



AKTUÁLNÍ ČÍSLO PŘINÁŠÍ:

Jak vidíme svět?

- Celosvětová ekonomika na tom není vůbec špatně, je však nápadný rozdíl v růstu mezi rozvinutými a rozvíjejícími se zeměmi.
- Zpomalení v rozvíjejících se zemích má na západní ekonomiky pouze omezený dopad.
- Nízké ceny energií tlačí dolů inflaci, současně však představují stimul pro ekonomiku.

Co děláme v portfoliích?

- Akciovou složku ponecháváme na mírně nadvážené úrovni. Obecně preferujeme investice na rozvinutých trzích.

V otázce rozvíjejících se zemí zcela nesdílíme pesimistickou vizi, ke které se přiklánějí někteří významní hráči v investičním světě. Na rozdíl od uplynulých krizí je většina rozvíjejících se zemí v současné době ekonomicky zdravá. Následky zadržujícího se růstu v rozvíjejících se zemích zůstávají pro západní ekonomiky omezené a jsou dostatečně kompenzovány nízkými cenami komodit. Inflace je v eurozóně opět negativní, v české ekonomice velmi umírněná. Ačkoliv takto nízká úroveň inflace není pro ekonomický růst dlouhodobě příliš žádoucí, neděláme si kvůli tomu příliš starostí. Očekáváme, že jde pouze o dočasný fenomén způsobený převisem nabídky na trzích s energií.

Celosvětově jsou ekonomické výhledy dobré. Přesto by se našlo několik nejistot pramenících především ze slabých dat ze zpracovatelského průmyslu. Silná data naproti tomu sledujeme v sektoru služeb. Rozdíl v růstu mezi západními a rozvíjejícími se zeměmi je nápadný, dynamika růstu je lepší v USA a v eurozóně.

Po slabém začátku v roce 2015 dochází k solidnímu růstu americké ekonomiky. Zdá se přitom, že v místní ekonomice vše „táhne“ spotřebitel. Některé aktuální ekonomické údaje (průmyslová výroba, zpráva o stavu pracovním trhu, ...) byly horší, než se očekávalo. Evropě se daří dobře. Ekonomická situace se zlepšuje strukturálně: nižší cena ropy stimuluje spotřebu, aktivita na úvěrovém trhu roste, pracovní trh prosperuje, ...

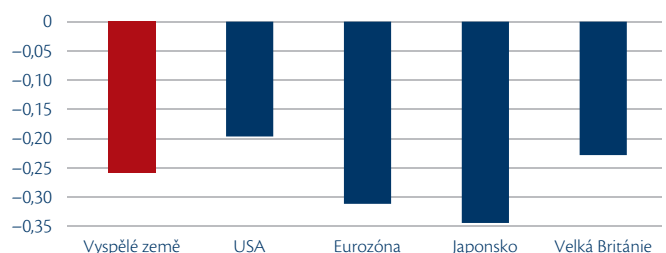
Japonsko naproti tomu zůstává v současné době částečně za očekáváními a také lesk zemí BRIC (dříve synonymum pro rychle rostoucí rozvíjející se země) pohasl. Čínský růst se zpomaluje, ale zdá se, že je zajištěno „měkké“ přistání. Rusko a Brazílie jsou v recesi. Růst zůstává zachován pouze v Indii.

Zpomalení růstu v rozvíjejících se zemích má na západní ekonomiky pouze omezený vliv

U rozvíjejících se zemí lze hovořit o částečném, strukturálním zpomalení růstu kvůli mj. nižšímu růstu produktivity (výrazné zaostávání za Západem už bylo z velké části vyrovnáno). Některé rozvíjející se země také krátkodobě bojují s propadem cen komodit. Ten škodí exportérům, jako je Brazílie a Rusko. Zvýšení úroků v USA pak zase může spustit odliv kapitálu z rozvíjejících zemí a oslabit lokální měny. Na rozdíl od předchozích krizí je však většina rozvíjejících se zemí v současné době ekonomicky zdravá a disponuje takovým režimem směnných kurzů, který může lépe vyrovnávat šoky.

Dopad zpomalení růstu v rozvíjejících se zemích na Západ zůstává omezený. Obchodní styky mezi Západem a rozvíjejícími se zeměmi jsou důležité, ale často se přeceňují. Podle MMF vede zpomalení růstu ve výši 1 % v rozvíjejících se zemích ke snížení růstu o 0,25 % na Západě (viz graf). Zpomalení růstu je pak dostatečně kompenzováno stimulací, kterou poskytují nižší ceny komodit.

Kumulativní vliv na vyspělé země při poklesu růstu v rozvíjejících se zemích o 1 %



1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Základní makroekonomické ukazatele ČR:

	Období	Údaj	Poslední změna
Inflace	09/2015	0,40 %	0,10 %
HDP	2Q/2015	4,60 %	0,60 %
Nezaměstnanost	09/2015	6,00 %	-0,20 %
Základní sazba ČNB	09/2015	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 analytika ČSOB Asset Management Jaroslava Vybírala.

Negativní inflace v eurozóně – dočasný fenomén

V eurozóně klesl v září hlavní ukazatel inflace na $-0,1\%$. Pokles je zejména výsledkem klesajících cen energií. Jádřová inflace (inflace bez růstu cen v sektorech potravin a energie) zůstala na $0,9\%$. Cena ropy i jiných surovin je nadále pod tlakem kvůli převisu nabídky. Pokles cen ropy může ve výsledku ekonomiku stimulovat: rostou kupní síla spotřebitelů a klesají výrobní náklady většiny výrobců.

