

Investiční výhled

Praha, 7. října 2010

Martin Burda, generální ředitel Investiční společnosti ČS

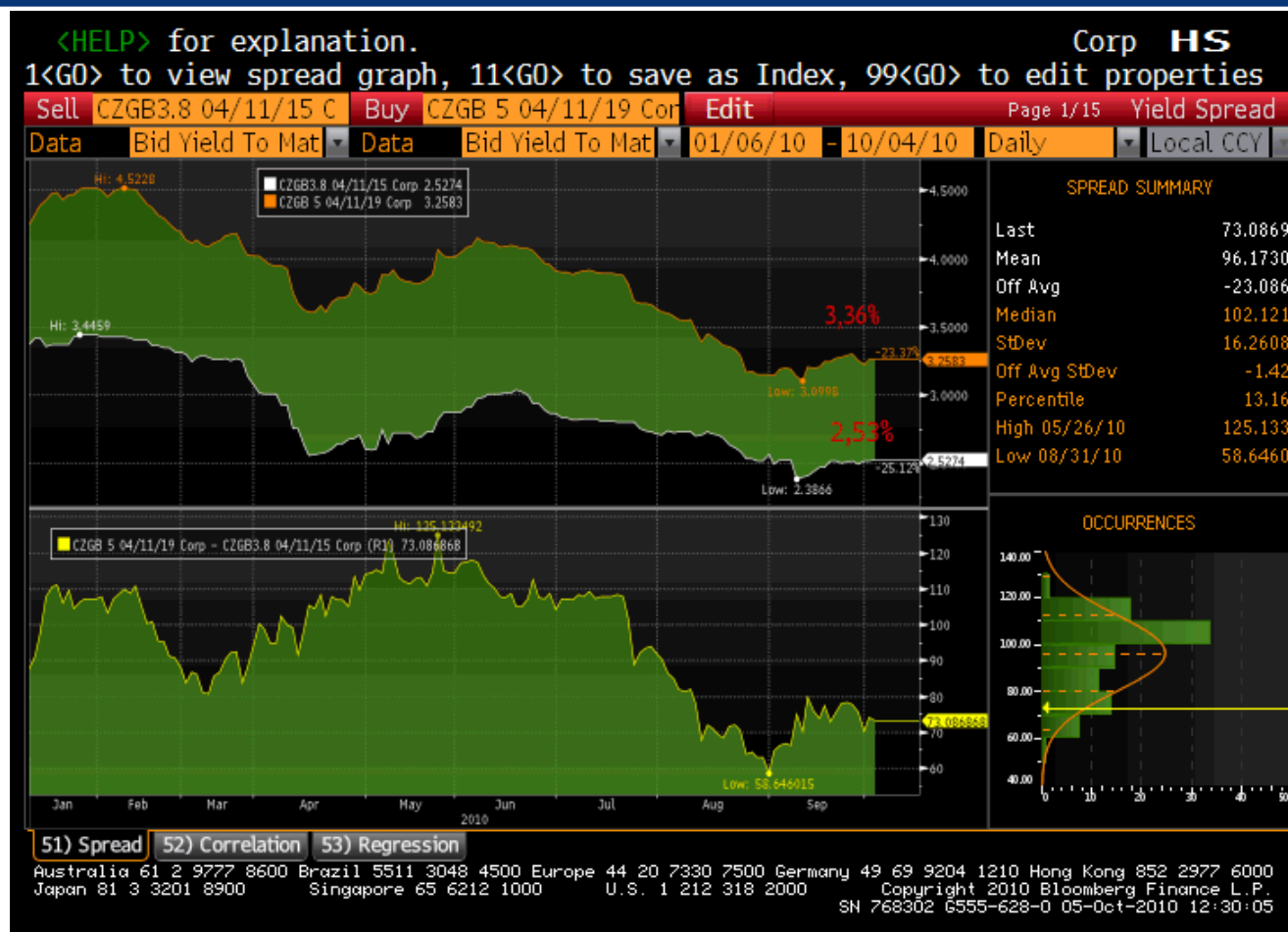
Štěpán Mikolášek, hlavní portfoliomanážer Investiční společnosti ČS

Peněžní trh, dluhopisy

Peněžní a dluhopisový trh

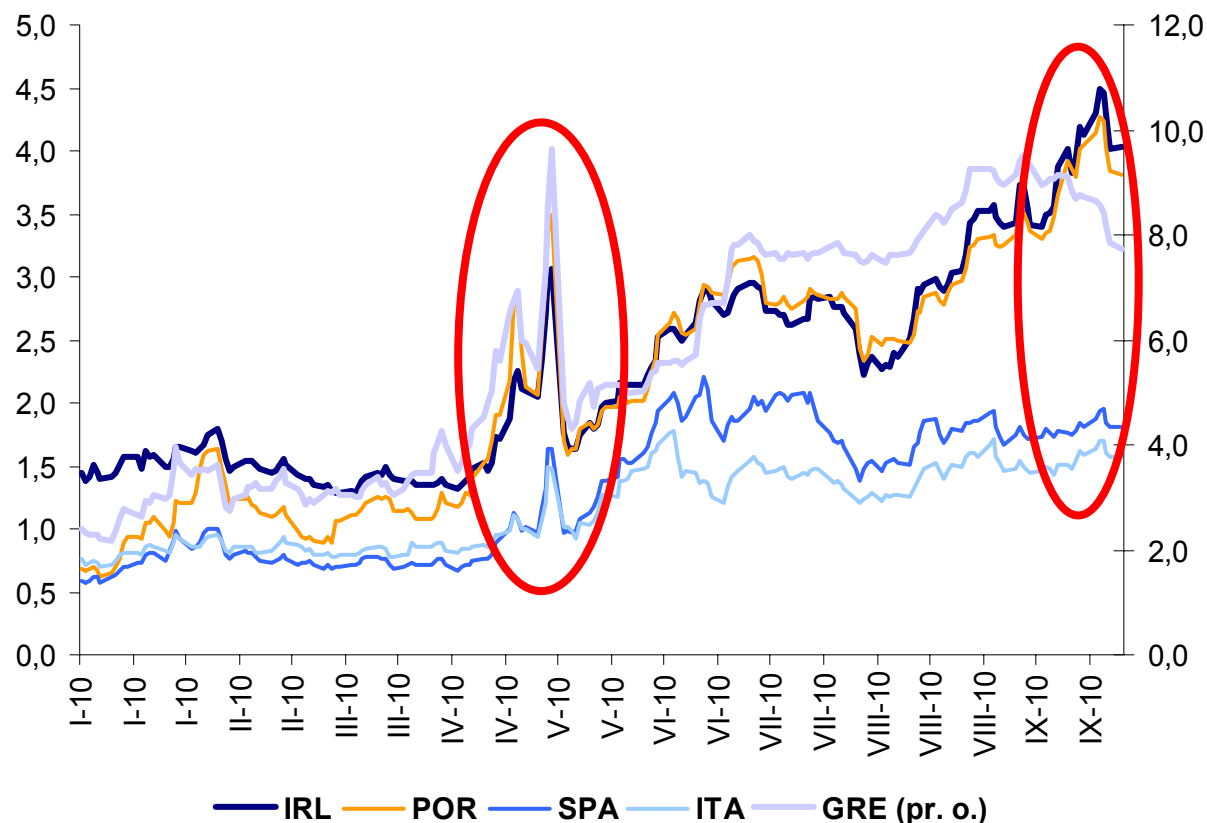
- ✓ **Pravděpodobnost mírného zvýšení základní repo sazby se zvyšuje (1H 2011)**
- ✓ **České dluhopisy zůstávají pod vlivem EMU trhů**
- ✓ **Fiskální konsolidace posiluje fundament – potvrzeno příznivým hodnocením ratingových agentur**
- ✓ **Úspěšná emise na EUR trhu**
- ✓ **Normalizace ekonomické situace povede střednědobě k tlaku na růst výnosů – krátkodobě rizika vyrovnána**

České státní dluhopisy – 2,53% na pět let...



