# 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 jednoroční 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

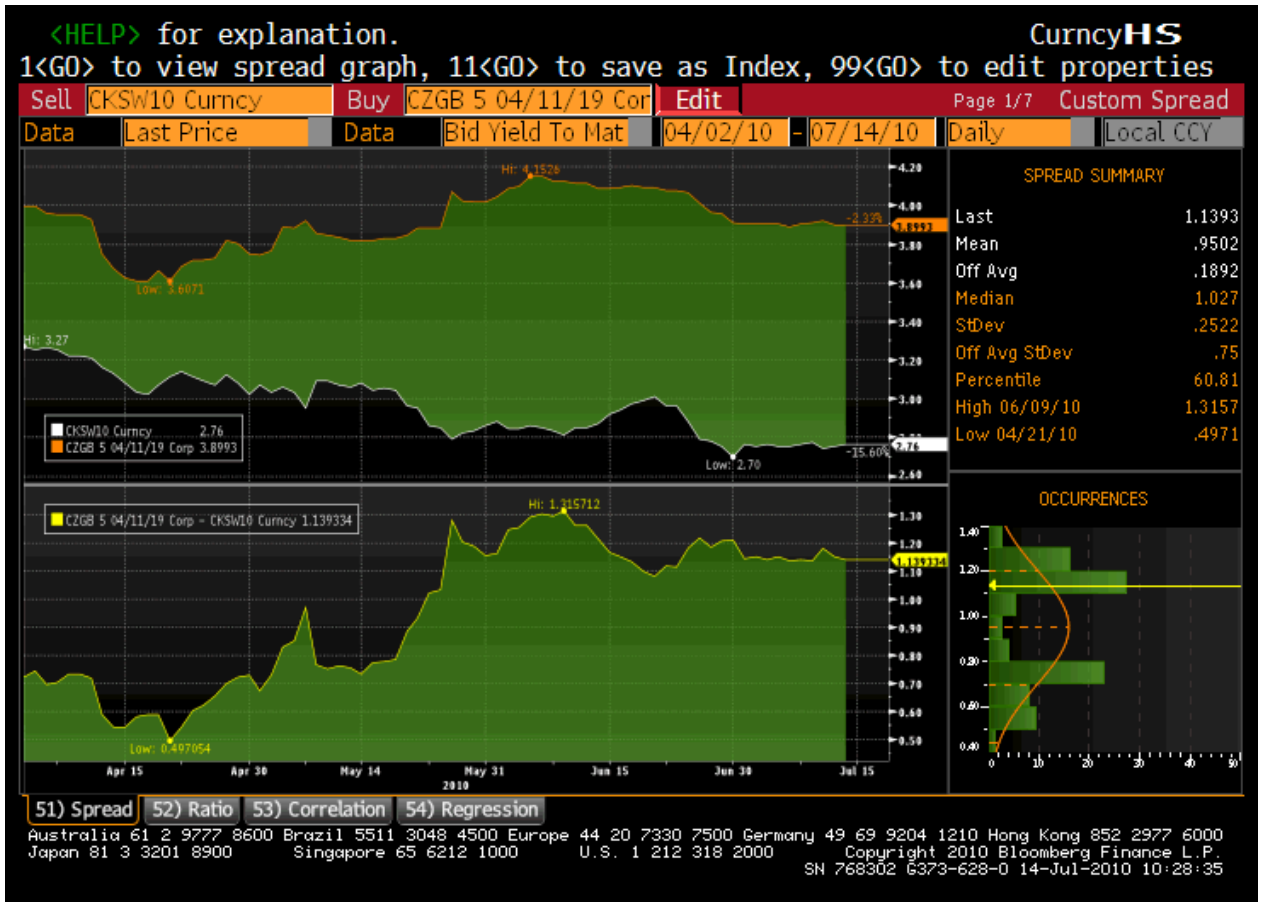
- ✓ Rizikem může být nečekaně velké emise dluhopisů v EUR

# Vývoj výnosu státních dluhopisů

Datum tisku : 30.8.2010

INVESTIČNÍ SPOLEČNOST ČESKÉ SPOŘITELNY

# Vývoj rizikové prémie






Datum tisku : 30.8.2010

INVESTIČNÍ SPOLEČNOST ČESKÉ SPOŘITELNY

# 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: převážení 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)

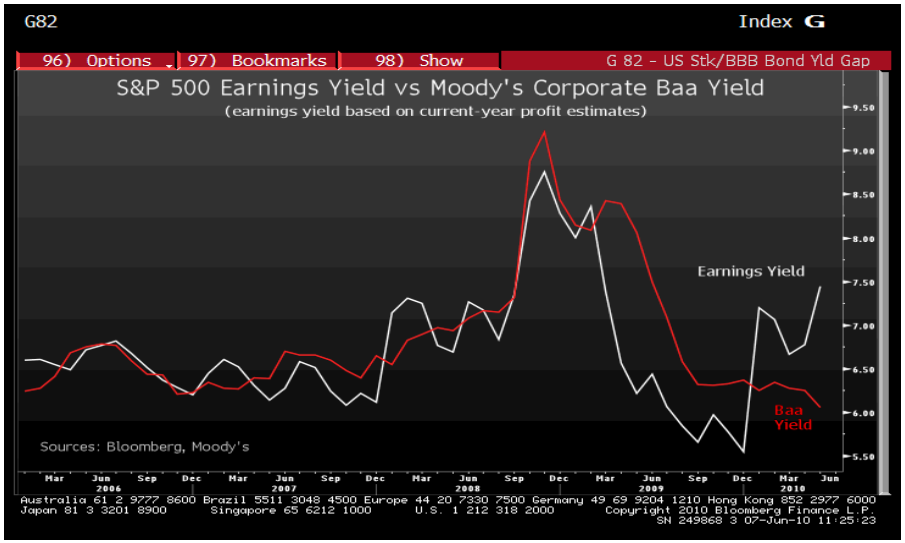
# Aktuální pozice

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

# akcie v detailu…

INVESTIČNÍ SPOLEČNOST
ČESKÉ SPOŘITELNY

# Nadměrný pesimismus v cenách akcií




- ✓ Úzká korelace mezi 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 31-Dec-09 | 2Q-4Q Revisions Since 23-Apr-10 |
|---|---|---|---|
| Cyclicals | Information Technology | 13 % | 3 % |
| | Industrials | 4 | 3 |
| | Consumer Discretionary | 12 | 2 |
| | Materials | 9 | 2 |
| | Energy | 2 | 0 |
| | Financials | 11 | (1) |
| Defensives | Telecom Services | (5) | 1 |
| | Health Care | (5) | (2) |
| | Utilities | 3 | (3) |
| | Consumer Staples | (4) | (3) |

| | | Ticker | Beta to S&P 500 | Total return from 31-Dec-09 | Total return from 23-Apr-10 | P/E NTM |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Defensives | Telecommunication Services | IYZ | 0.7 | (9)% | (3)% | 13.6x |
| | Utilities | XLU | 0.7 | (5) | (3) | 11.4 |
| | Consumer Staples | XLP | 0.6 | (1) | (5) | 13.3 |
| | Health Care | XLV | 0.7 | (7) | (8) | 10.6 |
| Cyclicals | Information Technology | XLK | 1.0 | (7) | (13) | 12.2 |
| | Industrials | XLI | 1.2 | 1 | (15) | 13.7 |
| | Materials | XLB | 1.3 | (10) | (15) | 12.7 |
| | 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*





INVESTIČNÍ SPOLEČNOST ČESKÉ SPOŘITELNY

# Preferovaný sektor - Technologie

- ✓ ocenění na úrovni průměru indexu S&P500
- ✓ investoři nevěří, že současný pozitivní trend může pokračovat
- ✓ sektor nebyl výrazně poznamenaný 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)**

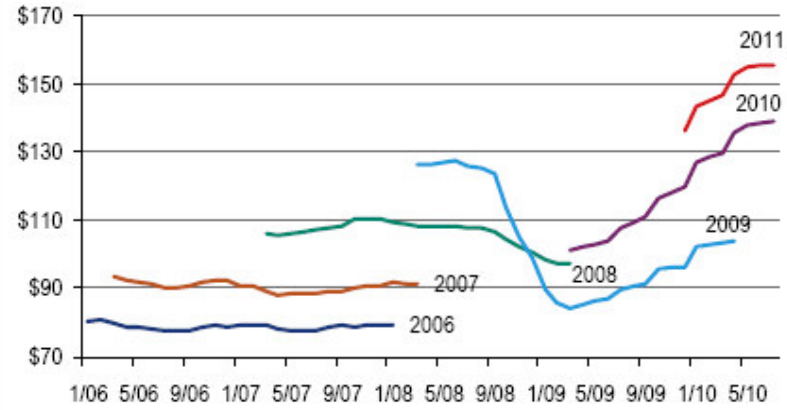
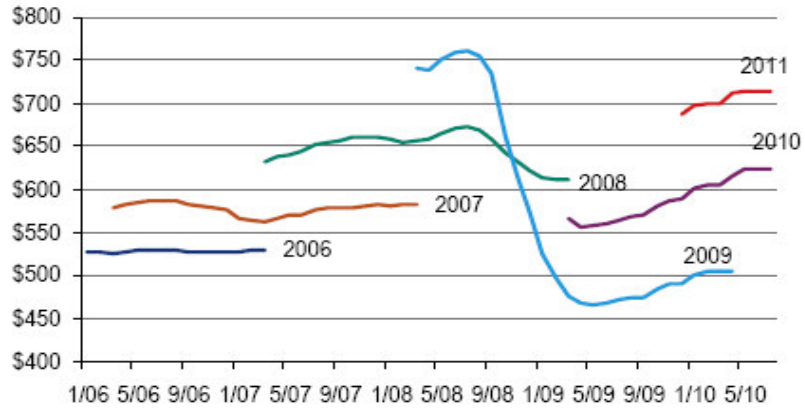



**Chart 26: S&P 500 ex. Financials ($bn)**




*zdroj: BofA ML*

# Děkujeme za pozornost

☺