Očekáváme, že cena ropy pomalu poroste směrem k 55 dolarům za barel začátkem roku 2016. Příliš nízká inflace není pro ekonomický růst dlouhodobě žádoucí. V této oblasti si však neděláme příliš starostí, protože pokles považujeme za pouze dočasný. Celková inflace nejprve znovu poroste až na úroveň jádřové inflace. Při rostoucích cenách ropy ji může dokonce překonat.

Evropská centrální banka již oznámila, že pokud to bude nutné, nebude váhat svůj aktuální program nákupu dluhopisů prodloužit nebo zvětšit jeho rozsah. I to by mělo v důsledku podpořit inflaci.

Fed zvýší úroky patrně před koncem roku

Americká centrální banka (Fed) se před několika týdny rozhodla, že úroky zatím nezvýší. Externí problémy (mj. zpomalení růstu v Číně) a jejich dopad na americkou ekonomiku donutily Fed k větší opatrnosti. Očekáváme, že Fed ukončí svou politiku nulových úroků na konci roku 2015 nebo začátkem roku 2016.

Americká ekonomika jede na plný plyn a podmínky pro první zvýšení úroků jsou splněny: blíží se úplné zaměstnanosti a inflace se vyvíjí ve střednědobém horizontu opět směrem k cíli 2% . Pokud úroky v tomto kontextu zůstanou příliš dlouho příliš nízké, mohou vzniknout finanční rizika. Bude to téměř jistě mnohem pomalejší cyklus zvyšování úroků než v minulosti. Zvýšení úrokové sazby by bylo oficiálním potvrzením silnější americké ekonomiky a zvýšilo by přitažlivost amerického dolaru.

Rok černých labutí

Americký ekonom libanonského původu Nassim Nicholas Taleb přišel s teorií tzv. černých labutí. Ta popisuje náhlé objevení zcela nečekaného faktu či události, které mají zásadní dopady na vývoj hodnoty investic. Ačkoliv by takové situace měly vzhledem ke své povaze nastávat jen zřídka, rok 2015 byl v tomto směru až nepřijemně bohatý.



Černá labuť švýcarská

Pamatuje si leden 2015? Švýcarská centrální banka tehdy šokovala celý investorský svět, když bez varování nechala posilít frank vůči euru, i když předtím déle než tři roky bránila domácí měnu na hranici 1,2 eur. Během pár minut tak švýcarský frank posílil dokonce o 29 procent a první den uzavřel obchodování se ziskem 19 procent. Na situaci fatálně doplatilo několik brokerů, kteří vzhledem k nevhodně nastaveným sázkám přišli o všechny kapitál a museli ukončit svou činnost. Ani švýcarské ekonomice skokově silná měna příliš neprospívá. ČNB by z této události mohla například vyčíst, že exit z intervenčního režimu se musí realizovat citlivě.

Černá labuť automobilová

A jak byste se ještě před dvěma měsíci mluvili o automobilce Volkswagen? Řekněme, že třeba stylem „jedna z nejlepších světových firem svého druhu, s profesionálním řízením a kvalitní a prověřenou inovací. Zkrátka má know-how, které prošlo mnoha zkouškami politických i společenských zvrátů.“ Ovšem ouha. Touha dobít duši amerického spotřebitele přebila německou racionalitu a preciznost. Akcie VW odepsaly zhruba 25 procent, výrazně to odnesl i německý automobilový sektor. Investoři se nyní ptají, jakých invencí používala konkurence. Může se stát, že by šlo o problém celého sektoru? Na odpovědi si ještě budeme muset počkat.

Šedá labuť zdravotnická

V posledních týdnech si Hillary Clinton v rámci své předvolební kampaně vzala na mušku (ne)regulaci cenotvorby léků amerických farmaceutických společností. V tomto případě se jedná spíše o labuť šedou (vnímáno optikou možného rizika, jehož pravděpodobnost výskytu však lze obtížně kvantifikovat). Abychom nepochybovali, že v rámci sektoru nemusí být vše v pořádku, připomenula se nám firma Valeant Pharmaceuticals, která údajně záměrně nadhodnocovala své tržby, čímž se akcie ocitly ve volném pádu. Jak si počínal zbytek sektoru? Ani zde odpověď, zda jsou obdobné praktiky ojedinělé, zatím neznáme.

Hejno zůstává bílé

Když si ale vyjmenované faktory srovnáme v perspektivě aktuální výkonnosti globálních indexů, například MSCI All Countries, v dolarech a včetně vyplacených dividend je k dnešnímu dni za posledních 12 měsíců investor v plusu 4,2 procent. Korunový výnos však odpovídá 17,1 procentům. Navzdory černým labutím, proběhlé korekci, geopolitickým rizikům, problémům na rozvíjejících se trzích a mnohému dalšímu... doplňte si sami.

Účetní a jiné skandály obvykle nevystupují na světla ramp individuálně, ale bývá jich více během krátké doby. Těšme se tedy na zajímavý závěr roku. A nezapomeňte, prosím, dostatečně diverzifikovat své investice, ať už geograficky, nebo sektorově, abyste mohli nadále dosahovat dlouhodobě průměrných výnosů. Případně další labuť všech barev ve vás budou budit jen pohoršení se slovy: „Jak se to mohlo vůbec stát!“ Pokud samozřejmě nepřijde černá labuť s přídomkem globální...

