



Léto jako na horské dráze



Končící léto připomínalo na finančních trzích jízdu na horské dráze. Ta vždy začíná prudkým stoupáním, aby potom za křiku posádky padala zpět dolů. Trajektorie hlavních světových indexů tomu odpovídají. Po červencovém růstu způsobeném

hlavně příznivými makroekonomickými daty i výsledky hospodaření zejména amerických společností jsme si užili sešup níže. Ten však naštěstí netrval příliš dlouho – od počátku září už nám akcie zase pěkně rostou. Za hlavní důvody

srpnového poklesu lze označit hrozbu vojenského zásahu v Sýrii a nejistotu ohledně počátku omezování extrémně uvolněné měnové politiky americkou centrální bankou (Fed). Zdá se, že příznivý zářijový trend bude zatím pokračovat. Na síle mu dodalo středeční rozhodnutí Fedu pokračovat v podpůrných injekcích finančnímu systému v podobě nákupů státních dluhopisů v nezměněném objemu. Zahájení omezování této podpory se tedy odkládá spíše na konec roku, což je krátkodobě dobrá zpráva pro ceny akcií.

David Kufa,
privátní a institucionální klientela

Okénko Petra Zahradníka, hlavního ekonoma Conseq Investment Management a člena NERV (Národní ekonomické rady vlády)

Pozvolné dávky naděje a optimismu

Podle údajů, jež přinesly končící prázdniny a nastupující babí léto, by se snad mohlo zdát, že série příznivých zpráv o vývoji české ekonomiky je už konečně tady. Tento toužebný výrok však zatím vyslovujeme velmi opatrně. Oproti časům přesvědčivé prosperity, na něž jsme již stačili zapomenout, je ona naděje stále značně křehká a nejistá. Budme rádi, že vůbec je a že rovněž nálada se začíná maličko vylepšovat. Ukazatel vývoje HDP ve druhém čtvrtletí sice potvrdil trvajících meziroční propad, ale v pohledu mezikvartální dynamiky odhalil jednu z největších růstových měr v EU (což však bohužel není dnes světové měřítko). Nad vodou naši ekonomiku stále drží takřka výlučně zahraniční obchod, jehož

přebytek se zvyšuje, avšak dynamika vývozu je mírná a dovoz díky stále slabé domácí poptávce fakticky stagnuje. Pozvolna se nad onu hladinu vynořuje i spotřeba domácností, byť opět spíše tempem, znamenajícím pouze mírně rozpohybovanou stagnaci – naštěstí v tom žádoucím směru. Opatrný optimismus s pověstným stéblem záchrany lze pozorovat i v případě mzdového vývoje, kdy dobrou zprávou je již to, že alespoň neklesá nominální mzda (což bohužel dosud neplatí o té reálné). Příjemné překvapení bylo k vidění v případě průmyslu – zejména nárůst nových zakázek průmyslových podniků vyhlíží impesivně, stejně jako překonání propadu v případě stavebnictví (jen musí být tento trend potvrzen

v dalším období). Inflace i nadále zůstává bezproblémovou; i ona je odrazem slabé poptávky a nízké ekonomické aktivity. Velmi rozporuplná je nezaměstnanost, jež zatím nemohla reagovat na pozvolna se proměňující růstové klima; varovný je především nárůst míry nezaměstnanosti za poslední rok – oproti předchozím měsícům letoška tato spíše stagnuje. Jak v tomto kontextu vnímat vhodnost makroekonomického prostředí pro finanční investice? I ono se nepatrně vylepšuje především reálnou šancí pozvolného zvyšování čistého disponibilního důchodu, z něhož budou financovány. S blížícím se podzimem a stále zřetelnějším ranním chladem se naopak prostředí pro investice pozvolna otepluje.

Editorial



Září v černém, říjen v rudém?

Letošní „okurková“ sezóna nebyla nic moc. Koncem srpna nabyl účinnosti nový investiční zákon - modla, ke které jsme se dlouho upínali a doufali, že ještě více přiblíží investiční legislativu civilizovanému světu. Jak už to u nás občas bývá, radost z rozumného zákona trochu kalí prováděcí předpisy, jakoby šité horkou jehlou, a nesmyslný povyk ohledně zdanění investičních fondů. Nový návrh zdanění byl označen jako další „tunel“ do kapsy předčasnými volbami vystresovaného daňového poplatníka.

Teď jsme však v září. To nebývá na finančních trzích tak okurkový měsíc. Ale třeba pro americké akcie je to na základě výsledků od roku 1929 v průměru vůbec nejhorší měsíc v roce. Zatímco průměr jejich meziměsíčních nárůstů je okolo +0,6 %, v září udělají více než 1% sekeru. Výjimky však potvrzují pravidlo a letošní září zatím vůbec neúspěšné není.

Nechci to však zakřiknout... Tak či tak, říjen už by statisticky měl být v černých. I když ten letošní...?:-)

Lukáš Vácha,
obchodní ředitel,
Conseq Investment
Management

Zdanění investičních fondů: Když méně znamená více

CONSEQUENCE



Nový Zákon o investičních společnostech a investičních fondech spolu s konkurenceschopným daňovým režimem mohou zvýšit zájem o zakládání fondů v ČR a přilákat i zahraniční investory a fondy.

