



AKTUÁLNÍ ČÍSLO PŘINÁŠÍ:

Jak vidíme svět?

- Investujeme nadále opatrně, dokud nebudou z ekonomiky přicházet přesvědčivější zprávy
- Využíváme korekci k nákupům akcií
- Strach z prvního zvýšení úrokové sazby ve Spojených státech je přehnaný

Co děláme v portfoliích?

- Rychlá korekce nás vedla k navýšení akciové složky dynamičtějším portfolií

„Načasování devalvace čínského jüanu bylo velmi překvapivé a komunikace Pekingů nešikovná.“

Minulý měsíc klesly ceny ropy přibližně o 15 %. Nemá to na kupní sílu západního spotřebitele pozitivnější dopad, než jaký má exportní dopad devalvace čínské měny o pouhých 4 %? Akcie reagovaly na tuto zprávu nepřiměřeně negativně. Paradoxně, čínská centrální banka má zřejmě větší vliv na úrokovou sazbu v eurozóně než permanentní stimulační nákupy Evropské centrální banky (ECB). Překvapivá devalvace čínského jüanu vyvolala obavy ohledně čínského růstu, které však nejsou žádnou novinkou. Čínská vláda může i nadále čerpat z celého spektra opatření zaměřených na stimulaci domácí ekonomiky.

Čínská devalvace přitáhla pozornost celého světa

Podpůrné nákupy ECB již delší dobu tlačí na tržní úrokové sazby. V uplynulých týdnech však měla čínská centrální banka na evropské úroky větší vliv než ECB. Ekonomické zprávy z Číny poukazují na slabý ekonomický růst, proto není divu, že vláda neponechává nic náhodě, aby se snažila růst všemožně podpořit. Využila zatím těchto opatření:

- pětinašobné snížení úrokových sazeb během sedmi měsíců,
- opětovné snižování míry povinných minimálních rezerv,
- podpůrné nákupy na akciových trzích,
- překvapivá devalvace jüanu o 3,6 % (viz graf na další straně).

Načasování devalvace bylo velmi překvapivé a komunikace Pekingů byla mírně řečeno nešikovná. Po „jednorázové úpravě“ kurzu totiž následovala kurzová úprava druhá a třetí. Tržní hráči se zalekli nejistoty, hromadně uzavírali akciové pozice a povětšinou realizovali zisky. Index S&P 500 poklesl o 11 % od svého vrcholu 21. května. Taková korekce nastává zpravidla každých devět měsíců. K té předchozí došlo v období 18. září – 15. října 2014.

Evropská centrální banka vytáhla rozbušku z řeckého sudu se střelným prachem

Oficiálním vysvětlením zahájení podpůrných nákupů ECB na jaře 2015 byla snaha zabránit negativní inflaci (deflaci) v eurozóně. S opatřením ale přišla právě ve chvíli, kdy strach z deflace takřka pominul. Ve skutečnosti chtěla ECB zabránit „vykolejení“ dluhopisových trhů při konfrontaci řecké vlády s Trojkou. ECB se snaží předejít tomu, aby se řecká krize dotkla důvěry investorů v jiných (slabších) členských státech EU a nebezpečně narostly rozdíly mezi úrokovými sazbami v eurozóně. Politika ECB dala evropským politikům šanci najít východisko díky zažehnutí nebezpečí řecké nárady.

Výměnou za finanční podporu souhlasila řecká vláda s balíčkem přísných úsporných opatření, reforem a privatizací. Riziko, že Řecko opustí eurozónu, ale zcela nevymizelo, o dalším osudu země rozhodnou voliči v předčasných volbách plánovaných na 20. září 2015. Na základě posledních událostí však docházíme k závěru, že finanční trhy již řecká krize neovlivňuje, byť řecké téma se bude v budoucnu vracet jako bumerang.

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Základní makroekonomické ukazatele ČR:

	Období	Údaj	Poslední změna
Inflace	07/2015	-0,10 %	-0,20 %
HDP	2Q/2015	4,40 %	0,40 %
Nezaměstnanost	07/2015	6,30 %	0,10 %
Základní sazba ČNB	08/2015	0,05 %	0,00 %

Přinášíme vám exkluzivní pohled našich investičních expertů a analytiků z ČSOB a KBC na aktuální dění na trzích. Nenechte si ujít sloupek investičního стратега ČSOB Asset Management Aleše Prandstettera.

16. září může být pro Fed dnem D pro zvýšení úrokové sazby

Šest let ekonomického oživení přivedlo Spojené státy do jednoznačné fáze hospodářské konjunktury. V současné době se čeká na první zvýšení úrokové sazby, ke kterému by mohlo dojít již na prvním následujícím zasedání, které se uskuteční 16. a 17. září. Hrozba měnové války z Asie ale může americkou centrální banku (Fed) přimět k tomu, aby přece jen ještě vyčkala a úrokovou sazbu zvýšila až v prosinci.

V letošním – již šestém – roce expanze:

- se daří skvěle pracovnímu trhu,
- klesla nezaměstnanost na úroveň takzvané „plné zaměstnanosti“,
- hrozí návrat růstu inflace, byť ta je stále limitována poklesem cen ropy.

V minulých tiskových zprávách označoval Fed tyto podmínky za nutné pro zahájení cyklu zvyšování úrokových sazeb. Nyní jsou splněny.

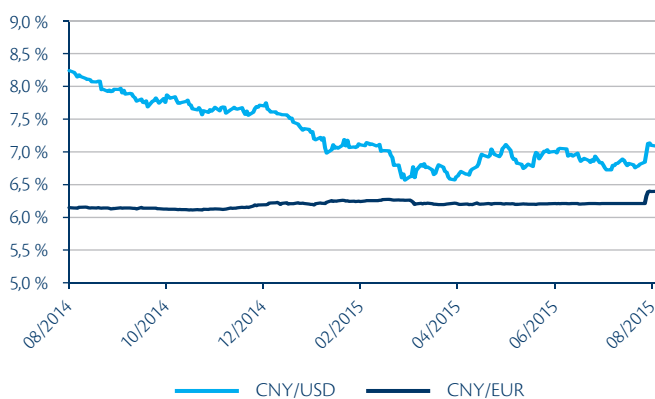
Růst zisků evropských firem směle překonává Ameriku

Ve Spojených státech zůstávají firemní zisky i nadále překvapivě vysoké, o růstu však již hovořit nelze. Celkový obraz kazí výrazný pokles zisků ropných společností. Jiná situace je v eurozóně. Dvojciferný růst zisků v Evropě nyní převyšuje tempo růstu ve Spojených státech. Uvedený obrázek byl viditelný již na začátku roku, ale nyní po zveřejněném hospodaření za prvních šest měsíců máme v růst ziskovosti v Evropě mnohem větší důvěru.

Akcie jsou po korekci levnější

Vývoj kurzu akcií dlouho předbíhal růst korporátních zisků. Tím se zvyšoval poměr ceny k očekávaným ziskům na akcii až lehce nad dlouhodobý průměr. Po poslední korekci, kterou spustily obavy ohledně kondice čínské ekonomiky, jsou však akcie opět atraktivnější. Ekonomické zprávy zatím nejsou zcela přesvědčivé, eurozóna se však definitivně vypořádala s recesí, přestože růst zůstává pomalý. Hlavní roli hraje německý spotřebitel. Ve Spojených státech ekonomika roste nadále rychleji než v Evropě. Naproti tomu rozvíjející se trhy, v čele s Čínou, přinášejí zklamání.

Devalvace čínské měny není až tak výrazná



Zdroj: KBC Asset Management

Naše reakce po propadu cen akcií

Akciová korekce byla jednou z podmínek pro opětovné nadvážení akcií v portfoliu. Investoři se nechali vyděsit slabým růstem v Číně a světové trhy v reakci na to ostře padaly. Akciovou část portfolia proto opět doporučujeme nadvážít. Firemní zisky dosahují vysokých úrovní: v USA padají dřívější ziskové rekordy, zatímco v Evropě rostou sice z výrazně nižších úrovní, ale dokonce dvojciferným tempem. Navíc díky atraktivnímu dividendovému výnosu nabízejí akcie i přes svou rizikovost lepší ochranu proti inflaci než dluhopisy se svými extrémně nízkými výnosy. Nepřehlížíme rizika – zůstáváme opatrnější, dokud nebudou přicházet přesvědčivější ekonomické zprávy.

Vyhýbáme se dluhopisům kvůli nedostatku zajímavých investičních příležitostí. Držet v portfoliu dluhopisy s dlouhou dobou splatnosti je nebezpečné. Růst tržních úrokových sazeb znamená pro investora riziko ztrát. Při hledání výnosu je nutné akceptovat určité měnové riziko.