Jaroslav Vybíral, analytik ČSOB Asset Management



Chcete vědět, proč v portfoliu právnických osob aktuálně dáváme přednost investicím do variabilně úročených podnikových dluhopisů před dluhopisy státními? Jak reagujeme na pravděpodobné rozšíření expanzivního programu ECB a jak zohledňujeme rizika při analýze akciových trhů? Proč mimo jiné nerealizujeme nákupy nových emisí u strukturovaných fondů? Odpovědi na tyto a další otázky nabízí detailní komentář Jana Bureše, portfolio manažera společnosti ČSOB Asset Management.



Úrokové sazby

V rámci nástrojů zohledňujících úrokové sazby dáváme stále přednost variabilně úročeným podnikovým dluhopisům, případně fixně úročeným podnikovým emisím, které jsou splatné v horizontu jednoho až pěti let. Co možná nejvíce omezujeme, jsou investice do státních dluhopisů, jejichž výnosy se až do šestiletých splatností obchodují se záporným výnosem. Vyhýbáme se i delším splatnostem v horizontu šesti a více let, neboť jejich výnosová prémie je ve srovnání s těmi kratšími zanedbatelná a neúměrná úrokovému (duračním) riziku.

S ohledem na rostoucí pravděpodobnost rozšíření expanzivního programu ECB jsme duraci dluhopisové složky v uplynulém měsíci mírně zvýšili. V portfoliích jsme prodali část fondu KBC Money Alpha s průměrnou durací 0,4 roku a nahradili jej fondem KBC Multi Interest Medium s průměrnou durací 1,4 roku.

Nadměrná koronová likvidita, která je důsledkem probíhajících intervencí ČNB, značně prodražila náklady zajištění měnového rizika. Přestože výše těchto nákladů v uplynulém měsíci poklesla, zmíněné intervence nadále snižují atraktivitu cizoměnových investic. V portfoliích, kde to limity umožňují, ponecháváme část cizoměnové složky portfolia nezajištěnou. V případě eura přede vším kvůli nákladům zajištění, u dolaru je rovněž silnější perspektiva jeho možného posílení.

Rizikové dluhopisy (tzv. high yield) realizujeme převážně prostřednictvím fondů, protože úzce korelují s jinými rizikovými aktivy (např. akciemi). V uplynulém měsíci si fondy připsaly solidní zisky a zářijové poklesy zcela eliminovaly. S ohledem na trvající rizika jsme však pozici v těchto fondech již nenavýšovali. Z rizikových dluhopisů preferujeme evrové před dolarovými, které mohou negativně zasáhnout rostoucí sazby ve Spojených státech.

Zabezpečené investice

Portfolio Pro

Průměrný podíl akciové složky fondů typu Portfolio Pro 95 jsme postupně snížili z březnových maxim (45 procent) na červencových 22 procent (82,5 vs. 61,5 procent pro Portfolio Pro 90). Tento podíl v srpnu dále poklesl na 16,5, resp. 49 procent. Nižší podíl akcií v době srpnové a zářijové korekce pomohl zvýšit ochranu vložených investic. Během tohoto období byla akciová složka dále ponížena (koncem září činil průměrný podíl akcií 8, respektive 22 procent). Během říjnového růstu akciového trhu se podíl akcií v Portfoliích Pro průběžně zvýšil na 14,5, respektive 36 procent. Navzdory rizikům zůstává náš náhled na akciové trhy příznivý, proto hodláme v závěru měsíce participovat na listopadové emisí fondů typu Portfolio Pro.

Strukturované fondy (zajištěná hodnota při splatnosti)

Provést konstrukci stoprocentně zajištěných fondů v době extrémně nízkých sazeb není technicky možné. Fondy s nižší mírou ochrany (90 procent) lze konstruovat pouze za cenu vyšší průměrné splatnosti dluhopisové složky. Náš výhled na dlouhodobé sazby není nikterak pozitivní, nákupy těchto nových emisí proto nerealizujeme. Stávající emise, které se v portfoliích nacházejí, tak individuálně vyhodnocujeme s ohledem na jejich průměrnou splatnost a výnosový potenciál. Kde je to možné, vybíráme z dostupných struktur s nižší, nebo podmíněnou ochranou, obvykle ale v rámci níže uvedených tříd aktiv.

Investice bez ochrany

Akcie a strukturované investice

Srpnovou a zářijovou korekci na akciových trzích, která vedla k absolutnímu i relativnímu poklesu akciové složky, jsme u dynamičtějších portfolií využili k nákupům. Akciovou složku jsme tedy i přes předchozí poklesy drželi blízko neutrální úrovni. V regionální alokaci jsme upřednostnili evropské akcie před americkými, které jsme v portfoliích podvažovali. V důsledku zářijového rozhodnutí Fedu odložit zvýšení sazeb akciové trhy klesaly. V průběhu následujících týdnů však americká ekonomika vykazovala sérii nepřilíh přesvědčivých dat, která snížila pravděpodobnost růstu sazeb v letošním roce. Holubičí signály vyslala i samotná ECB, jejíž inflační cíl se stále nachází vysoko nad skutečnou inflací v eurozóně. Mezi investory sílí názor, že expanzivní program ECB se bude dále rozšiřovat. V říjnu si akciové trhy v reakci na „příslib“ měnových stimulů připsaly solidní zisky (evropský Euro Stoxx 50[®] +9 procent, americký S&P 500 +7,5 procent).

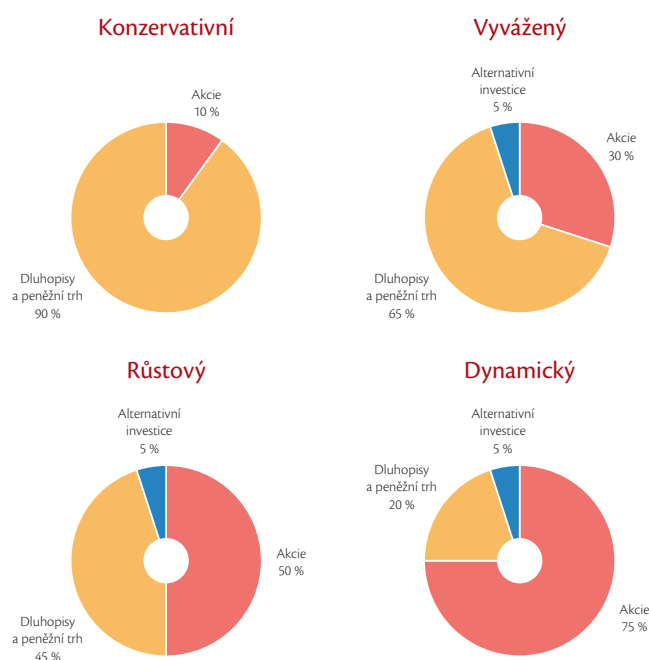
Alternativní investice

Růstu volatility, kterou vyvolal propad akciových trhů, jsme v září využili k nákupu fondu Celest Andromeda (Volatility). Do tohoto fondu je vhodné vstupovat výhradně v okamžiku vysokého růstu volatility, která je spojovaná s propadem akciových trhů. Fond následně zaujímá krátké a dlouhé pozice, čímž dokáže těžit z jejího dalšího pohybu, a to oběma směry. Za uplynulé období zhodnotil fond o 2,5 procenta. V okamžiku, kdy vyhodnotíme, že je růstový potenciál fondu kvůli dalšímu poklesu volatility vyčerpaný, jsme připraveni realizovat zisky a pozici prodat.

Pro institucionální klienty bývá typický důraz na vysokou likviditu, bezpečnost a obvykle i relativně krátký investiční horizont. Proto je pro ně směřovat především vývoj trhu dluhopisů a peněžního trhu, jak naznačuje i předchozí komentář. Dynamická složka portfolia má ale často své opodstatnění i v defenzivně laděných portfoliích, proto informujeme i o aktuálním vývoji a našich názorech týkajících se ostatních tříd aktiv, rozšiřujících základní strukturu konzervativního, především dluhopisového portfolia.

Z hlediska investičních profilů je pro většinu firemních a institucionálních klientů, ať už investují v rámci individuálního portfolia, nebo prostřednictvím fondů, typický velmi defenzivní, resp. konzervativní investiční profil. Přesto zde pro úplnost, srovnání či případnou inspiraci uvádíme i názory a doporučení týkající se také tříd aktiv, jejichž důležitost může být v rámci defenzivní investiční strategie pouze okrajová. Zejména pro konzervativní portfolia je obvyklé naplnění akciové expozice z větší míry nebo i výhradně prostřednictvím zabezpečených investic. Při řízení jednotlivých individuálních portfolií uplatňujeme podobné nástroje a přístupy jako při správě adekvátně zaměřených profilových fondů.

Rozložení portfolia do typových skupin finančních nástrojů v závislosti na typu investora



V preferovaných tématech oproti předchozímu měsíci ubylo sektorové téma zdravotní péče z důvodu zvýšeného rizika budoucí regulace tohoto sektoru. V globální alokaci nadále preferujeme akcie z eurozóny, a to díky potenciálu vysokého růstu zisků korporací.

Zaměření – eurozóna AKTUALIZOVÁNO

Ekonomika eurozóny pokračuje i v roce 2015 v oživení a růst nastartovaný na konci roku 2014 tak trvá. Loni rostla ekonomika eurozóny přibližně o 0,9 % a v tomto roce se očekává nárůst až k úrovni 1,5 %. Již v první polovině roku ekonomika posílila o 1,8 % meziročně. Důvěra podnikatelů se dlouhodobě 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 řeckým problémům, skandálu Volkswagenu a strachu ze zpomalení růstu v Číně. Poslední jmenovaný faktor způsobil pokles průmyslové aktivity a důvěry ve výrobním sektoru, byl však dostatečně kompenzován vyšší důvěrou v sektor služeb. 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 ekonomický růst po šesti čtvrtletích poklesů. Vývoj ve Francii nadále vyvolává v rámci eurozóny obavy, důvěra výrobních firem je stále nízká a ekonomický růst stagnuje již několik čtvrtletí za sebou. V eurozóně důvěra spotřebitelů v průměru roste, což způsobuje příjemné oživení maloobchodních prodeje.

I když hospodářské tempo v zemích eurozóny nebylo negativně zasaženo řeckou krizí, investoři dlouho silné fundamenty přehlíželi. Vystal totiž nový problém: negativní zprávy indikující značné zpomalení Číny, která představuje důležité odbytiště. Akcie eurozóny nejsou drahé, oproti těm americkým se ještě stále obchodují se slevou a proto i nadále dáváme přednost akciím (široké) eurozóny.

Uvolnění měnové politiky prostřednictvím nízkých úroků a nákupů státních dluhopisů (neboli program kvantitativního uvolňování) ze strany Evropské centrální banky, v kombinaci se slabším eurem, nízkými cenami energií a poklesem úspor dávají ekonomikám eurozóny výrazný stimul. Úvěrová aktivita opět narůstá, což dále podporuje růst ekonomiky eurozóny do budoucna. Na tom nic nezměnil ani skokový růst tržních úrokových sazeb, ke kterému došlo před několika měsíci. Po letech nízkého růstu, finanční krize a vysoké nezaměstnanosti zažívá region eurozóny opět oživení. Ve druhém čtvrtletí se zvýšily zisky po čtvrté v řadě nyní o více než 15 % oproti minulému roku. První výsledky za třetí čtvrtletí vykazují pokračování nastavené tendence. Za příznivé makroekonomické situace je prostor pro zvyšování ziskových marží a pozitivní výsledková překvapení. Analytici očekávají, že letošní rok v eurozóně porostou zisky dvouciferným tempem. Podpora ze strany slabého eura bude pravděpodobně postupně ztrácet na síle. Nedávné výprodeje nastavily příležitost pro investice do evropských akcií do naprosto nového světla, trhy totiž odepaly fakticky veškeré letošní zisky akcií, zatímco očekávaný růst firemních zisků trhu jako celku není pravděpodobně ohrožen. Skandál jedné firmy, byť mediálně vděčný, by neměl mít zásadní ovlivnit ziskovost celého evropského trhu, kde vidíme stovky obchodovaných společností. 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 bylo možné i ve střední Evropě sledovat zrychlení ekonomického růstu v první polovině roku. Navzdory dobrému ekonomickému vývoji byl výkon akciových trhů slabý. I na tento region totiž dopadl rusko-ukrajinský konflikt a rizika spojená s řešením řecké otázky. Reakci trhů však považujeme za přehnanou. 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. Dopad na ekonomiku tak zůstává velmi omezený. Střední Evropa jako celek navíc může plně profitovat z nižších cen ropy a díky mírné inflaci zde nehrozí ani zpřísnění měnové politiky. V poslední době však sentiment negativně ovlivňuje 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. V srpnu rostla také průmyslová výroba, a to o více než 4 %. Setrvalý růst mezd podporuje kupní sílu a maloobchodní prodeje. I pro zbývající část tohoto roku se navíc očekává, že ekonomika poroste více než 3% tempem. Na obloze je ale přesto pár černých mraků. Důvěra výrobců klesá směrem k hodnotě 50, což je hranice mezi

kontrakt a expanzí. Zvolení kandidáta opozice prezidentem bylo předzvěstí porážky vlády v parlamentních volbách, které se konaly na konci října. Strana Právo a spravedlnost dosáhla jednoznačného vítězství a bude schopna sestavit jednobarevnou vládu. Částečně populistická politika této strany představuje riziko pro další růst země a investice v Polsku. Předvolební rétorika byla velmi ostrá, na praktickou implementaci protiinvestorských opatření si budeme muset počkat. Je možné, že novým vládním návrhům se otupí hrany a situace nakonec nebude natolik horká.

I v České republice zůstávají ekonomické ukazatele velmi dobré. Ekonomika nabrala neuvěřitelné tempo a výrazně překonává očekávání. Za druhé čtvrtletí mezikvartální vzrostla o 1,1 % a meziročně dokonce o 4,6 %, což je nejrychlejší růst za posledních sedm let. Naposledy česká ekonomika dosáhla takových 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 srpnovém růstu průmyslové výroby o 6,3 %. Silná zůstává i poptávka ze strany spotřebitelů. Důvěra spotřebitelů je zpět na úrovních roku 2007 a maloobchodní prodeje také rostou (+4,4 %).

I Maďarsko dosahuje slibných ekonomických výsledků. Roční růst HDP ve druhém čtvrtletí roku 2015 se pohyboval okolo 3 %. Pozitivní je i růst maloobchodních prodeje (+4,7 %) a zejména průmyslové výroby o více než 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. Populistická vláda Maďarska však v minulosti často prováděla „protibyznisová“ 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 o přibližně 20 % levnější, než je průměr akcií v eurozóně, nabízejí přitom srovnatelný dividendový výnos v kombinaci s vysokým očekávaným růstem zisků. 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 dlouhodobě 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 podnítit inflaci. Jakmile by byla z ekonomiky vymýčena 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 odeznely. V září se tak hlavní ukazatel inflace pohyboval opět v okolí nuly (+0,2 % meziročně) indikující deflaci. Pozorujeme 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. Přetrvávající problém nízké inflace/deflace hovoří pro možné zintenzivnění programu kvantitativního uvolňování centrální bankou v blízké době.

První dva pilíře politiky premiéra Abeho Japonsku přinesly výsledky. Ve čtvrtém čtvrtletí se Japonsko skutečně dostalo z recese a v prvním čtvrtletí 2015 místní ekonomika dosáhla růstu 3,9 % ročně, i když za ním z velké části stála tvorba zásob. Tento vývoj byl však následován poklesem HDP ve druhém čtvrtletí. Přesto je růst v první polovině roku ve výši přibližně 1,5% na úrovni srovnatelné s eurozónou. Dle říjnových dat došlo dále ke zlepšení podnikatelské důvěry a nárůstu maloobchodních prodeje. Japonské podniky zaměřené na vývoz opět získávají podíl na trhu díky levnému jenu. Japonsko je jednou z mála asijských zemí, kde je růst vývozu ještě stále pozitivní, i když i zde má vliv zpomalení růstu rozvíjejících se trhů (a zejména Číny). Není překvapením, že Tankan, indikátor důvěry pro velké podniky, je ještě stále na vysoké úrovni. Ekonomická obnova v Japonsku pokračuje, i když velmi pomalu. To platí i pro třetí pilíř premiéra Abeho, který má vyřešit strukturální problémy Japonska. 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. Efekty těchto procesů budou viditelné teprve za delší dobu, i když se úroveň participace na pracovním trhu v současné době výrazně zvýšila.

Japonská burza byla v uplynulých letech silně pohnána chováním japonské centrální banky. Očekáváme, že i v následujících letech bude centrální banka uplatňovat velmi volnou měnovou politiku, což zapadá do politiky premiéra Abeho. 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 akcii ve výši 16,5 drahá ve 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 5,1 %, 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 automobily (ačkoliv byl nedávno sektor pod vlnou výprodejů díky emisnímu skandálu automobilky Volkswagen) a příslušní subdávatelé, 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. V současné době však 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 evropští výrobci kromě toho mohou využít oslabení jenu a eura. Díky dramatické reakci na skandál automobilky Volkswagen a nepříteli příznivé zprávy z Číny je tento subsektor opět velmi levný. Můžeme ho tedy doporučit. Kvůli aféře Volkswagenu dostaly akcie automobilek tvrdé zásahy. Následky pro celý sektor však nebudou tolik negativní, pokud se nevytoří nové skandály. Spotřebitelé nebudou kupovat méně aut, budou pouze kupovat jiná. Standardy pro emise budou pravděpodobně přísnější s následkem vyšších nákladů pro konstruktéry, to však prospěje dodávatelům, kteří budou muset pro tento problém dodávat řešení.

Pozitivně vnímáme také subsektor médií. Jelikož se celosvětově růst – tažený zejména spotřebou – v tomto roce dále zvyšuje, rozpočty na reklamu mohou 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 důvěra stoupá s pozvolným růstem úspor.

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 velmi levný při poměru ceny k očekávaným ziskům na akcii (P/E) méně než 12. Zejména banky jsou levné a obchodují se pod úrovní jejich účetní hodnoty.

Americký bankovní sektor je ve fázi ekonomického cyklu nejdál. Rovněž má za sebou již většinu procesu přizpůsobení se nové regulaci. Přichází také zlepšení v dosahování 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 ztestovat své rozvahy. Obě opatření by měla vliv na výnosnost kapitálu. Kvůli „žestihování“ rozvahy 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. Program kvantitativního uvolňování dosáhl v této rovině úspěchu a daří se mu rozšířit evropský úvěrový trh.

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 by v tomto roce měly vzrůst o desítky procent. Dlouhodobě zůstávají 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 zaujímáme 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 začal ve druhém čtvrtletí a podle očekávání by měl pokračovat (zejména v USA). Dlouhodobě potřebují i evropští poskytovatelé 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 vracejí na trh s dluhopisy. Zajišťitelé zaznamenávají pokles premii 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 odmazává svou neslavnou minulost. Je sanovaný, nadále však potřebuje kapitál a vyčkává, 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. Tento sektor je navíc levný a máme tak na něj do budoucna pozitivní výhled.

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 0,5 %. Mnohé evropské vládní dluhopisy s kratší dobou splatnosti nesou negativní úroky. České dluhopisy nesou výnos pouhých 0,5 % při desetileté splatnosti. Průměrný dividendový výnos v eurozóně ale dosahuje 3,8 % a firmy s vysokým dividendovým výnosem vyplácejí ještě o 1 % víc, podobně jako firmy kótované na pražské burze. Při výraznějším ekonomickém růstu se budou úrokové sazby rychleji zvyšovat. To je nepříznivé pro ceny dluhopisů v portfoliích. Pro akcie s vysokým dividendovým výnosem je vyšší úrok zřejmě také nevhodný: k jejich dividendovému 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 ne tak dávnému růstu výnosů stoupnou v druhé polovině roku 2015 pravděpodobně už jen mírně. 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 (2,1 %) a výnosem z dividend (2,2 %). Kromě toho

očekáváme v USA růst úroků, byť možná bude ještě o pár měsíců opožděn. Zvýšení sazeb v USA si pravděpodobně vynutí také růst úroků na mnoha rozvíjejících se trzích, aby si lokální měny udržely svoji stabilitu. Tam tedy také 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 vynášejí 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 vysokým 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 dostatečně bezpečným ratingem. Takto usilujeme o vyšší výnos, zatímco úrokové riziko a kolísavost trhu zůstávají na snesitelné úrovni.

Rok 2015 začal skvělým startem, v polovině dubna však došlo k obrátce. Nejprve obavy z pádu Řecka a poté strach ze zpomalení růstu v Číně – to vše má vliv na výkon tohoto typu investice. Americké úrokové sazby se dosud nezvýšily, jejich zvýšení je však dlouhodobě diskutováno a je možné, že k němu dojde do konce roku. 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. Ačkoliv je ještě příliš brzy hovořit o obrátce, nedávno bylo možné pozorovat v klesajícím trendu čínského růstu určité známky stabilizace. Rozvinutým zemím se daří výrazně lépe. Pokračující oživení v Evropě je udržitelnější. Zdá se, že Japonsko je na dobré cestě a i americká ekonomika se může ještě stále pochlubit dobrými ekonomickými ukazateli. Vůči dluhopisům s vysokými výnosy zůstáváme pozitivní, plnou důvěru ale vkládáme momentálně 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 rozumnými vysokými výnosy.

Zaměření – americký dolar AKTUALIZOVÁNO

Ve druhém čtvrtletí a také v uplynulých měsících dokázala americká ekonomika opět zařadit vyšší rychlostní stupeň. Podílel se na tom zejména sektor služeb a americký spotřebitel. Podle dlouhodobých oceňovacích modelů má americký dolar fundamentální hodnotu 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 rozdíl mezi očekávanými úrokovými sazbami v USA a eurozóně způsobené protichůdnými politikami obou centrálních bank. Během druhého čtvrtletí dolar posiloval s tím, jak se data z USA zlepšovala. Americká ekonomika v druhém kvartálu vzrostla o 3,9 %. Došlo k obnově důvěry podnikatelů, znovu vznikalo většinou více než 200 000 nových pracovních míst měsíčně a spotřebitel mohl nadále profitovat z nižších cen ropy. V posledních měsících dolar sice oslabil, jak se vidina zvýšení sazeb v USA oddálila, podle nás jde však pouze o drobné oddálení v řádu měsíců, které na našem názoru nic nemění. Na nedávné tiskové konferenci Janet Yellenové, předsedkyně Fedu, zvýšení úrokových sazeb ještě neoznámila, zdůraznila ale, že první úroková změna po více než 9 letech je nyní blízko. Všechny zraky se nyní upírají na následující zasedání Fedu, které se bude konat 16. prosince. Poslední slabší data z trhu práce však posouvají očekávání trhu o zvýšení sazeb spíše až do roku 2016, Fed však zvýšení sazeb v tomto roce ještě nevdal. Jako důvod k odkladu lze uvést nejen nízkou inflaci, ale i turbulence na rozvojových trzích. Rovněž v americké ekonomice vidíme stále pouze omezený tlak na růst mezd. V následujících měsících však očekáváme jejich postupný růst. Kromě toho ECB na začátku března začala nakupovat vládní dluhopisy a měnové 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 nevysvětlitelného kolísání směnných kurzů.

4 TYPY AKTIV

Pohled na jednotlivé třídy aktiv.

Hotovost BEZE ZMĚNY

Výnosy jsou velmi nízké (zůstávají poblíž nuly) a v blízké budoucnosti ani neočekáváme jejich růst. Návratnost 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

Současné úrokové sazby jsou udržovány uměle nízkou prostřednictvím velmi uvolněné monetární politiky, která se používá na celém světě. Až začne tato politika přinášet své plody (jako např. v USA a Velké Británii), dojde k jejímu utažení a i dluhopisové úroky se „znormálnízí“ na mnohem vyšší úroveň. V eurozóně se zatím neobáváme takovéto změny v nejbližších měsících.

Centrální banky po celém světě udržují úrokové sazby co nejnižší s cílem podpořit křehké oživení ekonomiky a zabránit opětovné recesi. 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 náznaky racionality. Tuto situaci by bylo možné odvodnit pouze v případě očekávání extrémně dlouhého období téměř nulové inflace. Nízké ceny ropy (způsobené poklesem cen v minulém roce), nadále přetrvávají a tlačí dolů meziroční růst inflace. Takřka nulová inflace je tak nadále problémem většiny rozvinutých zemí.

Začátkem května se ochota tolerovat extrémně nízké nebo dokonce negativní úrokové sazby výrazně snížila a úrokové sazby vzrostly v průměru o 1 % (tím více, čím delší mají dluhopisy dobu splatnosti). Takovéto korekce přicházejí vždy velmi nečekaně a nedávno doba toho byla jasným důkazem.

Při současných úrovních úrokových sazeb jsou zejména dlouhodobé dluhopisy velmi zranitelné vůči jejich růstu. Tomu, kdo chce i nadále investovat do vládních cenných papírů, doporučujeme velmi krátké doby splatnosti (maximálně 2 roky).

Navzdory mírně vyšším úrokovým sazbám, než byly během dubna a akcím ECB zůstávají rizika velmi asymetrická. Stačí i omezený růst úrokových sazeb na to, aby se výnosy dluhopisů dostaly do červených čísel. Ačkoliv se výnosy nedávno stabilizovaly, dlouhodobě se domníváme, že se normalizují na výrazně vyšších úrovních. Tento růst potáhnou USA. Spojené státy se v tomto cyklu nachází o pár let před Evropou, postupně se dostaly do období boomu a místní centrální banka má napilno 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.

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 přibližně do pásma dlouhodobě obvyklého ocenění: nejsou tedy již vysloveně levné, ale ani drahé. Prudké zvýšení cen akcií, jehož jsme byli svědky v posledních letech, bylo doprovázeno pouze mírným růstem zisků, a to zejména v Evropě. Zde se růst zisku rozpochoval teprve nedávno

na rozdíl od USA, kde je fáze růstu zisků dokončena a v současné době se dokonce zastavila kvůli silnému zastoupení společností z ropného sektoru (který trpí propadem cen ropy) na trhu. Výsledková sezóna v USA za třetí čtvrtletí se zatím vyvíjí lépe, než se očekávalo. Je však třeba podotknout, že očekávání nebyla pro toto čtvrtletí vysoká.

Korekce, která proběhla na akciových trzích na konci srpna a v září, rozmýšlaná otázkou nad stavem čínské ekonomiky, vedla k faktickému odmazání veškerých letošních akciových zisků. Nadále 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, zejména pak v Číně, a neortodoxní opatření čínské vlády na podporu místního akciového trhu způsobila na trzích neklid a stlačila v srpnu i září burzy celosvětově níže. Na sentiment měla vliv také nejistota ohledně americké úrokové politiky. My však pesimismus ohledně globálního růstu nesdílíme. V Číně dojde k měkkému přistání, zatímco na Západě podpoří růst spotřebitel, který mimo jiné využívá výrazného poklesu cen ropy a opětovného růstu pracovních příležitostí. V uplynulých týdnech bylo patrné, že na trzích opět začala panovat optimistická nálada, když se pozornost investorů opět upřela na dobré fundamentální faktory společností i rozvinutých ekonomik jako celku. Růst trhů dále podpořilo prohlášení ECB o možném prodloužení programu kvantitativního uvolňování. Očekává se, že světový HDP poroste v letech 2015 i 2016 o 3,1–3,6 % ročně (což je v souladu s dlouhodobým průměrem). V této oblasti jsme optimističtější již dlouhou dobu. Výrazný pokles cen ropy posiluje kupní sílu spotřebitelů a politika extrémně nízkých úroků, spojená s méně drastickými vládními škrty 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 a je značně vyšší než krátkodobé nebo dlouhodobé úrokové sazby (často nižší než 1%). Dividendový výnos dosahuje 2,7 % (globální akciový index) až 3,8 % (evropské akcie) nebo ještě o něco více v případě českých akcií a předpověď celkového výnosu je tak podstatně vyšší než u hotovosti nebo dluhopisů. Pro navýšování akciových pozic v krátkodobém horizontu však požadujeme větší jistotu ohledně světového růstu, zejména v Číně a ve zbylých rozvíjejících se zemích.

Akcie s kapitálovým zajištěním

V posledních měsících jsme byli svědky toho, že na akciových trzích mohou velmi rychle vypuknout masivní výprodeje a extrémní averze k riziku. 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 prémie 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.

Nemovitosti **BEZE ZMĚNY**

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 zajímavější 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 trhům. Optimismus, který se vrátil na finanční trhy v posledních týdnech, navýšil letošní zisky zpět k 20% úrovni. 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. To je pozitivní pro nákupní centra.

Komodity **BEZE ZMĚNY**

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“ (znovuoobnovování 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 prémii (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 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 tvrdší mezi 100 a 115 dolary za barel, částečně v důsledku geopolitických rizik. Po strmém pádu se na začátku roku 2015 ceny ropy zastavily až na 50 dolarech za barel. Od té doby se cena ropy vrátila zpět k 65 dolarům za barel v polovině května, jen aby 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. Bleskurychlý rozvoj techniky na těžbu ropy z břidlicových polí vedl v USA během období 5 let k nárůstu množství vytěžených břidlicových 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. Důležité je, že velké ropné společnosti seškrtyly 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 rozhodit. Závěrem tu jsou také – stejně jako vždy – geopolitická rizika na Středním východě, v Nigérii a ve Venezuele.

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 štědrého sociálního programu.

Zlato **AKTUALIZOVÁNO**

Je-li cena nad 1 000 USD za uncii (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 (zaručeně 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 950 USD za unci. Kromě toho se zlato skutečně nespotebíává, 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 října 2015 se zlato obchoduje přibližně za 1 150 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 (podobně jako akcie), což si investoři kupující zlato 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 přidaná 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 a trhy 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 29. 10. 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

		11/2015	02/2016	05/2016	11/2016
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	-0,30	-0,10	0,10	0,40
	5Y sazba	-0,10	0,30	0,40	1,00
	10Y sazba	-0,45	1,10	1,30	1,50
	USD/CZK	24,64	25,81	25,81	25,81
	EUR/CZK	27,10	27,10	27,10	27,10
EUR	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	-0,35	-0,25	0,00	0,25
	5Y sazba	-0,15	0,10	0,40	0,70
	10Y sazba	0,45	0,90	1,10	1,20
USD	Základní sazba	0,25	0,50	0,75	1,00
	2Y sazba	0,60	0,80	1,30	1,60
	5Y sazba	1,35	1,80	2,25	2,35
	10Y sazba	2,00	2,40	2,80	2,85
	USD/EUR	1,10	1,05	1,05	1,05

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	-0,30	+0,90	+1,40	+1,30	+0,40	+0,10
USA	+1,50	+2,40	+2,10	+1,50	+1,60	+0,20

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg