

Investiční výhled 2010

Martin Burda, generální ředitel Investiční společnosti České spořitelny
Praha, 15. července 2010

 **INVESTIČNÍ
SPOLEČNOST**
ČESKÉ SPOŘITELNY

Peněžní a dluhopisové trhy

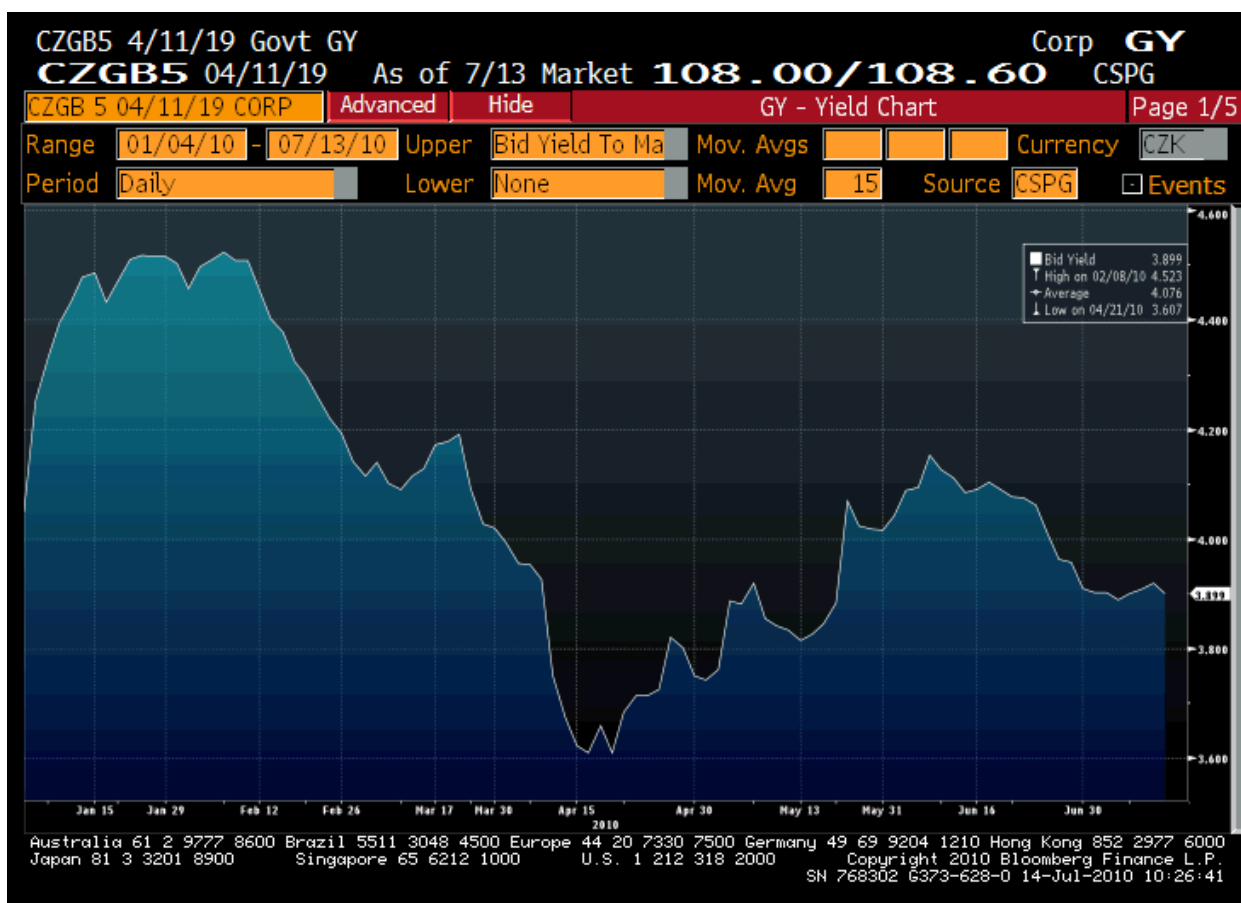
- ✓ Ve výhledu dlouhodobě nízkých základních sazeb jak v EMU tak v ČR se nic nemění
- ✓ Nedávné snížení sazby ze strany ČNB bylo poněkud překvapivé, velký vliv na finanční trh však nemělo
- ✓ Výnos fondů peněžního trhu bude postupně klesat k úrovním okolo 1 %
- ✓ Ukončení mimořádného nástroje pro dodávání jednorroční likvidity ze strany ECB způsobuje tlak na mírný růst výnosů na velmi krátkém konci výnosové křivky
- ✓ ECB rovněž ponechá nízké sazby po delší dobu – inflační očekávání zůstávají nízko