Rizikově averzní investoři mohou využít ochranných struktur, jako jsou investice s částečnou kapitálovou ochranou typu Portfolio Pro nebo některé typy strukturovaných fondů. Alternativu představují investice do nemovitostí. V očekávání lepších ekonomických zpráv i nadále „parkujeme“ část portfolia do hotovosti a jsme připraveni k případné reakci.

Řecko je za námi, ať žije Čína! Takto bychom asi mohli parafrázovat dnes známý výrok. A člověk, aby se pořádkem z něčeho stresoval. Zvláště pokud je ten člověk investorem. Nebo je to jinak?

Pravdou je, že zatímco Řecko je z hlediska světové ekonomiky nepodstatné, čínská těžká váha má neopomenutelný vliv. Ale je skutečně problém, pokud čínská ekonomika bude růst namísto 7 % třeba jen 6 nebo posleze i méně? Není. Jádru pudla je jinde. Nikdo totiž neví, co se ve skutečnosti v Číně děje a nakolik se to dotkne tržeb a zisků globálních firem. Doteď byli investoři přesvědčeni, že tamní komunistická vláda bude schopna jakékoli problémy vyřešit. Poslední vývoj je však v tomto přesvědčení znejistěl. A právě toto znejistění způsobilo tak razantní vývoj na trzích.

Na druhou stranu Čína, zvláště při vědomí její velikosti, nemůže neustále růst 7 %. To by za chvíli pohltila celý svět. A nezapomeňme, že politika jednoho dítěte, dlouhodobě aplikovaná v této zemi, prostě časem musí mít dopady i na růst ekonomiky. Demografie je jedním z dlouhodobě řídicích faktorů celkového růstu hospodářství.

Ani ryze matematicky není problém v nižším růstu Číny. 7 % z menšího koláče je prostě absolutně méně než 7 % z většího koláče. A čínský koláč nám pěkně povyroste, takže i třeba dvacetina z něj je nyní absolutně větší, než bývala čtrnáctina.

Toto pondělí (24. 8. 2015) jsme viděli, co takové znejistění v kombinaci s nižší likviditou na trzích v praxi dokáže způsobit. Počítačové algoritmy chrlily prodejní příkazy a trhy se, zejména v prvních minutách amerického obchodování, v zásadě zhroutily. Proběhla typická ukázka prodejní spirály. A na trhu se objevily vsuktku zajímavé ceny! Vysoce kvalitní společnosti jako třeba Pfizer či General Electric se začaly obchodovat i s více než 10% slevami!

Je fakt, že rizika existují. Kromě čínského škobrtání se na obzoru vynořuje zvyšování úrokových sazeb v USA. S rezignací bývalého řeckého premiéra Tsiprase nás také čekají nové volby v Řecku. Maličkosti v podobě neuspořádané předvolební situace v Turecku, táhlého konfliktu na Ukrajině, vlny imigrantů v Evropě a stále činného hnutí Islámský stát jen dotvářejí souhrn negativ, která v myslích hlavních strategiů momentálně převažují.

Situace však není zdaleka temná. Oživení v USA stojí na poměrně pevných základech. Evropa, ačkoli se zadržává, také roste. Nízké ceny komodit, zejména pak ropy, by měly být pro světové hospodářství podporou, která sice pozvolna, ale jistě přispěje k růstu a zneutralizuje negativní vliv čínské zpomalení. Centrální banky jsou ostražitě a v případě rozšíření hrozeb budou schopny přijmout další opatření.

Akcie ani po poslední korekci nelze považovat za vyložené levné. Nicméně z hlediska výnosu v zásadě nemají alternativu. Ceny nejsou přestřelené a v odpovídajícím investičním horizontu by měly přinést očekávaný výnos. Ostříleného investora pohyby trhů nepřekvapí, ti odvážnější slevu využijí k nákupům.

Aleš Prandstetter, investiční stratég ČSOB Asset Management



Základní pohled na portfolia se oproti předchozímu měsíci zásadně nezměnil, reagovali jsme však na turbulentní srpnový vývoj na finančních trzích. Nenechte si ujít nový komentář portfolio manažera Jana Bureše, který popisuje reakce na aktuální dění na trzích.

Co děláme v rámci portfolia?

Krátkodobé akcenty

Akcie v eurozóně

Korekce napříč trhy nezměnila náš pozitivní náhled na evropské akcie. Ve všech zemích EMU lze pozorovat výrazné posílení důvěry spotřebitelů a opětovný růst maloobchodních prodejů. Masivní kvantitativní uvolňování (prostřednictvím nákupů vládních dluhopisů a jiných typů cenných papírů) ze strany ECB v kombinaci se slabším eurem, stále nižšími cenami energií a snížením míry úspor dodává ekonomikám eurozóny opět kyslík. Rovněž se rozbíhá úvěrová aktivita, která by měla dále podpořit ekonomické oživení regionu. Kombinace těchto faktorů vede k růstu firemních zisků, o čemž jsme se přesvědčili i v pololetní výsledkové sezóně. Předstihové indikátory zůstávají nadále na velmi dobrých úrovních.

Střední Evropa

Středoevropské akcie jsou levnější, než je průměr akcií v eurozóně, nabízejí navíc vyšší dividendy a pochopitelně celý region těží ze vzájemné ekonomické provázanosti. Očekávaný růst zisků se díky pozitivnímu vývoji v uplynulých měsících zvýšil až na dvouciferné úrovni. HDP středoevropských zemí v prvním pololetí letošního roku překonal ve většině případů očekávání i ekonomický růst zemí v ostatních částech Evropy.

Japonské akcie

Slabý japonský jen podporuje ziskovost velkých japonských firem zaměřených na export. Spekuluje se, že japonské podniky chtějí využít slabé měny a své aktivity přesunout více na domácí trh. Tamní centrální banka navíc v rámci svého programu kvantitativního uvolňování masivně nakupuje místní akcie, stejně jako je nakupují penzijní fondy, což podporuje růst na akciovém trhu. Domácí ekonomika ožívuje a exportní odvětví prosperují, trh navíc považujeme za relativně levnější ocenění. Dochází k revizím korporátních zisků směrem nahoru a také ostatní indikátory se lepší, ačkoliv nejsou každý měsíc stejně přesvědčivé.

Cyklický spotřební sektor

Jak v USA, tak v Evropě a dokonce i v Číně a v Japonsku táhne ekonomický růst spotřeba. Cyklický spotřební sektor toho využívá ve srovnání s ostatními sektory více. Domácnosti zaznamenávají výrazný růst své kupní síly a majetku a spotřebitel obchodníkům radostně otevírá svou peněženku.

Cyklický spotřební sektor zahrnuje výroby a služby, jejichž nákup lze v dobách recese snadno odložit. Ze současné fáze hospodářského cyklu tak profituje nejvíce. Sektor je s poměrem ceny k očekávaným ziskům 12,8 levnější než index MSCI Europe (14,9).

Americký dolar

Na dolaru proběhly v srpnu velké turbulence a měna silně oslabil vůči euru, eliminovala se tak podstatná část letošního růstu. I nadále si však vůči dolaru zachováváme pozitivní postoj, nadále zůstává měnou se zajímavým potenciálem. Hospodářský růst v USA by měl být, i přes slabší první čtvrtletí, dlouhodobě vyšší a trvalejší než v eurozóně. Atraktivitu amerického dolaru dále podporuje stále se zvětšující rozdíl v měnové politice mezi eurozónou a USA. Evropská centrální banka svou politikou oslabuje euro, zatímco dolar od ukončení kvantitativního uvolňování v USA posiluje a navíc se FED připravuje na první zvýšení sazeb, i když samotné časování je nyní intenzivněji zpochybňováno. Dolar navíc obecně poskytuje dobré krytí proti závanům eurokrize.

Střednědobá témata

Akcie s vysokými dividendami a zpětnými odkupy

Akcie firem s atraktivní dividendou poskytují stabilnější výnos oproti ostatním a jsou také méně citlivé na vývoj na trhu. Firmy s přebytkem hotovosti mohou volně peníze využít jen omezeně: investovat do dlouhodobých aktiv, realizovat akvizice nebo využít zpětného odkupu vlastních akcií. Mohou také snižovat míru zadlužení nebo hotovost vyplácet jako dividendu akcionářům. Ve všech případech jde o pozitivní signály pro akcionáře.

Dluhopisy s vysokými výnosy

Hledání výnosů nás přivádí do zemí a k měnám, které přinášejí o něco vyšší úroky. Čím vyšší jsou pravidelné kupónové platby, tím méně je dluhopis citlivý na růst úrokových sazeb. Zaměřujeme se na kvalitní emitenty z vyspělých a rozvíjejících se zemí. Investujeme také v měnách, které považujeme za podhodnocené s cílem dosažení dalších zisků na kurzových rozdílech.