Zdroj: Bloomberg

EMU v dluzích: Prémie nad německé dluhopisy – splatnost 10 let



Irská krize posledních týdnů měla výrazně méně systematický charakter, než „jarní krize“

Řada vlád přišla s konkrétními kroky fiskální konsolidace

ECB operuje na trhu

Zadlužené země EMU stále představují riziko – není prostor pro tlumení externího šoku

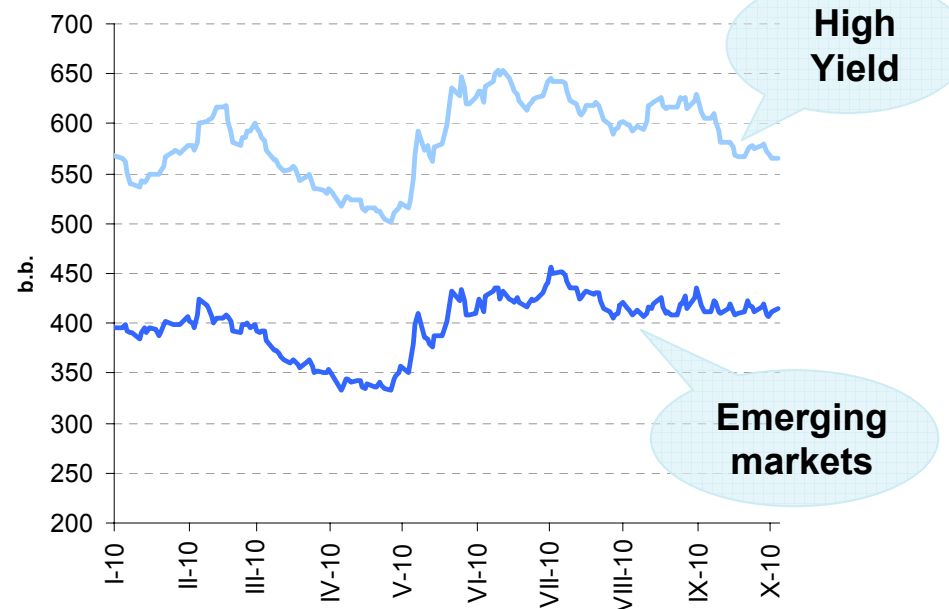
Zdroj: Bloomberg, ISČS

Korporátní dluhopisy stále přinášejí zajímavou prémii

Prémie dluhopisů investičního stupně



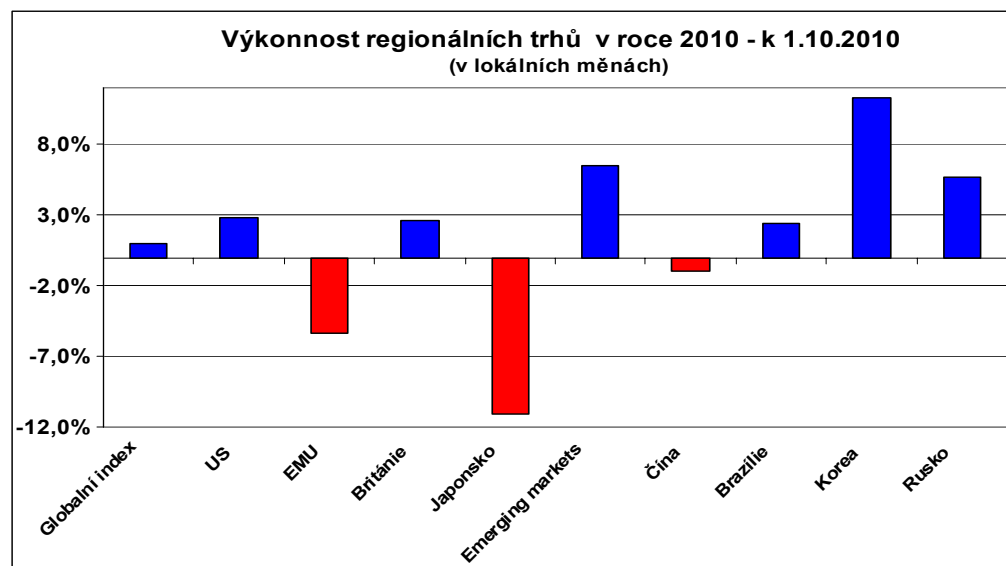
Prémie dluhopisů spekulativního stupně