Peněžní a dluhopisové trhy

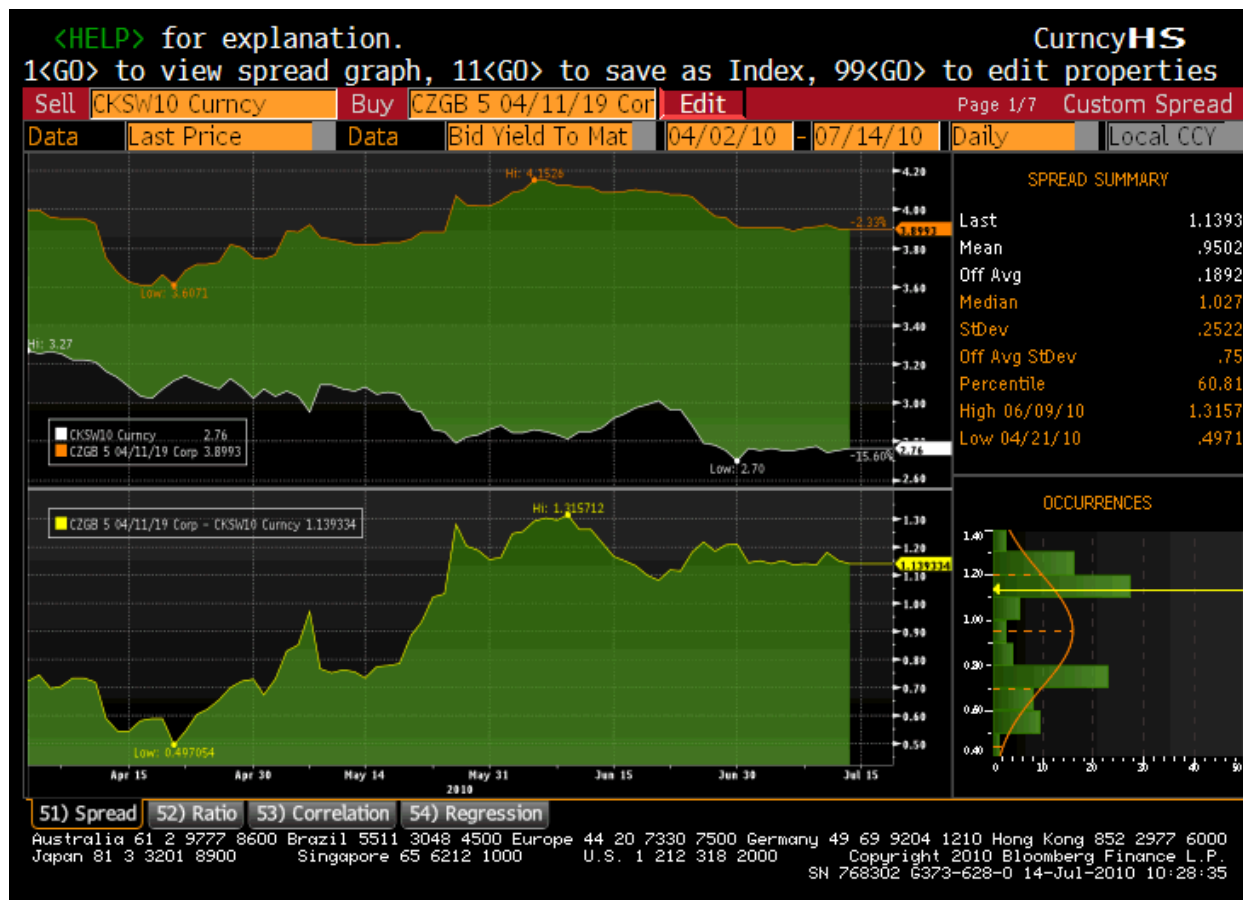
- ✓ Výnosy českých státních dluhopisů zůstávají relativně stabilní
- ✓ Očekáváme tlak na mírný růst výnosů, především na dlouhém konci výnosové křivky
- ✓ Během 1. pololetí MF upsalo asi pouze třetinu plánovaného objemu emise pro letošní rok – nabídka zůstane dostatečná
- ✓ Stálá hrozba nedořešené krize v jižní Evropě – restrukturalizace v Řecku