Nemovitosti

Nemovitosti zlepšují diverzifikaci rizik v portfoliu a často nabízejí vysoký a bezpečný výnos. Sektor je oblíbený zejména u investorů do dluhopisů, kterým se tak při hledání výnosů otevírají nové možnosti. Zahrnutím nemovitostí do portfolia rostou očekávané výnosy, zatímco riziko zůstává relativně omezené.

V uplynulém měsíci prošly trhy rizikových aktiv velmi výraznou korekcí spojenou s nárůstem volatilit, a to kvůli rostoucím obavám ze zpomalení čínského růstu a jeho dopadu na globální ekonomiku. Zasažené byly hlavně akciové trhy. Americké i evropské akcie shodně odepaly kolem 10 %, rozvíjející trhy propadly v průměru o 13 %. Předzvěsti srpnové korekce západních akciových trhů byl červnový propad čínského akciového trhu, spojený následně s horšími reportovanými hospodářskými výsledky čínské ekonomiky. Navzdory příznivé hospodářské situaci Spojených států i Evropy nás obavy spojené s čínským trhem vedly k vyšší obezřetnosti. Akciovou složku v portfoliích jsme tak záměrně nenavýšovali ani v červenci, i když trhy tou dobou z části korigovaly své červnové ztráty. Akciová pozice tak byla v portfoliích udržována na neutrální, případně lehce podvážené úrovni, a to ještě před zahájením výprodejů.

Smíšené fondy s ochranou (fondy typu Portfolio Pro) byly výprodeji zasaženy méně, neboť tyto fondy snižovaly aktivně podíl akciové složky průběžně již od března/dubna letošního roku. K mírnému zvýšení jejich akciové části došlo v červenci, kdy stabilizace řecké ekonomiky výrazně přispěla k poklesu tržní volatilit. Přesto zůstává ale podíl akciové složky těchto fondů udržován hluboko pod jejich maximy – zhruba na 1/2 těchto dřívějších pozic.

Naše přesvědčení omezovat v portfoliích nákupy zajištěných strukturovaných produktů (s předem danou splatností) nadále platí, neboť věříme, že jejich růstový potenciál je s ohledem na vyšší duraci jejich aktiv ve spojení s předpokladem růstu úroků nižší než u fondů typu Portfolio Pro.

Nárůst rizik přispěl také i k růstu rizikových marží u podnikových dluhopisů (poklesu jejich cen), převážně méně bonitních emitentů (tzv. High yield dluhopisy/fondy). Pozici v těchto instrumentech již ale záměrně nějakou dobu nenavýšujeme, naopak ji udržujeme podváženou, takže ani v portfoliích s příslušnými investičními limity nebyl negativní dopad nijak zásadní.

Vysoce bezpečné dluhopisy, tzn. zejména státní dluhopisy, z vývoje překvapivě nijak neprofitovaly a úroveň jejich výnosů/cen zůstala prakticky beze změn. Při výběru dluhopisových investic nadále dáváme přednost podnikovým dluhopisům investičního stupně s variabilními kupóny, případně využíváme fixně úročené dluhopisy se splatností 3 až 5 let.

V průběhu měsíce jsme na některých z portfolií dále redukovali pozici vůči ruským emitentům. Přestože se situace ruského trhu v letošním roce poměrně stabilizovala, nelze opominout některé ze signálů, které mohou mít na tamní ekonomiku negativní vliv. Zpomalení čínského trhu vedlo k přehodnocení růstových očekávání a návratu rizik na trhy obecně. Pokles cen ropy také vyvolává otázky týkající se růstových možností zemí závislých na exportu této komodity. A konečně, konflikt na Ukrajině trvá i nadále, i když momentálně bez vyššího zájmu médií.

Výborná kondice domácí ekonomiky společně s předpokladem uvolnění měnového kurzu koruny v polovině příštího roku významně zvýšily zájem zahraničních investorů o domácí měnu. To se zásadním způsobem promítlo do růstu nákladů zajištění, které oproti dřívějším měsícům vzrostly několikanásobně. U portfolií, kde to dovolovaly smluvní limity, jsme tedy část cizoměnové expozice EUR/CZK nechali z důvodu úspory nákladů nezajištěnou.

Podobně jsme postupovali u měnového páru EUR/USD. Konkrétně u portfolií denominovaných v EUR jsme otevírali pozici na měnu USD. Věříme, že přesvědčivá hospodářská výkonost Spojených států společně s předpokladem růstu klíčových sazeb Fedu vytváří podmínky pro další posílení USD vůči EUR.

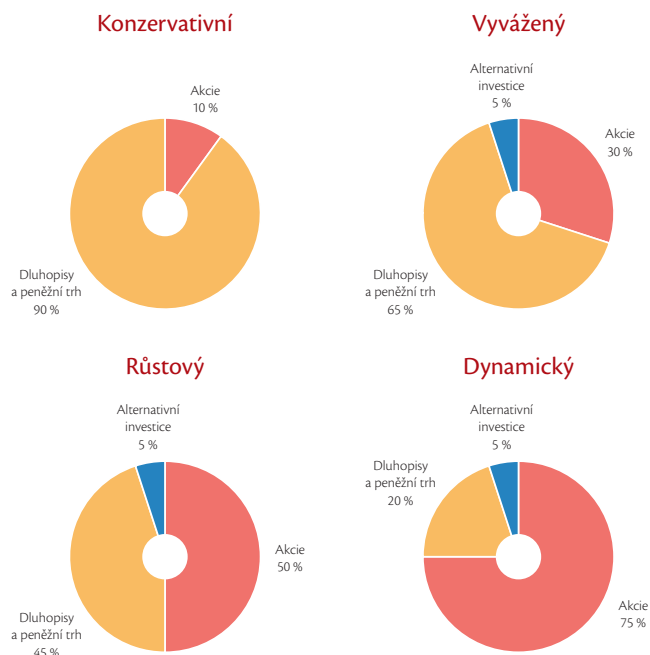
Jan Bureš, portfolio manažer ČSOB Asset Management



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 (konzervativní, vyvážený, růstový a dynamický), globální akciový fond, 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



3 PREFEROVANÁ TÉMATA

Preferovaná témata se oproti předchozímu měsíci zásadně nezměnila, výprodeje se realizovaly například sektory i geografickými regiony. V globální alokaci nadále preferujeme akcie z eurozóny, díky potenciálu růstu zisků.

Zaměření – eurozóna AKTUALIZOVÁNO

Ekonomice eurozóny se zatím v letošním roce daří, nadále pokračuje růst z konce minulého roku. Loni rostl HDP eurozóny přibližně o 0,8 % a v tomto roce se očekává nárůst až k úrovni 1,5 %. V prvním čtvrtletí ekonomika posílila o 1 % meziročně. Důvěra podnikatelů se od listopadu 2014 opět zvyšuje a nachází se znovu nad hodnotou 50, která indikuje ekonomickou expanzi. V Německu, které představuje motor růstu, se růst HDP ve druhém čtvrtletí zrychlil na 1,6 % ročně navzdory lehkému oslabení důvěry německých výrobců. Německým spotřebitelům se díky slušnému růstu mezd a nízkým cenám ropy výrazně zvyšuje kupní síla. Podobné zrychlení konjunktury lze v EMU pozorovat rovněž v zemích, které úspěšně provedly strukturální reformy, jako například Španělsko, Portugalsko a Irsko, kde nezaměstnanost již několik čtvrtletí klesá a důvěra výrobců dosahuje vrcholu. V Itálii bylo možné zaznamenat již druhé čtvrtletí v řadě pozitivní růst HDP po šesti čtvrtletích poklesů. Vývoj ve Francii nadále vyvolává obavy, důvěra výrobních firem poklesla a HDP stagnoval. V eurozóně důvěra spotřebitelů v průměru roste, což způsobuje příjemné oživení maloobchodních prodejů. I když hospodářské tempo v ostatních zemích eurozóny nebylo negativně zasaženo řeckou krizí, investoři silně fundamenty přehlíželi. Vyvstal totiž nový problém: negativní zprávy z Číny, která představuje důležité odbytiště.

Uvolnění měnové politiky (prostřednictvím nákupu státních dluhopisů) ze strany Evropské centrální banky, meziročně slabší euro a nízké ceny ropy (ve skutečnosti stále levnější) dávají ekonomice eurozóny výrazný stimul. Úvěrová aktivita opět narůstá,

což dále podpoří růst ekonomiky eurozóny v budoucnu. Na tom nic nezmění ani nedávný skokový růst tržních úrokových sazeb. Po letech nízkého růstu, finanční krize a vysoké nezaměstnanosti se stabilizovaly ziskové marže a výsledky firem v eurozóně. Ve druhém čtvrtletí se počtvrté v řadě zvýšily zisky o přibližně 12,5 % proti minulému roku. Vzrostly také tržby – přibližně o 9 %. První výsledky za druhé čtvrtletí vykazují pokračování nastavené tendence. Za příznivé makroekonomické situace je prostor pro zvyšování marží, pozitivní výsledková překvapení a růsty zisků. Analytici očekávají, že letošní rok v eurozóně porostou zisky o více než 10 %. Nedávné výprodeje nastavily příležitost pro investice do evropských akcií v naprosto novém světle, trhy totiž odepaly fakticky veškeré letošní zisky akcií, zatímco očekávaný růst firemních zisků není pravděpodobně ohrožen. Evropské trhy mají šanci na opětovný růst, jakmile se pozornost investorů znovu zaměří na zlepšující se fundamenty.

