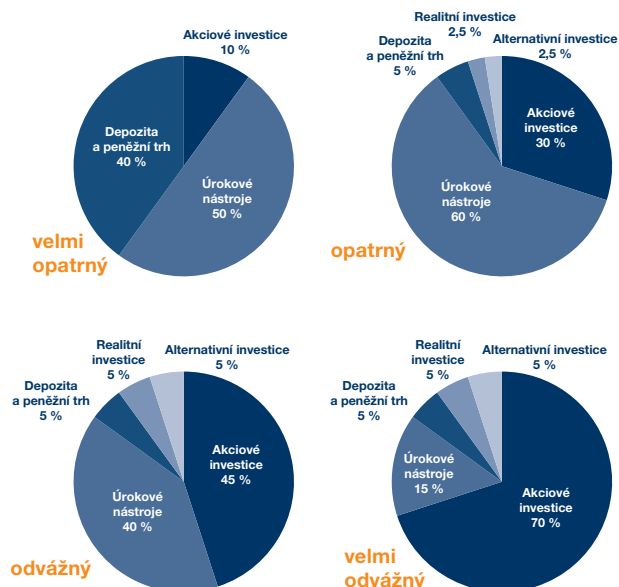
Petr Kubec, portfolio manažer, ČSOB Asset Management

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

Zlevnění akcií v poměru k očekávaným ziskům nás v posledních měsících vedlo k nadvážení akciové složky. Po silném růstu z posledních měsíců, který více než vykompenzoval prosincové ztráty, jsme se však rozhodli z nadvážení akcií částečně ustoupit. Hlavním důvodem je zhoršení výhledu světové ekonomiky a růstu korporátních zisků.

Ekonomická data spolu s firemními fundamenty nám dohromady skládají obrázek, že jsou akcie v současnosti nadále spíše levné než naopak. Alternativa v podobě dluhopisů, které by měly trpět další postupnou normalizací měnových politik centrálních bank, rozhodně nepůsobí atraktivněji.

Přestože už došlo k napravení většiny podzimních ztrát, propad do medvědího trendu v loňském roce některých akciových trhů mohl indikovat blízkost ekonomické recese (akcie mají tendenci předcházet vývoj ekonomiky). V případě několika zemí eurozóny (Itálie, Francie) se tato očekávání naplnila. Na vyvrácení toho, zda sklouzne do recese celá světová ekonomika, si však musíme ještě několik měsíců počkat. My příchod recese nečekáme, pouze zpomalení. I kdybychom se však mýlili, většinu propadů trhů již máme s největší pravděpodobností za sebou.

Hlavní charakteristikou posledních měsíců na trzích byla zvýšená kolísavost všech typů investic, která byla v roce 2018 dána růstem úroků na určujícím trhu aktiv (USA) a nejistotou pramenící z obchodních válek. Pro tento rok sice vidíme pokračování trendu ústupu investorů od rizika, ne však v akciích, ale především v dluhopisech (podrobněji v kapitole Dluhopisy). Přestože nervozita bude pokračovat, akcie by mohly vytrvat v růstovém trendu trvajícím od konce prosincových výprodejů.

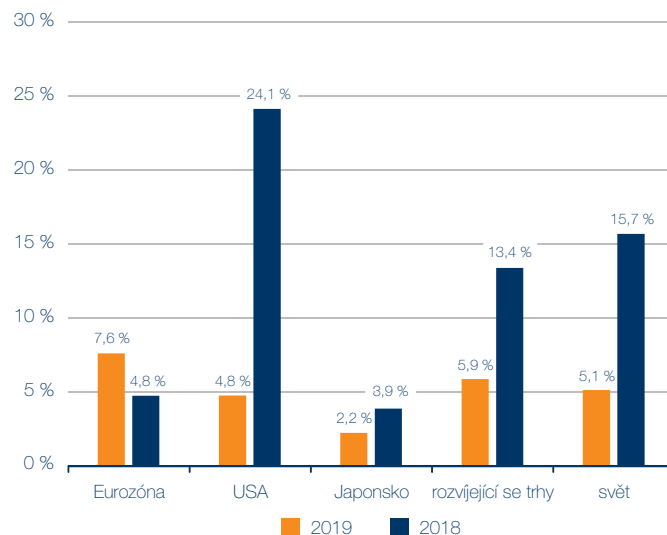
Pokud se neprojeví některé z latentních rizik více, než by bylo zdrávo (brexit, italské a francouzské zadlužení, obchodní války, problémy Číny a zpomalení světové ekonomiky), investoři opětovně zaměří svou pozornost na růsty zisků v korporátním sektoru a na to, že čistě fundamentálně akcie předražené rozhodně

nejsou. Vývoj zisků firem a vývoj úrokových sazeb (o kolik porostou a jak rychle) budou v takovém případě determinanty vývoje finančních trhů.