Zdroj: Bloomberg, indexy BofA Merrill Lynch

Akcie

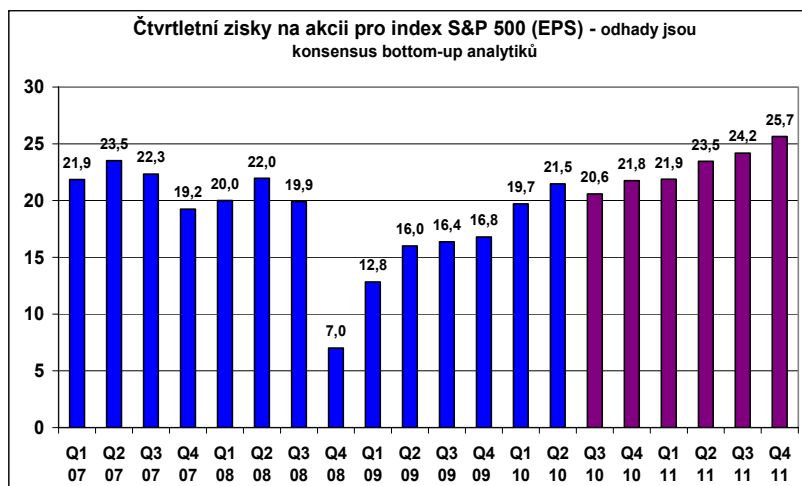
Akcie v roce 2010 – některé burzy v černých číslech



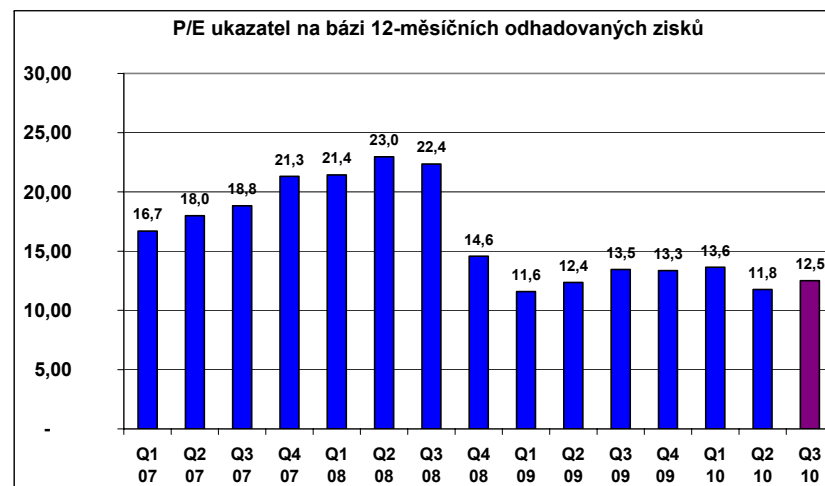
→ **Globální akciový index posílil od začátku roku zhruba o 1 %, se započtením dividendového výnosu je to 3 %**

- ✓ Dařilo se akciím v anglosaském světě (USA, Británie)
- ✓ V rámci eurozóny se dařilo Německu (+3 %) proti např. Španělsku nebo Itálii (-13 %)
- ✓ Emerging markets překonaly vyspělý svět zhruba o 9 %
- ✓ Nejlépe se vedlo burzám v jižní Asii – výkonnost indexu v Thajsku, Indonésii a na Filipínách překročila 30 %

Ziskovost firem (EPS) nahoru, ocenění dolů (P/E)



zdroj: ThomsonReuters, ISČS

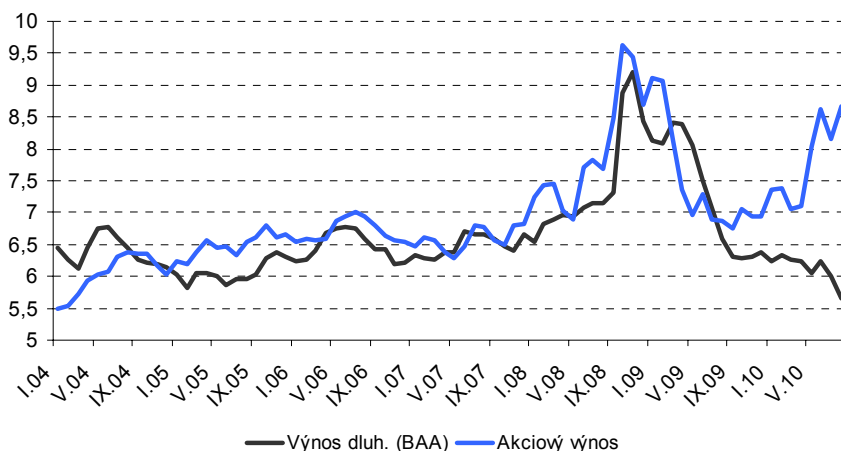


zdroj: ThomsonReuters, ISČS

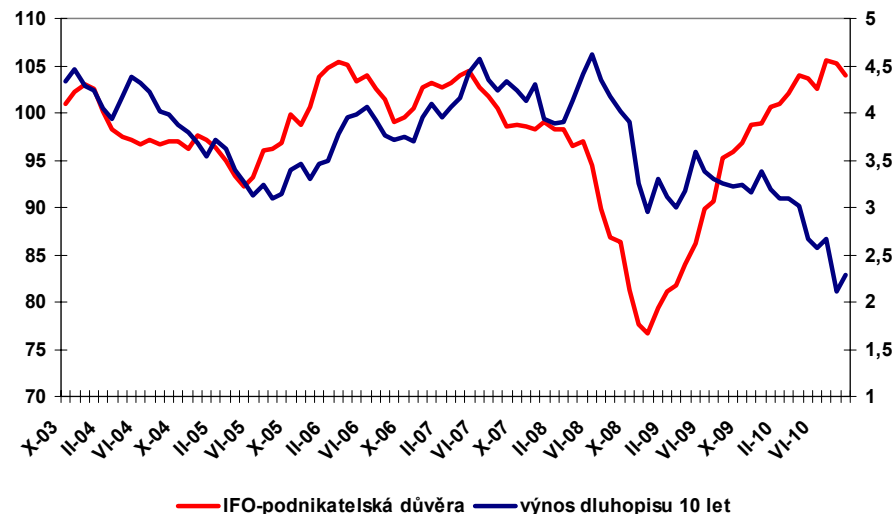
- ✓ Ve 2. čtvrtletí dosáhlo meziroční tempo růstu zisků amerických firem 40 % při 12% růstu tržeb
- ✓ Míra překonání analytických odhadů opět překročila 10 %
- ✓ Podle odhadů analytiků bude EPS na konci roku 2011 na úrovni 95 USD proti předchozí rekordní úrovni 92 USD z Q2 2007
- ✓ Rekordní úroveň indexu S&P 500 v roce 2007 byla 1566 bodů, aktuální úroveň 1146 bodů