Zaměření – Střední a Východní Evropa AKTUALIZOVÁNO

Středoevropským ekonomikám se daří dobře. Spolu s ekonomickým oživením v západní Evropě je možné i ve střední Evropě sledovat zrychlení ekonomického růstu. I na tuto oblast však v minulosti dopadl rusko-ukrajinský konflikt. Obchodní toky směrem do eurozóny jsou několikanásobně intenzivnější než ty směrem na Ukrajinu a do Ruska. Vazba na Řecko je ještě o mnoho slabší, prakticky zanedbatelná. Střední Evropa jako celek ale může profitovat z nižších cen ropy a díky mírné inflaci nehrozí zpřísnění měnové politiky. V poslední době sentiment negativně ovlivňují problémy s Řeckem a obavy ohledně růstu Číny i celé světové ekonomiky.

Polsko, největší ekonomika střední Evropy, rostlo ve druhém čtvrtletí roku 2015 o více než 3 % a důvěra podnikatelů zůstala neotřesená navzdory dopadům ukrajinské krize. Růst hrubého domácího produktu za první polovinu roku přesáhl 4 %, což je vidět například i ve zvýšení ročního růstu průmyslové výroby na téměř 8 % v červnu. Setrvalý růst mezd podporuje kupní sílu a maloobchodní prodeje. I v druhé polovině tohoto roku se očekává, že ekonomika poroste více než 3% tempem. Zvolení kandidáta opozice prezidentem může být předzvěstí porážky vlády v podzimních parlamentních volbách. Případné jmenování nové vlády, která by nebyla příliš nakloněna podnikatelům, by mělo negativní dopad na akciový trh. Mezi investory se tak může objevit mírná nervozita v souvislosti s nejistou domácí politickou situací. Podzimní parlamentní volby budou vnímány jako velmi důležité pro další směřování země.

I v České republice zůstávají ekonomické ukazatele velmi dobré. Ekonomika nabrala neuvěřitelné tempo a výrazně překonává očekávání. Za druhé čtvrtletí mezikvartálně vzrostla o 0,9 % a meziročně dokonce o 4,4 %, což je nejrychlejší růst za posledních šest let. Naposledy česká ekonomika dosáhla takového temp růstu ještě před velkou finanční krizí na jaře roku 2008. Ministerstvo financí zlepšilo odhad růstu HDP v letošním roce na 3,9 %. Investice rychle stoupají, což se projevuje v růstu průmyslové výroby až o 8,1 %. Silná zůstává i poptávka ze strany spotřebitelů. Důvěra spotřebitelů je zpět na úrovních roku 2007 a maloobchodní prodeje rostou (meziročně až 11 %).

I Maďarsko dosahuje slibných ekonomických výsledků. Roční růst HDP ve druhém čtvrtletí roku 2015 dosáhl 2,7 %, maloobchodní prodeje rostou o více než 6 % a průmyslová výroba rovněž o 6 %. Díky nedávnému zvýšení ratingu se Maďarsko dostává opět o něco blíže investičnímu ratingu. Vzhledem k nízké inflaci mohla centrální banka i v červenci opět snížit základní úrokovou sazbu a dále tak podpořit ekonomiku, od té doby jsou sazby neměnné. Částečně populistická vláda Maďarska však v minulosti často prováděla „protibyznosová“ opatření. V minulosti byl obětí zejména bankovní sektor. Premiér Orbán však slíbil, že v této oblasti dojde od roku 2016 k zásadnímu zlepšení.

Středoevropské akcie jsou levnější, než je průměr akcií v eurozóně, nabízejí přitom vyšší dividendový výnos. Očekávaný růst zisku se díky pozitivnímu vývoji v uplynulých měsících zvýšil z hodnoty okolo 4 % až na dvojciferné úrovně. Ohledně tohoto regionu jsme pozitivní.

Zaměření – Japonsko AKTUALIZOVÁNO

Opětovné zvolení premiéra Abeho na konci roku 2014 dalo zelenou pokračování takzvané abenomiky. Kvůli deflaci a stárnutí obyvatelstva domácí poptávka v Japonsku dlouhodobě klesala a premiér Abe byl zvolen v roce 2012 díky svému programu, který měl dlouholeté problémy země vyřešit. Abe představil politiku o třech pilířích, mezi něž patřily kvantitativní uvolňování, stimulační rozpočtová politika a strukturální změny. Cílem bylo dosažení hospodářského růstu a nastartování inflace. Díky masivnímu kvantitativnímu uvolňování (QE) japonský jen výrazně oslabil, což mělo podpořit vývoz a podnitit inflaci. Jakmile by byla z ekonomiky vymýcena deflace, podpořil by růst mezd domácí poptávku a jádrovou inflaci. V roce 2014 bylo skutečně možné pozorovat vzestup inflace na 3,7 %. Bohužel to však byl z velké části jen efekt růstu DPH a slabšího jenu a tyto efekty brzy odezněly. Klesající ceny ropy, ačkoli jsou pozitivním signálem pro Japonsko, které je dovozcem klíčové suroviny, tlačí inflaci zpět k nule. Pozorujeme také příliš nízké mzdové tlaky na to, aby mohla inflace vzrůst. Opětovné zvolení premiéra Abeho umožnilo odložit i obávané další zvýšení DPH, což růstu krátkodobě prospěje, ale dlouhodobě představuje pro státní finance riziko. Díky akci Bank of Japan na konci roku 2014 a jejím dopadům na směnový kurz (výrazné oslabení japonské měny) mohou být navíc jak hospodářský růst, tak i inflace nadále stimulovány.

První dva pilíře politiky premiéra Abeho již přinesly výsledky. V prvním čtvrtletí 2015 japonská ekonomika dosáhla růstu 3,9 % ročně, tento vývoj byl však následován poklesem HDP ve druhém čtvrtletí. Přesto je růst v první polovině roku na úrovni přibližně 1,5 %, což je srovnatelné s eurozónou, i když za ní z velké části stála tvorba zásob. Dle aktuálních údajů došlo k výraznému zhoršení podnikatelské důvěry a poklesu maloobchodních prodejů. Podnikatelské klima se zhoršilo. Další ekonomické reformy, jako jsou liberalizace pracovního trhu, zvýšení stupně zapojení žen do pracovního procesu, snížení daní firem nebo otevření ekonomiky světu, nabírají výrazné zpoždění. Je třeba mít na zřeteli, že zisky firem jsou o 40 % vyšší než v obtížném druhém čtvrtletí roku 2014.

Japonské akcie byly v minulosti velmi drahé a podniky měly tendenci zadržovat zisky a investovat do málo rentabilních projektů. To se v uplynulých letech změnilo. Podniky se více zaměřují na tvorbu hodnoty pro akcionáře: zvyšují dividendy a také odkupují vlastní akcie. Tokijská burza není s poměrem ceny k očekávaným ziskům na akcie 17,5 drahá a srovnání s vlastní minulostí. Na japonském trhu navíc existuje strukturální domácí poptávka po domácích akciích, protože velké penzijní fondy zvyšují akciový podíl ve svých portfoliích a Bank of Japan skupuje kromě dluhopisů v rámci kvantitativního uvolňování také akcie. Probíhající ekonomické oživení a snaha o pokračování projektu abenomiky v nás vyvolávají pozitivní náladu.

Zaměření – cyklický spotřební sektor AKTUALIZOVÁNO

Spotřebitel je již dlouhou dobu hnací silou ekonomického oživení a toho může využít cyklický spotřební sektor. Celosvětově lze pozorovat obnovu důvěry spotřebitelů. Tento optimismus je spojen s aktuálním pozitivním ekonomickým vývojem.

Nezaměstnanost klesá a roste počet pracovních příležitostí. Pracovní trh v USA „jen kvete“ a nezaměstnanost tam klesla na 5,3 %, což jsou nejnižší úrovně od začátku roku 2008. Také v Německu je pracovní trh zdravý a i jinde v Evropě nezaměstnanost klesá, a to dokonce i v zemích na dřívě problémové periferii. To vytváří příznivé klima pro zvyšování mezd. Vzhledem k výrazně nižší inflaci a významnému poklesu cen ropy se každé zvýšení mezd projeví v růstu kupní síly. Kromě toho také domácnostem roste bohatství, a to díky stabilizaci cen nemovitostí či nižší dluhové zátěži vzhledem k nízkým úrokům. Domácnosti tedy již nemusí dodatečně příjmy šetřit, ale mohou je použít na spotřebu. Cyklický spotřební sektor si do dalších měsíců s sebou nese příslib růstu. Zejména cyklická spotřební odvětví, jako jsou automobilky (a příslušní subdodavatelé), mediální společnosti, oděvní průmysl, firmy nabízející aktivity pro volný čas a turismus, zaznamenávají nárůst tržeb. Pro tyto produkty a služby je typické, že jejich nákup lze v období recese snadno odložit na později.

Uvedené sektory od recese v roce 2008 za ostatními zaostávaly. Díky odložené poptávce a příjmům na investice ale nyní vidíme zlepšení. Automobilový průmysl zasáhly během finanční krize tvrdé rány, v USA se ale prodeje již zcela vzpamatovaly po poklesu v roce 2008. Díky stále levnějšímu benzínu je také patrný posun směrem k dražším segmentům. Z Číny se stává nejdůležitější automobilový trh světa. S prodejem 23 milionů aut tam bylo v roce 2014 dosaženo nového rekordu. Byl v poslední době kolem nálady čínského spotřebitele panuje velká nervozita, levnější valuace například německých automobilek nabízí určitý bezpečnostní polštář v případě negativního scénáře. V současné době lze pozorovat stagnaci prodeje a zdá se, že čínský spotřebitel přesouvá svou pozornost z drahých, zahraničních prémiových vozů směrem k levným domácím značkám.

Nyní, když je krize v Evropě zdánlivě za námi, začíná se zvyšovat také evropská poptávka s ročním růstem tržeb o téměř 8 % v prvním pololetí. Znamená to dobré zprávy pro velké výrobce, především pro francouzskou a italskou masovou produkci. Japonští a evropské výrobce kromě toho mohou využít oslabení měny. Silný růst produkce (téměř 5 %) na všech významných trzích je rovněž dobrou zprávou pro dodavatele. Jsou velmi efektivní a mohou požadovat o to větší část ziskového koláče. Díky dramatické reakci na nepřilíhající příznivé zprávy z Číny je tento subsektor ještě stále velmi levný, lze ho tedy jen doporučit.

Pozitivně vnímáme také subsektor médií. Jelikož se celosvětový růst v tomto roce zvýší, tažený zejména spotřebou, mohou rozpočty na reklamu dále stoupat. Tradiční mediální společnosti pokračují ve svém kontinuálním procesu adaptace na moderní trendy, nástup elektronických knih a další rozšiřování nabídky služeb digitální televize pokračují nezměněným tempem. Pro hotely, restaurace, distributory a maloobchod je důležitá důvěra spotřebitelů. U evropského spotřebitele stoupá důvěra a silnou pobídku představuje také nízká cena ropy. Firmy se dříve přizpůsobily slabému tržnímu prostředí výraznými úsporami nákladů. Nyní se mohou zisky rychle zvyšovat při rostoucí poptávce.

Zaměření – finanční sektor AKTUALIZOVÁNO

Finanční sektor pokračuje pomalu, ale jistě v oživení. Stopy finanční krize pomalu mizí. Bankovní sektor se v této chvíli obchoduje stále výrazně levněji, než jak tomu bývalo v letech do roku 2008. Byť návrat k tehdejší úrovni ocenění nelze očekávat v dohledné době, přesto bankovní sektor, stejně jako celý finanční sektor, považujeme za levný při poměru ceny k očekávaným ziskům na akcii (P/E) 11,4.

Americký bankovní sektor je nejdál ve fázi ekonomického cyklu, rovněž má za sebou již většinu procesu přizpůsobení se nové regulaci. Přichází také oživení generování zisků. V Evropě se nacházíme zatím v ranější fázi. Komerční banky inkasovaly objemné pokuty za manipulace s trhem, daňové úniky a vyhýbání se regulaci. Ztrácejí také tržní podíl vůči relativně levnějším americkým obchodním bankám, kterým dáváme přednost. Sektor zůstává kromě toho velmi citlivý na přísnější regulaci, a to jak národní, tak evropskou. Banky musí snížit poměr aktiv k vlastnímu kapitálu tak, aby jejich podnikání bylo méně rizikové. Mohou toho dosáhnout navýšením kapitálu, nebo mohou zestrádit své rozvahy. Obě opatření by měla vliv na výnosnost kapitálu. Kvůli „zeštíhlování“ rozvah byly mnohé banky také velmi opatrné při poskytování nových úvěrů, v současné době se ale zdá, že i zde došlo ke zlepšení. Poptávka po úvěrech stoupá a také se zvyšuje ochota bank úvěry poskytovat.

Finanční sektor je velmi citlivý na konjunkturu. Ekonomické oživení v Evropě je proto důležitým faktorem. Kombinace klesajících opravných položek ke špatným úvěrům a zvyšujícího se objemu poskytnutých úvěrů může vést k výraznému růstu zisků. To má zejména krátkodobý význam. Zisky v evropském bankovním sektoru ve druhém čtvrtletí rostly o více než 40 %.

**Korekce napříč trhy
nezměnila náš pozitivní
náhled na evropské
akcie, vedla nás
k navýšení akciové
složky.**

Dlouhodobě zůstáváme ostražití: rostoucí požadavky na kapitálovou vybavenost bank a nejistota ohledně vlivu nové regulace a budoucnosti uspořádání eurozóny budou nadále představovat tlak na ziskovost. Ani nízké úrokové sazby nejsou jednoznačným přínosem, protože mají vliv na úrokové marže. I vůči pojišťovněm zaujíme v krátkodobém horizontu pozitivní postoj: jsou levné, většinou již splňují přísnější pravidla a jsou velmi solventní. Díky tomu mohou vyplácet pěkné dividendy. Rovněž se přizpůsobily měnícímu se prostředí. Poskytovatelé neživotního pojištění si více vybírají rizika, která kryjí. Nízké sazby zůstávají pro poskytovatele životního pojištění značnou zátěží. Je to také jeden ze sektorů, který využije růstu výnosů, který započal v dubnu a podle očekávání by měl pokračovat (zejména v USA). Dlouhodobě potřebují i evropské poskytovatele životního pojištění vyšší úroky, aby mohli vyplácet garantované výnosy. Krátkodobě může mít růst úroků vliv na ocenění sektoru, protože investoři, kteří tento sektor nakoupili

kvůli pěkným dividendám, se pak vrací na trh s dluhopisy. Zajišťovatelé zaznamenávají pokles premií a růst konkurence. To pravděpodobně v sektoru povede k větší aktivitě v oblasti akvizic. Správci aktiv jsou malé odvětví, kterému se poměrně dařilo. Objem investovaného majetku se v uplynulých letech výrazně zvýšil. Přesto jsou pod tlakem kvůli současné o něco nižší aktivitě a vyšší volatilitě, zejména na rozvíjejících se trzích. Finanční sektor je na tom tedy lépe a pomalu odmazdává svou neslavnou minulost. Je sanovaný, nadále však potřebuje kapitál a vyčkávat, zda budou stačit nakumulované zisky z minulosti. Jsou to právě finanční služby, které mohou dlouhodobě profitovat z vyšších úroků, díky růstu úrokových marží u svých produktů. Kromě toho je tento sektor levný. A to nejen v Evropě, ale také například v Japonsku, kde jsou banky dobře kapitalizované.

Zaměření – akcie s vysokým dividendovým výnosem a zpětnými odkupy AKTUALIZOVÁNO

Silná ziskovost, která se nyní začíná naplno projevovat také v eurozóně, bohaté hotovostní rezervy a atraktivní ocenění vedou mnoho společností k vyplácení nebo zvyšování dividend a programům zpětného odkupu vlastních akcií. Platí to zejména pro USA. Vysoké výplaty zisku jsou výrazem efektivní finanční politiky, v jejímž rámci se spouštějí pouze projekty s pozitivní čistou přidanou hodnotou (ukazatel NPV) a přebytečná hotovost se nekumuluje ve společnosti ani neutráčí za ztrátové projekty nebo příliš vysoko oceněné akvizice. Investice do rozšiřování kapacit a nových výrobních linek jsou nejlepší volbou v prostředí silného růstu. Navzdory atraktivnímu ekonomickému vývoji a rostoucímu využití průmyslové kapacity ale nejsme zatím v takové situaci.

Rozdělované dividendy plynou ihned k akcionářům. Dividendy jsou také, oproti zpětným odkupům, mnohem silnějším signálem, že cílem společnosti je budovat stabilní hodnotu pro akcionáře (snížení dividend je pro podniky až tím posledním krokem, jelikož je investory vnímáno velmi negativně). Ukončení programu zpětného odkupu je oproti tomu mnohem snadnější (nevytváří dlouhodobé očekávání tak jako program vyplácení dividend).