Korporátní výsledky

V posledních výsledkových sezónách vykazují společnosti příznivý trend růstu zisků. Náš odhad letos počítá v průměru se zhruba 5% růstem celoročních zisků. Výhled zisků byl postupně revidován dolů v souladu s konsenzem trhu. Na vině je především slábnoucí poptávka vlivem zpomalení ekonomiky.

Očekávaný růst korporátních zisků (IBES)



Zdroj: Bloomberg.

Výsledková sezóna za čtvrtý kvartál v USA zatím potvrzuje všeobecně dobrou kondici firem. Z amerického indexu S&P 500 více než dvě třetiny společností vykázaly zisky nad odhady analytiků. V průměru jim rostly zisky o 12 % a tržby pak o 6 %.

V Evropě byla tempa růstu zisků v roce 2018 nižší než v USA, což bylo spojeno s absencí Trumpovy daňové reformy a zároveň negativním efektem protekcionismu. Zlepšení však u evropských firem čekáme v letošním roce, kdy by celoroční růst zisků mohl předstihnout USA díky stimulu slabého eura pro evropské exportéry a pozitivnímu dopadu klesajících cen ropy na rostoucí kupní sílu evropských spotřebitelů.

Valuace

Poměr ceny k ziskům se na mezinárodních trzích po vlně výprodejů sice výrazně snížil, téměř nepřetržitý růst v novém roce za současné revize odhadů firemních zisků směrem dolů jej ale opět posunul o něco výš. 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 12,6 oproti svému dlouhodobému průměru oceněny se slevou. Rizikem eurozóny zůstává politická nejistota a vliv celní politiky USA na exportně zaměřené firmy. Americké akcie jsou oceněny pod svým dlouhodobým průměrem (u S&P 500 dosahuje předstihový P/E poměr 16,7).

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 téměř 3 %.

Preferované regiony

USA

Americká ekonomika těží z fiskální expanze a zdravého pracovního trhu. Firmy využívají silné domácí poptávky a vykazují rekordní zisky. Robustní ekonomika doprovází inflaci v okolí cíle Fedu představuje ideální kombinaci pro akciové investory. USA mají díky uzavřenější ekonomice relativně silnou pozici v obchodních válkách.

Americké předstihové indikátory předpovídají pokračování růstu americké ekonomiky. Prosperující ekonomika se promítá do růstu kupní síly domácností a investic firem, což podporuje příznivý vývoj korporátních zisků.

Trumpova protekcionistická prohlášení doposud 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. Navíc v posledních týdnech vzrostla pravděpodobnost na uklidnění obchodních sporů mezi USA a Čínou.

Nevýhodou amerických akcií je vyšší ocenění v porovnání s ostatními regiony. Je ale třeba mít na paměti, že USA mají investořům co nabídnout – nejrozvinutější akciový trh světa s historií atraktivních výnosů a zastoupením růstových titulů a americký dolar, který je mezi měnami považován za „bezpečný přístav“.

Preferované sektory

Komunikační služby

V rámci největší sektorové reklasifikace v historii, která proběhla koncem září 2018, byl defenzivní sektor telekomunikací rozšířen o společnosti z oblasti mediálních služeb. Firmy se sem přesunuly ze sektorů technologií (Facebook, Alphabet) a zboží dlouhodobé spotřeby (Netflix, Walt Disney). Nově vzniklý sektor představuje diverzifikovaný mix zaměřený jak na tradiční způsoby komunikace, tak na nová média.

Pozitivní jsme zejména na subsektor médií a zábavního průmyslu, který je zaměřený na růst, inovace a moderní technologie. Internetové 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. Některé firmy (například Alphabet) se navíc díky svému diverzifikovanému portfoliu služeb nemusejí spoléhat jen na spotřebitele, ale také na investiční poptávku firem. Rizikem pro velké internetové společnosti je zvyšování tlaku na dohled nad obsahem, který jen umocňují kauzy Facebooku (například se zneužitím uživatelských dat), a budoucí zdanění internetových tržeb v Británii a Evropské unii. Společnosti z tohoto subsektoru jsou oceněny s nižší prémie v porovnání se zbytkem trhu, než pro ně bylo v minulých letech obvyklé.

Druhou, defenzivnější část sektoru tvoří telekomunikace, které vynikají velmi nízkým oceněním a štedrou dividendovou politikou. To je však z části vykoupeno malým růstovým potenciálem vzhledem k velké konkurenci v odvětví, zvýšené regulační zátěži a vysokým nákladům na budování infrastruktury.

Těžba ropy a zemního plynu

Tento cyklický sektor, jehož výkonnost je úzce navázána na vývoj trhu s energetickými komoditami, v posledních výsledkových sezónách akcionáře pozitivně překvapoval. Dobře fungující ekonomika (především v USA) s sebou přináší růst poptávky po energiích. Sázíme na stabilní společnosti se silným cash flow a atraktivní dividendovou politikou.

Po letech převisu nabídky a rekordních zásob přicházely v posledních měsících signály, že se trh s ropou navrací do rovnováhy. Opětovný růst ceny ropy Brent až k úrovním kolem 80 USD za barel toho byl důkazem. Prudký propad z posledních měsíců byl tažen zejména zhoršeným sentimentem na trzích, ke stabilizaci trhu s ropou ale přispěly kromě zlepšení nálady investorů také koordinované akce kartelu OPEC a dalších těžbařských velmocí.

Velké integrované ropné společnosti byly nuceny v období extrémně nízkých cen komodit zefektivnit výrobu a soustředit se na programy úspor. Dá se říci, že se trh ve značné míře vyčistil a přežili jen ti nejsilnější a nejefektivnější. Nyní z optimalizace nákladů těží a mnozí z nich si mohou dovolit štedřejší akcionářskou politiku, jako jsou výplaty dividend nebo zpětné odkupy vlastních akcií. Zdravější hospodaření se již projevilo v uplynulých výsledkových

sezónách, kde byl sektor těžby ropy a zemního plynu velmi výkonný. I přes limitovaný potenciál růstu cen ropy ve střednědobém horizontu (výraznějšímu zdražení ropy zabraňuje stoupající těžební potenciál amerických břidlicových hráčů) jsme na tento sektor díky úspěšnému ozdravení bilancí firem a nižším valuacím vzhledem k tlakům na komoditní trh pozitivní.

Průměrný očekávaný dividendový výnos dosahuje v Evropě přes 4 %.

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 zisků jsou výrazem efektivní finanční politiky, v jejímž rámci se spouštějí pouze projekty s pozitivní čistou přidanou hodnotou a přebytkem hotovosti 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 přes 4 %. 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 po-

stupně dividendové tituly přestat dávat smysl v porovnání s dluhopisovou investicí (například 10letý americký státní dluhopis už nese 2,7 % ročně). 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 titulům 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 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 boomu napomáhá růst světové ekonomiky. 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.

Krátkodobým rizikem pro sektory průmyslu a síťových služeb, které jsou v tématu významně zastoupeny, je růst úrokových sazeb. Ten podnikům s větším zadlužením zvyšuje výpůjční náklady a snižuje rentabilitu investičních projektů. Navíc i přes velké plány zatím nedošlo na slibované zvýšení výdajů na rozvoj a obnovu infrastruktury v USA, jak ve svém volebním programu avizoval Donald Trump. I přes tato rizika a krátkodobou volatilitu nám však téma dává pro dlouhodobou investici smysl.

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 uvolnění monetární politiky předních světových centrálních bank. Ve většině případů nenabízí dluhopisové trhy zajímavé možnosti investování, i když se situace pozvolna mění. Místy se však najdou atraktivní segmenty dluhopisů zemí s vyššími úrokovými sazbami, kam se po loňském několikanásobném zvýšení sazeb už zařadila i Česká republika. Centrální banky se po letech nekonvenčních opatření na podporu ekonomiky vydávají cestou normalizace měnové politiky.

Úrokové sazby zůstávají i přes akce některých centrálních bank stále relativně nízké a v některých případech se nacházejí ještě dokonce pod nulou (−0,1 % v Japonsku, −0,40 % u ECB, 1,75 % u ČNB, 2,25–2,50 % 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 uvolněná měnová politika (z hlavních regionů eurozóna a Japonsko). Výnosy německých desetiletých státních dluhopisů se nadále obchodují jen kolem 0,15 %, 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.

Výnosy 10letých státních dluhopisů



Zdroj: Bloomberg.

V ČR se dluhopisové výnosy již výrazně zvedly (na deseti letech již nesou kolem 1,9 %) a v USA už loni desetiletý výnos státního dluhopisu několikrát 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 v roce 2018 zvedla hlavní úrokovou sazbu čtyřikrát a dále redukuje svoji rozvahu. Fed měl k utahování měnové politiky rozumné důvody – trh práce na úrovni plné zaměst-

²⁾ Růst bezrizikové míry může vést ke snížení atraktivity akciových investic (především dividendových titulů), pokud se u nich výrazněji nezlepší 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.

nanosti a silnou dynamiku růstu HDP. 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 „znormální“ na vyšších úrovních. Cesta však může být vlivem nižší inflace a politických rizik zejména v eurozóně pomalejší a kositratnější, než se původně očekávalo. Inflace v eurozóně se už řadu let nedokázala dostat stabilně k cíli ECB, a to ani v době, kdy se ekonomika vyvíjela velmi příznivě. Na vině je především absence silnějších mzdové-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 2021 na úrovni 2% inflačního cíle. Reflektuje to i její nastavení měnové politiky a závazek ponechat sazby na současné úrovni minimálně do léta roku 2019.

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 v roce 2018 také na dluhopisech 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). „Bezpečnější“ dluhové cenné papíry mimo eurozónu se s růstem úrokových sazeb stávají zajímavějšími, což bude způsobovat odliv z těch méně kvalitních. Diverzifikace směrem k 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 zdaleka tak nedosahují ani míry inflace, což vede k erozi kupní síly. V portfoliích držíme část prostředků v hotovosti a instrumentech peněžního trhu, abychom byli připraveni využít atraktivních nákupních příležitostí. Během posledního měsíce jsme podíl hotovosti vzhledem k redukci akciové složky navýšili.

Měny

Vývoj měnového páru EUR/USD

Dolar od ukončení kvantitativního uvolňování v USA zhodnocoval, jen rok 2017 znamenal pro americkou měnu výrazné oslabení. Rok 2018 byl ale zpět ve znamení rychlejšího růstu americké ekonomiky proti eurozóně, a tím pádem i silnějšího dolaru. Od začátku nového roku se dolar oproti euru stabilizoval kolem úrovně 1,13.

Dalšími důvody síly americké měny v posledních měsících bylo utahování měnové politiky Fedu v kontrastu s nadále „holubičí“ ECB, asymetrický dopad Trumpova protekcionismu na oba regiony (evropské země jsou exportně zaměřené, zatímco USA jsou uza-

vřnější trh) a status bezpečného přístavu, díky němuž dolar těžil v dobách nárůstu rizikové averze investorů. Vzhledem k vysokému ratingu Spojených států a likvidnímu trhu s dluhopisy získávají v ne- jistých dobách tyto „bezpečné“ investice na atraktivitě.

Přestože výnosy amerických desetiletých dluhopisů (2,7 %) 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.

Vývoj měnového páru EUR/CZK

Hlavní příčinou loňského oslabení koruny byly výprodeje na rozvíjejících se trzích. V lednu nového roku však koruna dokázala spolu se zlepšením sentimentu na rizikových aktivech opět krátce posílit, a to i pod hranici 25,50 koruny za euro. K dalšímu zvýšení úrokových sazeb ČNB (aktuálně 1,75 %) začátkem února nedošlo, bankovní rada vzala v úvahu novou zhoršenou makroekonomickou prognózu a nárůst vnějších rizik

(zejména slábnoucí kondici německé ekonomiky). Vzhledem k přestřelující inflaci (v lednu dosáhla 2,5 % meziročně) by však mohla k navýšení sazeb přistoupit na některém z dalších zasedání, a to zejména v případě, že se zpřísnění měnových podmínek neuskuteční přes výraznější posilující korunu.

K dalšímu zvýšení úrokových sazeb ČNB začátkem února nedošlo, bankovní rada vzala v úvahu novou zhoršenou makroekonomickou prognózu a nárůst vnějších rizik.



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 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 výnosu a snížení rizika ve střednědobém horizontu. Právě z důvodů těchto vlastností nejsou alternativní investice určeny ke krátkodobému investování.

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.

Od ledna 2017 je v platnosti dohoda OPEC o omezení těžby ropy, ke které se přidali i významní producenti mimo kartel. Na pravidelném setkání členů OPEC a Ruska ve Vídni počátkem prosince 2018 byly limity v reakci na jeden z nejprudších propadů cen ropy od dob finanční krize opět upraveny. Zúčastnění se dohodli na snížení produkce o 1,2 milionu barelů denně v prvních 6 měsících roku 2019.

Vývoj cen ropy během roku 2018 několik měsíců 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 výrazně zesílila kvůli vyostření amerických vztahů s Íránem a Venezuelou. Poslední měsíce loňského roku ale přinesly naprostou změnu sentimentu. Strach ze zpomalení světové ekonomiky (postihující stranu poptávky) přikrmovaný horšími ekonomickými daty z Číny – největšího importéra ropy na světě a opětovný nárůst zásob (důkaz převisu nabídky nad poptávkou) poslaly trh s ropou do medvědího trendu. Aktuálně se cena ropy Brent pohybuje kolem 66 USD za barel a v následujících měsících očekáváme její kolísání v okolí dnešních úrovní.

V současnosti komodity nedoporučujeme a expozici na ně v portfoliích 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 nespoteblovává, 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 1 320 USD za unci. Zlatu v posledních měsících pomohlo snížení výhledu na růst 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 28. 2. 2019). 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.