Již schválený legislativní rámec totiž mimo jiné usnadní i vznik nových typů fondů, které zatím u nás vzniknout nemohly. Fondy podléhají ve většině jurisdikcí nižšímu zdanění než standardní obchodní společnosti, protože jsou pouze slupkou pro investice většinou již jednou zdaněné. Stát by v takovém případě od každého fondu sice získal relativně malý daňový výnos, ale celkově by vydělal více. Právě kvů-

li většímu zájmu, nejen přímo na daních z výnosů fondů, ale i zprostředkovaně díky zdanění subjektů, které vykonávají obhospodařování a administraci fondů a poskytují jim další služby. Konkurenceschopný systém zdanění fondů a hlavně kvalitní a celkově stabilní legislativa by se tak mohly stát jedním z klíčů ke zvýšení konkurenceschopnosti ČR a nezanedbatelnou podporou jejího ekonomického růstu.

Vyšší daně pro fondy by byly nejen nespravedlivé, ale způsobily by odchod investorů do jiných zemí, včetně některých států EU, jako jsou Malta či Lucembursko, které dnes již platí za fondové velmoci a služ-

by poskytované investičním fondům významně přispívají k jejich HDP. Tyto peníze totiž mají díky celoevropské regulaci a svobodě pohybu kapitálu „rychlé nožičky“ a přesun fondu jinam je pouze nepříliš složitý administrativní krok. Investorům je v podstatě jedno, jestli jim jejich peníze spravuje český nebo zahraniční subjekt.

Jediný kdo by zaplakal, by byl český daňový poplatník. Stát by ve finále vybral na daních podstatně méně a řada kvalifikovaných českých zaměstnanců by přišla o práci.

Lukáš Vácha,
obchodní ředitel

Očekávání vývoje kurzu koruny proti euru a dolaru pro zbytek roku 2013

Koruna by podle mého názoru mohla v brzké době ukončit oslabování a začít vůči euru posilovat. Spouštěcím mechanismem by mělo být námi očekávané ekonomické oživení, tažené zejména silící exportní výkonností, a z části též domácí investiční poptávkou. Příznivý vývoj zahraničního obchodu, respektive salda běžného účtu platební bilance, což je jeden z klíčových makroekonomických fundamentů pro měnový kurz, by přitom měl přetrvávat i do roku 2014. Opačný směr vývoje, tedy směrem ke slabší koruně, však očekáváme současně proti americkému dolaru. Zde by měl být vývoj v dalších měsících tažen zejména odhadovaným všeobecným posilováním

USD, zejména proti euru. A to hned z několika důvodů. Na prvním místě je to aktuálně se prohlubující rozdíl v tempu ekonomického růstu. Zatímco eurozóna se horko těžko dostává z mírné recese, americká ekonomika má v druhém pololetí a příštím roce našlápnuto k minimálně tříprocentnímu růstu. Z toho vyplývá další rozdíl – totiž odlišné směřování měnových politik centrálních bank. Zatímco americký Fed začne v nejbližší době omezovat měnovou expanzi, ECB se k jakémukoliv utažení měnových podmínek v dohledné době nechystá, naopak je reálně ještě další snížení úrokových sazeb či použití jiného z nástrojů centrální banky ke stimulaci

růstu měnové báze (množství peněz v oběhu). Třetím faktorem je postupné snižování schodku zahraničního obchodu Spojených států díky probíhající renesanci amerického průmyslu a boomu produkce břidličného plynu a ropy. V neposlední řadě by pak podporou pro dolar měl být startující obrat nepříznivé fiskální trajektorie USA z posledních pěti let (od hypoteční krize v roce 2008). Ke snižování rozpočtových schodků mají totiž Spojené státy o poznání lepší strukturální a ekonomické podmínky než země eurozóny.

Ondřej Matuška
Portfolio manažer

Zprávy z ekonomiky

- Fed pokračuje v dosavadní stimulaci**
 Americká centrální banka (Fed) překvapivě nechala v platnosti dosavadní opatření na podporu ekonomiky.
- Akcie v EU po kroku Fedu prudce rostou**
 Evropské akcie v úvodu včerejšího obchodování zaměřily prudce vzhůru a hlavní burzovní indexy útočily na dlouhodobé rekordy. Investoři tak reagují na střednědobý krok Fedu, který se rozhodl pokračovat v dosavadní extrémně uvolněné měnové politice.

- Pražská burza mírně posílila**
 Pražská burza následovala hlavní trhy a posílila. Výrazně však padají cenné papíry těžařské firmy NWR, poté co vláda oznámila, že nebude platit žádné dluhy OKD či firmu OKD nebo Důl Paskov kupovat.

Slovníček investora

Rally
 Rally je velmi silná růstová fáze na finančních trzích. Je způsobena velkým množstvím peněz vstupujícím na trh, čímž se zvyšují ceny. Délka nebo velikost rally závisí na množství kupujících a velikosti prodejního tlaku. Například jestliže je velké množství kupujících, ale málo investorů, kteří chtějí prodat, je pravděpodobné, že bude velká rally. Pokud je však podobné množství kupujících i prodávajících, je pravděpodobné, že rally bude krátká a pohyb ceny menší.

18. 9. 2013

	Hodnota	Změna	
		dvouměsíční	meziroční
Index PX – české akcie	975.47	9.40%	0.88%
MSCI World – světové akcie	1561.53	3.34%	16.78%
EFFAS Czech – české dluhopisy	220.46	-0.96%	2.80%
Ropa Brent	110.60	1.75%	-1.28%

Index VIX*	18/9/13	18/7/13	18/9/12
*očekávaná kolísavost cen amerických akcií	13.59	13.77	14.18