Pro investory jsou vysoké dividendy z relativně stabilních firem vhodnou alternativou k nízkým výnosům dluhopisů. Je tomu tak zejména v Evropě a v Japonsku. Výnos německého desetiletého státního dluhopisu například dosahuje 0,72 %. Mnohé evropské vládní dluhopisy s kratší dobou splatnosti nesou negativní úroky. České dluhopisy nesou výnos pouhých 0,90 % při desetileté splatnosti. Průměrný dividendový výnos v eurozóně ale dosahuje 3,8 % a firmy s vysokým dividendovým výnosem vyplácí ještě o 1 % víc, téměř podobně jako firmy kótované na pražské burze. Při výraznějším růstu hospodářství se budou úrokové sazby rychleji zvyšovat. To je nepříznivé pro ceny dluhopisů v portfoliích. Pro akcie s vysokým dividendovým výnosem je vyšší úrok zjevně také nevýhodný: k jejich dividendovým výnosům se budou blížit výnosy úrokových produktů a mohou překonat vyšší dividend. Lepší ekonomické prostředí se zde ale může postarat o zhodnocení i dividendových akcií

Z akcií s vysokou dividendou volíme jednoznačně Evropu. Tento region není v ekonomickém cyklu tak daleko a úrokové sazby vzhledem k nedávnému růstu výnosů stoupnou v druhé polovině roku 2015 už jen mírně, nebo spíše vůbec ne. Na nízkých úrovních je drží program nákupů aktiv ze strany Evropské centrální banky (ECB).

V rámci tohoto investičního tématu zaujímáme negativní postoj vůči americkým podnikům. Tento rok pravděpodobně nepřinese růst zisku a je tu jen malý rozdíl mezi bezrizikovými desetiletými úroky a výnosem z dividend. Kromě toho očekáváme v USA růst úroků, byť možná bude o pár měsíců ještě opožděn, první po devíti letech uvolňování měnové politiky. USA jsou také dál v ekonomickém cyklu konjunktury a Evropská centrální banka zatím nemá v úmyslu úroky zvyšovat. Dlouhodobé úrokové sazby naopak udržuje na nízké úrovni prostřednictvím podpůrných nákupů, takže opětovné reinvestování zisků je atraktivnější. Zvýšení sazeb v USA si pravděpodobně vynutí také růst úroků na mnoha rozvíjejících se trzích, aby si lokální měny udržely svoji stabilitu. Tedy také tam budeme opatrnější.

Pokud jsme v období silného růstu blízko plnému využití výrobních kapacit, je třeba dávat pozor na to, aby podniky své prostředky nepoužily ke krátkodobému zvýšení ceny akcie místo toho, aby investovaly do dlouhodobého růstu. V současné situaci nízkých úroků vynáší hotovost v rozvahách velmi málo a firmy si navíc mohou půjčovat velmi levně. Tyto peníze mohou použít k odkoupení vlastních akcií. U programů buyback je rovněž důležité, že se zpětně odkoupené akcie zruší. Díky tomu se zvýší relativní podíl akcionářů, kteří si ponechali své akcie. Vzroste zisk na akcii a s tím i hodnota těchto akcií. To platí zejména pro USA, kde u širokého trhu neočekáváme v roce 2015 znatelný růst zisku na akcii, vyjma firem, které nakupují vlastní akcie. Nákup vlastních akcií společností je pozitivním signálem, jelikož indikuje, že akcie společnosti jsou dle názoru managementu (který má o stavu firmy mnohem lepší informace než veřejnost) oceněny příliš nízkou. Tyto programy mohou navíc být zastaveny rychleji, než výplata dividend (která vytváří mnohem větší očekávání investorů do budoucna), pokud se vyskytne příležitost pro produktivní použití hotovosti. Podniky nakupují své vlastní akcie většinou po období jeden až čtyři roky.

Zaměření – dluhopisy s vysokým výnosem AKTUALIZOVÁNO

V rámci dluhopisů s vysokými výnosem hledáme zejména výnosy, které jsou vyšší než německá, případně česká referenční hladina. Do úvahy přicházejí jak klasické rozvinuté země, tak rozvíjející se trhy. Investujeme zejména do vládních dluhopisů s výrazně bezpečným ratingem. Takto usilujeme o vyšší výnos, zatímco úrokové riziko a kolísavost trhu zůstávají na snesitelné úrovni.

Rok 2015 začal skvělým startem, ale v polovině dubna došlo k obrátce. Nejprve hrozba ohledně Řecka a nyní strach ze zpomalení růstu v Číně – to vše má vliv na výkon této investice. Americké úrokové sazby se doposud nezvýšily, i když jejich zvýšení je bouřlivě diskutováno.

Na mnohých rozvíjejících se trzích ekonomické oživení pokulhává. V Brazílii a Rusku zpomaluje ekonomika a nízké ceny ropy problémy ještě dále zhoršují. Také čínská těžká váha boxuje proti silnému soupeři. Přechod z ekonomiky poháněné exportem a masivními vládními investicemi na ekonomiku taženou spotřebou probíhá velmi obtížně a zejména trh s nemovitostmi zažívá ochlazení.

Rozvinutým zemím se daří lépe. Pokračující oživení v Evropě je udržitelnější. Zdá se, že Japonsko je na dobré cestě a i americká ekonomika se může pochlubit dobrými ekonomickými ukazateli. Data z pracovního trhu a maloobchodu přicházela v minulém měsíci velmi dobrá.

Vůči dluhopisům s vysokými výnosy zůstáváme pozitivní, plnou důvěru ale vkládáme pouze do tradičních zemí, u nichž by si měly udržet pozornost silné ekonomické fundamenty.

Celosvětové ekonomické oživení zůstává nedotčené, táhnou ho ale tentokrát rozvinuté země, jako jsou USA a Evropa. Portfolio proto upravujeme redukováním pozic na rozvíjejících se trzích, a naopak nakupujeme pozice v rozvinutých zemích s rozumně vysokými výnosy.

Zaměření – americký dolar AKTUALIZOVÁNO

Podle dlouhodobých oceňovacích modelů je americký dolar podhodnocený na základě odhadu fundamentální hodnoty ve výši 1,00 – 1,10 USD za EUR. V krátkodobém horizontu pak může dolar skokově posílit v důsledku faktorů, jako jsou lepší americké vyhlídky konjunktury než v Evropě nebo zvětšující se rozdíly mezi očekávanými úrokovými sazbami v USA a eurozóně způsobené protichůdnými politikami obou centrálních bank. V posledních dnech naopak dolar oslabil, jak se oddálila vidina zvýšení sazeb v USA, ale podle nás jde pouze o drobné oddálení v řádu měsíců, které na našem názoru nic nemění.

Data popisující výkonnost ekonomiky v prvních měsících roku 2015 zavdala pochybnostem ohledně silnějšího růstu v USA. První čtvrtletí bylo slabé s růstem HDP o 0,6 % mezičtvrtletně. To bylo také důvodem dočasně oslabení dolaru vůči euru, které jsme sledovali od počátku května. Od té doby však dolar opět posílil s tím, jak se data z USA zlepšovala a indikovala daleko lepší výsledek HDP za druhé čtvrtletí. Očekávalo se, že americká ekonomika opět zažije vyšší rychlostní stupeň, což se nakonec potvrdilo, když HDP v druhém kvartálu vzrostl o 3,7 %. Došlo k obnově důvěry podnikatelů, znovu vznikalo více než 200 000 nových pracovních míst měsíčně a spotřebitel mohl nadále profitovat z nižších cen ropy.

Na pozadí lepšího ekonomického růstu se také pomalu blížíme prvnímu zvýšení úroků po devíti letech. Jako důvod k odkladu lze nyní použít nejen nízkou inflaci, ale i turbulence na rozvojových trzích. Rovněž vidíme v americké ekonomice stále omezený tlak na růst mezd, v následujících měsících ale očekáváme jejich postupný růst. Kromě toho ECB na začátku března začala nakupovat vládní dluhopisy a politiky centrálních bank obou velkých regionů jsou tak dnes diametrálně odlišné a ještě dlouho se lišit budou.

Dolar zůstává vedoucí světovou měnou, což je něco, na co evropští investoři někdy zapomínají. Po dlouhou dobu byl velký schodek běžného účtu platební bilance USA důležitým rizikovým faktorem. V posledních letech došlo k výraznému zlepšení, a pokud se energetická bilance bude i nadále zlepšovat podle očekávání (těžba ropy a plynu v USA značně roste, takže jejich nutný import klesá), může zlepšení ještě pokračovat. Nadále se bude zvyšovat mezinárodní síla této měny. Investoři by si však stále měli být vědomi vysoké kolísavosti a občas nevyšvitelného kolísání směnných kurzů.

4 TYPY AKTIV

Pohled na jednotlivé třídy aktiv.