- ✓ Rizikem může být nečekaně velké emise dluhopisů v EUR

Vývoj výnosu státních dluhopisů



Vývoj rizikové prémie



Výhled pro akcie

- ✓ **15 % korekci globálních akciových trhů od dubnového lokálního maxima v jejím závěru podpořila série slabých makroekonomických dat z USA – předstihové ISM indikátory, prodeje aut a domů, spotřebitelská důvěra, přetrvávající slabost na trhu práce**
- ✓ **Očekávané silné výsledky za 2. čtvrtletí 2010 (přes 34 % y/y) – první náznaky Alcoa, Intel vypadají velmi slibně**
- ✓ **Vzhledem k aktuálnímu ocenění akcií zůstáváme v akciích převáženi vůči dluhopisům i při vědomí střednědobě se zhoršujícího výhledu – opadnutí fiskálních stimulů v USA, excesivní fiskální restrikce v EMU.....delší období pomalého růstu, deflační tlaky**
- ✓ **Taktická alokace:**
 - **Regionální alokace: převáženi na emerging markets (Korea, Rusko) a v USA; neutrální pozice v eurozóně (DAX proti zbytku EMU) a Japonsku; podvážena Británie a jižní Evropa**
 - **Preferované sektory: technologie, industrials, US financials (opět)**
- ✓ **Rizika:**
 - **Dlouhé období pomalého růstu doprovázené deflací**
 - **Zpomalení růstu čínského HDP k 7 % vlivem ochabujícího nemovitostního trhu**
 - **Další oslabování cen komodit..... negativní vliv na EPS amerických firem v indexu S&P 500**
 - **Nové kolo evropské fiskální krize, příp. zklamání z výsledků stres testu evropských bank (příliš měkké vstupní parametry)**

Aktuální pozice

Třída aktiv	Pozice
Peněžní trhy	-
Dluhopisy	
- státní	-
- korporátní investiční stupeň	+
- korporátní spekulativní stupeň	+
Akcie	
- US	+
- Evropa	-
- Japonsko	0
- Rozvíjející se trhy	+

akcie v detailu...

Nadměrný pesimismus v cenách akcií



- ✓ Úzká korelace mezi veličinami EY/BY, která je v platnosti od roku 2003 byla silně narušena a ukazuje na nadměrný pesimismus v cenách akcií – jejich ceny tak započítaly jeden ze 2 scénářů:
 - ❖ (1) dvojitá recese v USA
 - ❖ (2) opakování globálního likviditního šoku
- ✓ Pokud se na situaci podíváme z hlediska očekávaných zisků (88 USD v dalších 12 měsících pro index S&P 500) a současného velmi nízkého P/E 11,5-12, pak ceny akcií implikují zisky jen ve výši kolem 70 USD, což by bylo opět konzistentní s poklesem HDP o -0,7 %
- ✓ Opakování recese v USA ale není naším hlavním scénářem

Nadměrný pesimismus v cenách akcií

- ✓ S&P500 diskontuje pokles ziskovosti v roce 2011 o 13,5 %, odpovídající 1 % reálnému poklesu HDP v USA
- ✓ konsensuální EPS pro 2Q/10 očekává pouze nulový mezikvartální růst
- ✓ na základě předběžných výsledků by mohla být aktuální výsledková sezóna stejně dobrá jako 1Q, kdy výsledky překonaly očekávání o 14 %

Exhibit 3: Earnings revisions and performance have disconnected during the current pullback: EPS revisions for cyclical have been positive but shares declined as of July 8, 2010

		2Q-4Q Revisions Since				Beta to	Total return from		P/E		
		31-Dec-09	23-Apr-10			Ticker	S&P 500	31-Dec-09	23-Apr-10	NTM	
Cyclicals	Information Technology	13 %	3 %		Defensives	Telecommunication Services	IYZ	0.7	(9)%	(3)%	13.6x
	Industrials	4	3			Utilities	XLU	0.7	(5)	(3)	11.4
	Consumer Discretionary	12	2			Consumer Staples	XLP	0.6	(1)	(5)	13.3
	Materials	9	2			Health Care	XLV	0.7	(7)	(8)	10.6
	Energy	2	0								
Financials	11	(1)									
Defensives	Telecom Services	(5)	1	Cyclicals	Information Technology	XLK	1.0	(7)	(13)	12.2	
	Health Care	(5)	(2)		Industrials	XLI	1.2	1	(15)	13.7	
	Utilities	3	(3)		Materials	XLB	1.3	(10)	(15)	12.7	
	Consumer Staples	(4)	(3)		Financials	XLF	1.3	(1)	(15)	12.0	
					Energy	XLE	1.2	(9)	(15)	10.1	
			Consumer Discretionary	XLY	1.1	1	(16)	13.7			

zdroj: Goldman Sachs

Preferovaný sektor - Technologie

- ✓ ocenění na úrovni průměru indexu S&P500
- ✓ investoři nevěří, že současný pozitivní trend může pokračovat
- ✓ sektor nebyl výrazně poznamenán krizí na přelomu let 2008/09
- ✓ dobrá fundamentální výkonnost díky většímu zaměření na asijské trhy a novým produktovým cyklům (iPhone, iPad, Windows 7, etc.)

Chart 22: Information Technology (\$bn)

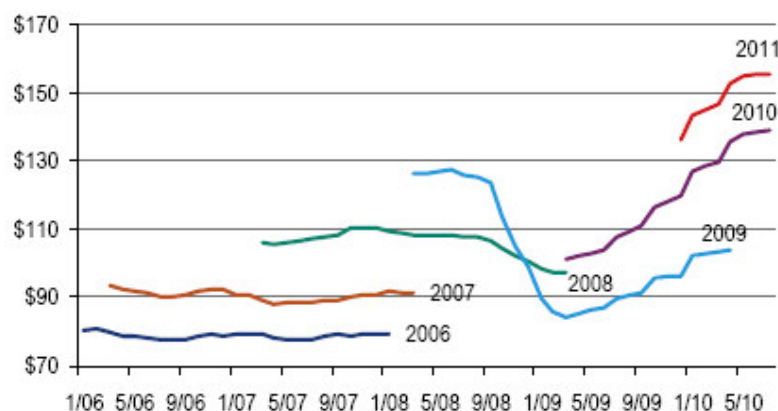
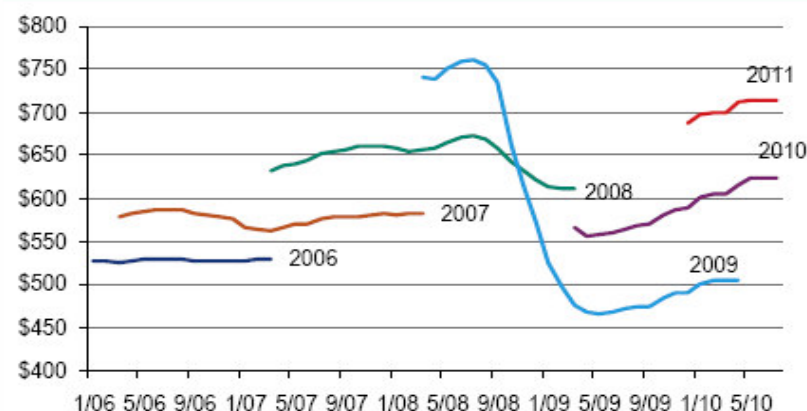


Chart 26: S&P 500 ex. Financials (\$bn)



zdroj: BofA ML

Děkujeme za pozornost