Akcie versus dluhopisy

Ziskový výnos z amerických akcií (1/odh P/E) vs. výnos korporátních dluhopisů



Divergence mezi IFO a výnosem 10-tiletého výnosu v Německu

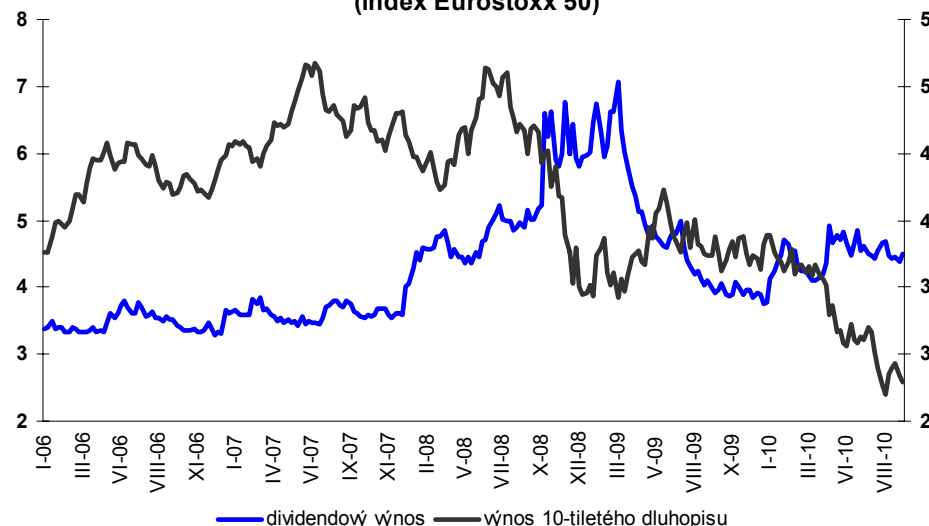


Zdroj: Bloomberg, ISČS

- ✓ Ocenění akcií se rozešlo s výnosy na korporátních dluhopisech... ceny akcií započítaly pokles EPS v příštím roce, což může nastat pouze v případě, že ekonomiky spadnou zpět do recese
- ✓ Výnos korporátních dluhopisů implikuje P/E ve výši 17,5, což je 34 % nad aktuální hodnotou
- ✓ Tato skepse investorů v budoucí zisky je v příkrém rozporu s míněním „insiderů“ (manažerů průmyslových korporací v Německu) – obr. 2

Zpětné odkupy akcií, dividendy, fúze a akvizice – firmy navyšují výnosy akcionářů emisemi dluhopisů

Porovnání dividendového výnosu a výnosu dluhopisů v %
(index Eurostoxx 50)



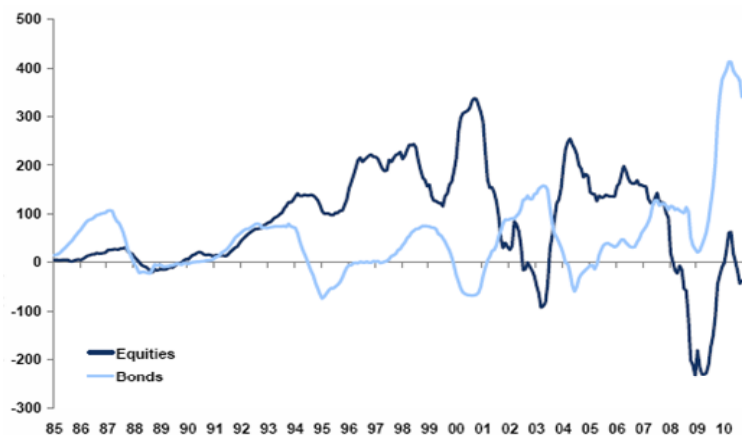
Zdroj: Bloomberg, ISČS

→ Firmy využívají možnost extrémně levných emisí na dluhopisovém trhu – získanými prostředky navyšují dividendy a vykupují vlastní akcie

- ✓ Společnost IBM emitovala v srpnu 3-leté dluhopisy s výnosem 1 % (nejméně v 3 400-členném indexu Barclays pro korporace inv. stupně); získané prostředky použije pro navýšení programu zpětného odkupu akcií (6 % tržní kap.) a o 18 % zvýšila dividendu
- ✓ Podobná situace panuje např. v celém sektoru polovodičů, kde kombinace velmi nízké valuace (10,7x vs 13,6x pro trh), rekordních marží a průměrné úrovni hotovosti ve výši 29 % (!) vede k realokaci kaitálové struktury a distribuci výnosu akcionářům

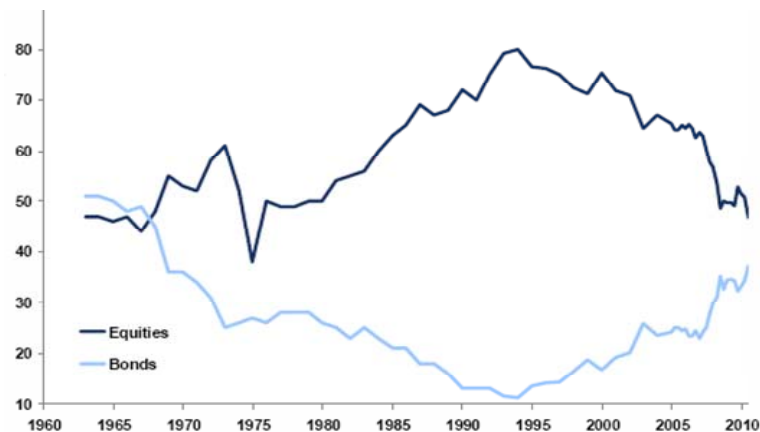
Akcie podinvestovány v portfoliích

Klouzavé 12-měsíční přítoky do amerických podílových fondů (mld USD)



zdroj: ICI, MS research

Alokace aktiv britských penzijních fondů (%)



zdroj: ICI, MS research

- ✓ **Přítoky do dluhopisových fondů v USA jsou dokonce vyšší než do akcií během TMT bubliny v roce 1999 a 2000**
 - 12 měsíců před zářím 2000 nateklo do akcií 340 mld USD, zatímco za stejné období do dubna 2010 si dluhopisové fondy připsaly 410 mld
- ✓ **Nízký podíl akcií v portfoliích institucionálních investorů (pojišťovny, penzijní fondy)**

Výhled pro akcie ve 4. čtvrtletí

Hlavní scénář

- ✓ Akcie – preferovaná třída aktiv pro Q4 2010 navzdory dosud nižší výkonnosti
- ✓ Atraktivní úroveň pro vstup do amerického akciového trhu – firmy se obchodují na 13-násobku svých odh. zisků pro příštích 12 měsíců
- ✓ Odhady analytiků na rok 2011 by měly projít revizí směrem dolů – neg. dopad už je započítán do cen

Investiční témata:

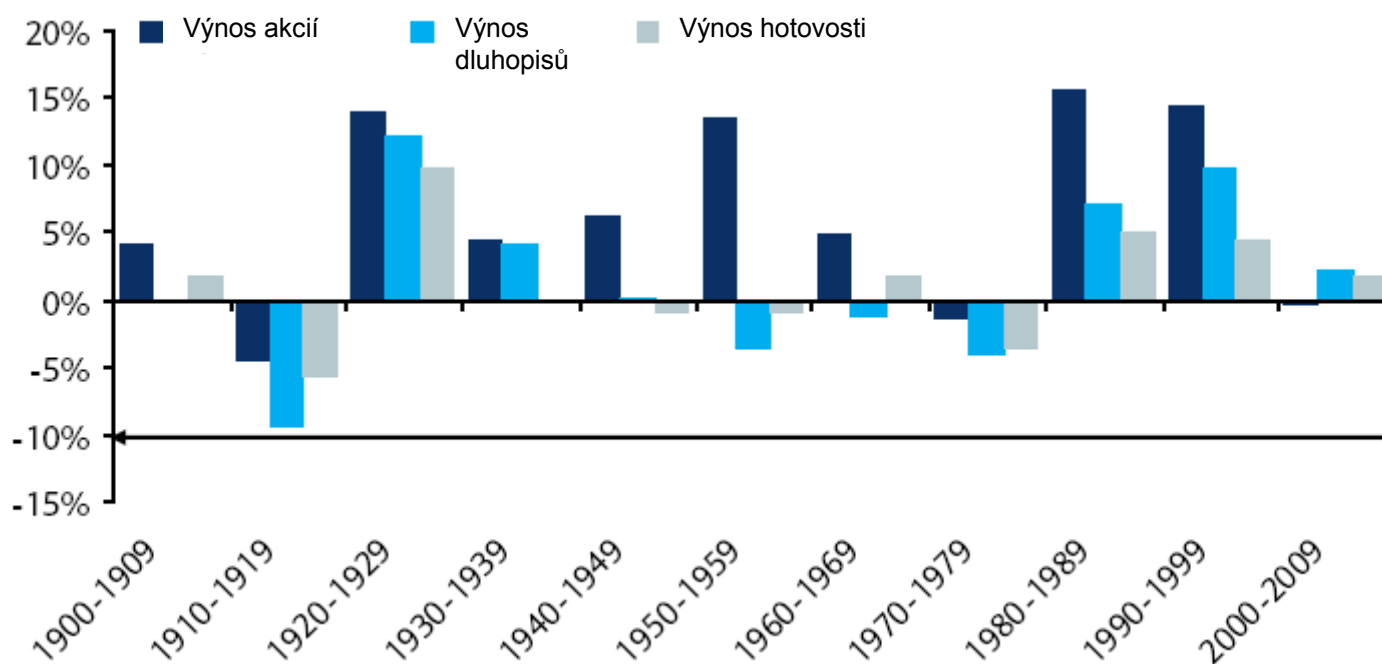
- ✓ Zvýšit betu portfolia před koncem roku - 27 % manažerů akciových portfolií zaostává více než 500 bps za benchmarky – nejvíce od roku 2008
- ✓ Akcie růstových firem obchodované na nízkém P/E s potenciálem zvyšování dividendového výnosu
- ✓ Technologie, materiály
- ✓ Regionální alokace – mírně pozitivní náhled na asijský trh mimo Japonsko; preference evropských akcií (ex-financials) vůči americkým

Rizika

- ✓ Rozehrání dalšího kola krize evropských dluhů a další výrazné oslabení eura
- ✓ Výraznější revize odhadů ziskovosti pro rok 2011
- ✓ Rizika spojená se zpomalením čínské ekonomiky se poněkud snížila

Skladba portfolia

Historické porovnání reálných výnosů



Dosud jediné desetiletí v celé historii, kdy byl reálný výnos akcií překonán reálnými výnosy dalších tříd aktiv – data za britský trh

Zdroj: Barclays Capital, Global Outlook

Aktuální výnosy akcií a dluhopisů

Akcie vs. dluhopisy investičního stupně



Akcie vs. dluhopisy spekulativního stupně



Porovnání „ziskového výnosu akcií“ s reálným výnosem dluhopisů investičního stupně a reálným výnosem spekulativních dluhopisů

Zdroj: Barclays Capital, Global Outlook

Portfolio

- ✓ Rekordně nízké výnosy na státních dluhopisech – není kam klesat...
- ✓ Prožili jsme jednu z nejhorších dekad pro akciové trhy – firmy jsou zdravé a relativně příznivě oceněné...
- ✓ Růstový potenciál se přesunul na mladé trhy...
- ✓ Akcie v portfoliu jsou dnes téměř nutností i pro relativně konzervativní investory – metody řízení tzv. absolutního výnosu dokáží eliminovat rizika na přijatelnou úroveň

Disclaimer

This document serves to provide additional information on mutual funds managed by ISČS, a.s. Basic information on mutual funds managed by ISČS, a.s. are contained in the fund statutes and simplified statutes. Fund statutes comply to the Czech Republic legal provisions approved by the Czech national bank in their capacity as regulator and their latest versions are available free of charge at the offices of ISČS, a.s. or on its website www.iscs.cz. The analyses and conclusions published in this material are of a general nature and do not take into account personal requirements of investors in terms of income, fiscal situation and attitude to risk. This is not a personal investment recommendation or investment advice. When return on capital is mentioned in any way it should be noted that past performance is not a reliable indicator of future performance and that each investment includes the risk of fluctuation of the fund price and exchange rates and the return of the originally invested amount is not guaranteed in any case. ISČS, a.s. is subject to supervision of the Czech national bank. ISČS, a.s. does not hold more than 5% share neither in any issuer of securities held by mutual funds it manages nor in any other corporate body.