Hotovost AKTUALIZOVÁNO

Výnosy jsou velmi nízké (zůstávají poblíž nuly) a v blízké budoucnosti ani neočekáváme jejich růst. Navratnost tak zcela jistě nedosáhne ani míry inflace, což povede k erozi kupní síly. Situace nevypadá na to, že by ECB (a stejně tak ČNB) svoji sazbu (která je důležitá pro sazby na peněžním trhu a pro úroky z depozit) do roku 2017 zvýšila.

Dluhopisy AKTUALIZOVÁNO

Centrální banky po celém světě udržují úrokové sazby co nejnižší s cílem podpořit křehké oživení ekonomiky a zabránit jeho ústupu. Sazby nyní dosahují 0 % v Japonsku, 0,05 % u ECB a ČNB, 0,25 % v USA a 0,50 % ve Velké Británii. Všechny významné centrální banky zasahují či nedávno zasahovaly také přímo do dluhopisových výnosů skupováním střednědobých a dlouhodobých dluhových cenných papírů v masovém měřítku. To je jedním z důvodů, proč jsou dluhopisové sazby v mnoha zemích i nadále velmi nízké, v některých segmentech jsou dokonce negativní.

V dubnu dosáhly německé i české desetileté sazby absolutních historických minim. Šlo v tom jen stěží hledat alespoň náznaky racionality. Tuto situaci by bylo možné odvodnit pouze v případě očekávání extrémně dlouhého období deflace (přínejmenším několika let skoro nulového růstu a téměř nulové inflace). Mnoho majitelů dluhopisů prožívá nyní obtížné období. Investoři se nechali přesvědčit o trvale udržitelném ekonomickém oživení a přicházející data naznačila, že se inflace zvedá ze dna. Očekávaní rostou však jen pomalu a snadno ho naruší špatné ekonomické zprávy (jako aktuálně z Číny). Ochota tolerovat extrémně nízké nebo dokonce negativní úrokové sazby se výrazně snížila a v průměru úrokové sazby vzrostly o 1 % (tím více, čím delší mají dluhopisy dobu splatnosti). Takovéto korekce přicházejí vždy velmi nečekaně a nedávná doba toho byla jasným důkazem.

Navzdory těmto o něco vyšším úrokovým sazbám a akcím ECB zůstávají rizika velmi asymetrická. Dluhopisové výnosy se nedávno stabilizovaly, ale dlouhodobě se domníváme, že se normalizují na výrazně vyšších úrovních. Tento růst potáhne USA. Amerika se v tomto cyklu nachází o pár let před Evropou, postupně se dostala do období boomu a její centrální banka má naplno s přípravou na měnové utažení

kohoutků. Evropa bude jako vždy muset tyto úrokové kroky následovat. Dojde k tomu ale výrazně později a ECB bude zatím vystupovat jako čistý nakupující dluhopisů. Jestli je to přesně to, co potřebuje ve svých konkrétních hospodářských souvislostech, nebude až tak důležité. Míra budoucího úrokového zemětřesení bude nanejvýš trochu zmírněna.

Ve většině případů nenabízí dluhopisové trhy atraktivní možnosti investování, místy se však najdou atraktivní segmenty, i když jen pro investory, kteří se nebojí podstoupit určité riziko.

Akcie AKTUALIZOVÁNO

Porovnáme-li poměr ceny k ziskům na mezinárodních burzách s jejich historickými průměry, zjistíme, že akcie se po nedávné korekci dostaly do pásma férového ohodnocení, jejich valuační premie byla trhem vymazána. Prudké zvýšení cen akcií, jehož jsme byli svědky v posledních třech letech, bylo doprovázeno pouze mírným růstem zisků – v Evropě začaly zisky stoupat teprve nedávno. Vyhledky růstu zisku v USA zůstávají spíše skromné.

Akcie na začátku tohoto roku podražily, což zvýšilo napjatost jejich ocenění, kvůli nejistotě na trzích (částečně pramenící z Řecka) to od dubna vedlo k opětovnému poklesu cen. Korekce na konci srpna, tentokrát rozdmýchaná otázkami nad stavem čínské ekonomiky, vedla k faktickému odmazání veškerých letošních akciových zisků. Stále platí, že vývoj růstu ziskovosti evropských společností je slibný. Akcie jsou však velmi citlivé na výkyvy hospodářského růstu (nebo spíše jeho vnímání), čehož jsme letos svědky. Zpomalení růstu v zemích BRIC a neortodoxní opatření čínské vlády na podporu místního akciového trhu způsobila na trzích neklid. Očekává se, že světový HDP poroste v letech 2015 i 2016 o 3,3 – 3,8 % ročně (což je v souladu s dlouhodobým průměrem). V této oblasti jsme optimističtí již dlouhou dobu. Tento scénář nebyl ještě před několika měsíci samozřejmý, nyní ale došlo ke shodě. Indikátory tento scénář rovněž potvrzují. Výrazný pokles cen ropy posiluje kupní sílu spotřebitelů a politika extrémně nízkých úroků, spojená s méně drastickými vládními skryty dále podporuje růst.

Ve srovnání s hotovostí a dluhopisy (vládními i firemními) zůstávají akcie ve střednědobém horizontu mnohem lepší volbou. I v případě, že tržní násobek ceny k ziskům (poměr P/E) nestoupne, akcie mohou nadále posilovat v souladu s růstem zisků. Ten je vyšší než nominální růst světového HDP na rozdíl od očekávaného výnosu krátkodobých nebo dlouhodobých úrokových sazeb (často nižší než 1%). Dividendový výnos dosahuje 2,7 % (globální akciový index) až 3,8 % (evropské akcie) nebo cca 4,6 % (české akcie) a předpověď celkového výnosu je tak podstatně vyšší než u hotovosti nebo dluhopisů.

Akcie s kapitálovým zajištěním

Dlouho tvrdíme, že na akciových trzích mohou velmi rychle vypuknout masivní výprodeje a extrémní averze k riziku. Pozorní čtenáři bezpochyby vědí, že jsme právě uprostřed takové situace. Období turbulencí na finančních trzích bývala obvykle krátká, poslední léta ale ukázala, že nepříznivá situace může trvat i velmi dlouhou dobu. Investiční rizika se skrývají na nejrůznějších místech. V obdobích zvýšené nejistoty si investice nabízející kapitálové zajištění zasluhují větší pozornost.

V prostředí nízkých úrokových sazeb jsou premie pojistných produktů drahé. Investiční produkty tohoto typu jsou směřovány spíše na dluhopisovou klientelu než na klientelu akciovou. Proč však nevyměnit jistotu extrémně nízkého dluhopisového výnosu za možná stejně nevalný výsledek, ale s velkou šancí na daleko lepší výnos za předpokladu, že se investiční klima nezhorší. Vyšší výnos je samozřejmě vyplacen pouze v případě příznivého vývoje na burze.

Nemovitosti AKTUALIZOVÁNO

Sestavení solidně diverzifikovaného portfolia z přímých investic do realit je pro většinu investorů nedosažitelným cílem z důvodu relativně značné velikosti projektů a omezené likvidity reálného trhu.

Alternativu tvoří akcie reálních firem (nebo uzavřené fondy). Jde o společnosti, kde většina investičního portfolia sestává z jednoho nebo více reálních projektů. Často jsou komerčněji orientované (např. administrativní budovy nebo velká nákupní centra), ale existují i subjekty, které se zaměřují zejména na rostoucí tržní segmenty, jako jsou domy s pečovatelskou službou a domy pro seniory. Ačkoli se akcie reálních společností chovají především jako všechny akcie, a tedy v portfoliu nabízejí menší

diverzifikaci, kvůli své nemovitostní podstatě přitahují přesto mnoho investorů. Vyplácené dividendy působí jako relativně vysoké ve srovnání s extrémně nízkými sazbami u dluhopisů. Preferujeme investice do realit v kontinentální Evropě, které mají přitažlivější ocenění než jejich britské či americké protějšky.

Nemovitostní investice obchodované na trzích v Evropě zahájily tento rok 20% růstem, od května ale došlo k výrazné korekci kvůli rostoucím úrokům a klesajícím akciovým tržím. Nemovitosti již nejsou levné, jejich výnos ale zůstává o něco vyšší než v případě dluhopisů. Nízké úrokové sazby navíc zlevňují nové projekty a zvyšují jejich výnosnost. Spolu s dalším růstem ekonomiky mohou opět vzrůst ceny nájemného. To lze již nyní pozorovat v Německu a ve Španělsku, naopak Nizozemsko a Francie v této oblasti zatím zaostávají.

Zlepšující se pracovní trh způsobuje růst spotřebitelských investic a pokles nezaměstnanosti i mezi mladými. Ti tak mohou začít hledat vlastní bydlení. Díky příliš nízkým investicím do bytové výstavby po nemovitostní krizi vznikly oblasti s nedostatkem bytů, zejména těch startovních. Silný pracovní trh, nízké ceny ropy a nízká inflace jsou faktory podporujícími kupní sílu domácností a tedy investice spotřebitelů. Je to pozitivní pro nákupní centra.

Komodity AKTUALIZOVÁNO

Návratnost investice do komodit určují zejména dvě věci. Prvním je cenový trend dané komodity samotné. Stoupá-li cena komodity, dosáhne investor pozitivní návratnosti. Druhým prvkem je návratnost „rolování“ (znovuobnovování kontraktu), kterou vytváří skutečnost, že investor nenakupuje komoditu samotnou (tanker plný ropy, loď plnou obilnin nebo kontejner mědi), nýbrž investuje do forwardových (budoucích) kontraktů. Aby investice trvala, musí být tyto kontrakty rolovány: většinou je třeba zaplatit premii (naopak pokud jsou dlouhodobé futures levnější než ty krátkodobé, získáváme dodatečný výnos). Výsledek těchto, často spekulativních, obchodů je však dost nepředvídatelný.

Spolu s reorientací čínské ekonomiky z těžkého průmyslu na spotřebitelé tažený růst zažívají komodity velmi těžké časy. Čína představuje hlavního poptávajícího na trhu komodit a jejich ceny se tak krátkodobě pohybují v rytmu hospodářských a finančních zpráv z Číny. Ty jsou v posledních měsících velmi neuspokojivé a komodity tak ztrácejí více a více ze své hodnoty.

Zásoby ropného trhu jsou velmi vysoké: produkce v uplynulých dvou letech rostla rychleji a téměř vždy přesahovala poptávku. Ceny nicméně zůstávaly do léta 2014 tvrdošijně mezi 100 a 115 dolary za barel, částečně v důsledku geopolitických rizik. Po 45 dolarech

na začátku roku 2015 se cena ropy vrátila zpět k 65 dolarům za barel v polovině května, aby pak opět spadla, a to dokonce níže než byla lednová úroveň. Očekáváme, že cena bude i nadále volatilní a v krátkodobém horizontu se bude pohybovat mezi 40 a 60 dolary. Od léta 2014 ceny ropy klesly téměř o 65 USD na 45 USD za barel na začátku roku 2015. V únoru spotřeba přesahovala rekordních 95 milionů barelů denně. Nízká cena ropy tedy není způsobena nedostatečnou poptávkou. Produkce ropy se ale rovněž zvýšila na více než 97 milionů barelů denně v květnu. Bleskurychlý rozvoj techniky na těžbu ropy z břidlicových polí vedl v USA během období 5 let k nárůstu množství vytěženého břidlicové ropy z 1,5 milionu na 5,5 milionu barelů denně. Lze sice pozorovat pokles navrtávání nových zdrojů v USA: počet vrtných souprav, které jsou v provozu, klesl z přibližně 1 500 na téměř 600. Teprve od léta lze pozorovat pokles produkce, protože ze stávajících ropných polí se bude těžit, dokud zůstane cena ropy nad 40 dolary. Od podzimu 2014 země OPEC nechtějí omezit produkci, aby podpořily růst ceny. Arabské země mohou vyrábět za cenu pod 30 dolary a ostatní producenty tak z trhu vytlačit tím, že pokračují v produkci nezměněným tempem. Poté, co bylo jasné, že se rozhodly pro tento postup, klesaly ceny ropy rychleji. Očekáváme však, že se ceny budou v krátkodobém horizontu pohybovat poblíž 50 dolarů, přetrvává však kolísavost. Nedávno bylo dokonce možné zaznamenat obnovení činnosti vrtných souprav poté, co se cena ropy v USA zvýšila nad 60 dolarů za barel. Zásadnější je, že velké ropné společnosti seškrtnaly 200 miliard investic do dražších dlouhodobých projektů, jako je hlubokomořská těžba nebo těžba z ropných písků. Efekt tohoto kroku bude možné pocítit teprve za několik let, tato rozhodnutí však nebude možné rychle vrátit. Závěrem tu jsou také – stejně jako vždy – geopolitická rizika na Středním východě, v Nigérii a ve Venezuele.

Domníváme se, že v krátkodobém horizontu bude cena ropy velmi kolísat a pouze pomalu opět poroste směrem k 65 dolarům. Investice mimo OPEC jsou nyní příliš nízké, než aby kompenzovaly vyčerpání ropných polí. Při silném růstu nad 65 dolarů budou znovu uvedeny do provozu vrtné soupravy pro těžbu z břidlic. Nakonec výrobu sníží i arabské země. Jejich mezní výrobní náklady jsou pod 30 dolary, takže pro ně těžba ropy zůstává rentabilní i při současných cenách. Cena je však příliš nízká, než aby udržela jejich státní rozpočet v rovnováze, dokonce i Saudská Arábie potřebuje cenu ropy 100 dolarů pro udržení štedrého sociálního programu.

Zlato AKTUALIZOVÁNO

Je-li cena nad 1 000 USD za unci (i v případě, že cena v nedávné době prudce klesla), zlato nekupujte, ale prodávejte. Zlato je podřadná a extrémně nestabilní investice. Tento vzácný kov obklopují mýty, pravda je však taková, že není vzácné, v podstatě nemá ekonomický význam (zaručené ne v monetárním ohledu) a nenabízí ochranu proti inflaci, jak se často tvrdí. 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 nedělají.

Mezní náklady těžby zlata dosahují zhruba 1 050 USD za unci. Kromě toho se zlato skutečně nespotebovává, takže celosvětové zásoby jen rostou. Zlato je také citlivé na „přestřelování“: během eurokrize v roce 2011 dosáhla cena tohoto drahého kovu na 1 900 dolarů za unci. Do konce roku 2014 klesla o více než 40 %. Současné události, jako jsou řecká krize nebo srpnová korekce na trhu, na ni neměly téměř žádný vliv. Klesající zájem investorů do zlatých ETF měl zřejmě větší efekt: nejprve rally na akciových trzích a nyní vyšší výnosy, zejména v USA, nabízejí lepší investiční příležitosti. Koncem srpna 2015 se obchodovalo za 1 125 USD za unci.

Zlato není hodnotová, ale spíše spekulativní investice, protože samo o sobě nenese žádný výnos nebo kupón. Zároveň zlato je, jak bylo řečeno, velmi kolísavé – v zásadě podobně jako akcie, což si ti, kteří si zlato kupují, málokdy uvědomují.

Ostatní alternativní investice BEZE ZMĚNY

Kromě nemovitostí a komodit alternativní investice představují širokou škálu tříd aktiv, jako jsou hedgeové fondy¹ nebo private equity². Typickým rysem této skupiny investičních nástrojů je často omezená likvidita a nízká korelace s tradičními třídami aktiv, jako jsou akcie a dluhopisy. Jejich přidání hodnota do smíšeného portfolia spočívá v kombinaci lepšího výnosu a snížení rizika ve střednědobém horizontu. Právě z důvodů těchto vlastností jsou alternativní investice v zásadě určeny k investování v dlouhodobějším horizontu.

Upozornění:

Materiál Ekonomika, trhy a portfolia 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 27. 8. 2015). 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 investičního poradce nebo osobního 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.

- ¹ Hedgeový fond je speciální investiční fond. Je vysoce rizikovou investicí, která může přinést vysoký výnos, ale také vysokou ztrátu. Snaží se o absolutní výnos nezávislý na obecném ekonomickém vývoji a vývoji kapitálových trhů.
- ² Private equity jsou typicky investicemi do začínajících, veřejně neobchodovaných společností, a to jak formou dluhového nebo kapitálového financování, či jejich kombinací. Jedná se o vysoce rizikové investice, které ale mohou přinést též vysoce nadstandardní výnos.

Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a kurzů

		09/2015	12/2015	03/2016	09/2016
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	0,03	0,00	0,15	0,50
	5Y sazba	0,24	0,50	0,75	1,00
	10Y sazba	0,88	1,10	1,25	1,60
	USD/CZK	24,12	25,90	27,10	27,10
	EUR/CZK	27,03	27,20	27,10	27,10
EUR	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	-0,22	-0,15	0,00	0,25
	5Y sazba	0,08	0,20	0,40	0,70
	10Y sazba	0,73	0,90	1,00	1,25
USD	Základní sazba	0,25	0,50	0,75	1,00
	2Y sazba	0,72	0,75	1,25	1,60
	5Y sazba	1,51	1,85	2,25	2,35
	10Y sazba	2,16	2,50	2,80	2,85
	USD/EUR	1,12	1,05	1,00	1,00

Zdroj: ČSOB, ČSOB AM, KBC AM, Bloomberg

Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)			Inflace (průměrná roční změna, v %)		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
CZ	-0,60	+2,00	+3,90	+1,40	+0,40	+0,50
EMU	-0,40	+0,80	+1,50	+1,30	+0,40	+0,30
USA	+1,50	+2,40	+1,90	+1,50	+1,60	+0,30

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg