



AKTUÁLNÍ ČÍSLO PŘINÁŠÍ:

Jak vidíme svět?

- Prosinec nabídne hned dvě zásadní události pro finanční trhy. Nejprve zasedání Evropské centrální banky, následně pak amerického Fedu. Od obou centrálních bank se očekává úprava měnové politiky.
- Růst zisků v eurozóně zůstal ve třetím čtvrtletí za očekáváním.
- Japonsko se ve třetím čtvrtletí znovu vrátilo do recese.

Co děláme v portfoliích?

- Akciovou složku ponecháváme na mírně nadvážené úrovni a i přes mírný optimismus zůstáváme pozorní k rizikům. Obecně preferujeme investice na rozvinutých trzích.

Ekonomické oživení pokračuje. Sektor služeb je tahounem růstu, zatímco zpracovatelský průmysl nadále zaostává. Předběžné indikátory ale potvrzují, že dochází k obratu. Na rozdíl od předchozích čtvrtletí lze jak v západních, tak rozvíjejících se zemích opět pozorovat zlepšení důvěry výrobců ve zpracovatelském průmyslu. Americká ekonomika jede na plné obrátky. Slabší ekonomické ukazatele z minulých měsíců jsou zapomenuty: poslední čísla z pracovního trhu byla ohromující a předchozí údaj byl revidován směrem nahoru. Také Evropě se daří. Situace se strukturálně zlepšuje: spotřeba zůstává silná a dále roste (i na periferii), zvyšuje se úvěrová aktivita, pracovní trh posiluje. Rovněž ekonomika ve Spojeném království zůstává silná a dobrá čísla z minulého měsíce jsou potvrzena. Naopak japonská ekonomika nemůže popadnout dech. Ve třetím čtvrtletí hovoříme znovu o recesi. Sliby premiéra Abeho o trvale udržitelném oživení se zatím nenaplnují.

Rozvíjející se trhy zpomalují růst

Růst v Číně zpomaluje, ale není to tak drastické, jak se očekávalo. S růstem 6,9 % ve třetím čtvrtletí roku 2015 zůstává nejrychleji rostoucí ekonomikou na světě. Komoditně zaměřené země, jako jsou Brazílie a Rusko, se musejí vypořádat s výrazným poklesem cen na trhu komodit. V Indii zůstává růst zachován.

Prosinec aneb mimořádně akční měsíc pro centrální banky

Zpráva o pracovním trhu v USA předčila veškerá očekávání. Tím se uvolnila cesta pro první zvýšení úroků americkou centrální bankou (viz graf na další straně). Po prvním kroku by měla následovat celá série zvyšování úrokových sazeb, pravděpodobně ale pomalejším tempem, než bývalo praxí v minulosti. Navzdory očekávání vyšších úrokových sazeb je americký dolar ještě stále atraktivní. Inflace v eurozóně zůstává mnohem nižší, než je cíl ECB. Mario Draghi, prezident Evropské centrální banky, chce na nízkou inflaci zřejmě odpovědět dalšími nekonvenčními měnovými opatřeními. V říjnu vzrostla celková inflace v eurozóně o 0,1 %. Jádrová inflace, tedy inflace bez vlivu silně kolísajících cen potravin a energií, se však zvýšila o 1,1 %. Na začátku roku 2016 očekáváme silnější inflační růst, protože efekt výrazného poklesu cen ropy meziročně již nebude hrát roli. Zatím není jasná konkrétní podoba měnových opatření Evropské centrální banky. Dojde k rozšíření programu nákupu dluhopisů? Nebo jeho prodloužení v čase? Nebo se chystá snížení úroků z vkladů?

Důsledky pro investory

Zásadní dopady možného zpřísnění monetární politiky v USA představují vyšší úroky a silnější dolar.

Krátkodobé úroky budou růst spolu s úrokovou sazbou, což bude mít pozitivní efekt na americká depozita a spořicí účty. A vzhledem k tomuto krátkodobému vzestupu úroků a normalizaci ekonomického růstu a inflace, poroste v USA také dlouhodobá úroková sazba. To je dobrá zpráva pro budoucí investory do dluhopisů, ale špatná pro jejich stávající majitele (hodnota dříve emitovaných dluhopisů klesne).

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Základní makroekonomické ukazatele ČR:

	Období	Údaj	Poslední změna
Inflace	10/2015	0,20 %	-0,20 p.b.
HDP	3Q/2015	4,50 %	-0,10 p.b.
Nezaměstnanost	10/2015	5,90 %	-0,10 p.b.
Základní sazba ČNB	10/2015	0,05 %	0,00 p.b.

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

V eurozóně zachovává ECB velmi uvolněnou politiku, takže rozdíl v sazbach centrálních bank mezi USA a eurozónou dále poroste. To povede k dalšímu zhodnocení amerického dolaru, ačkoli je na současných úrovních již poměrně silný a hodně v minulých měsících posílil.

Důsledky pro akciové trhy není tak snadné odhadnout. V minulosti způsobilo zvýšení úroků otřesy. Trhy po zahájení cyklu zvyšování úrokových sazeb obecně trochu klesají, ale později dokáží počáteční ztráty bohatě vykompenzovat. Vždyť zvýšení úroků je vždy znakem silnějšího hospodářského růstu a inflace. Teprve ve chvíli, kdy sazby dosáhnou relativně vysoké úrovně (3 % nebo více při normálním růstu a inflaci), začínají se projevovat i negativní efekty.

Růst zisků ve třetím čtvrtletí představuje zklamání

Třetí čtvrtletí roku 2015 je v USA bohužel třetí výsledkovou sezónou v řadě bez růstu zisků. Odpovídá to ale očekávání trhu. Hlavní příčinou je opět nízká cena ropy. Ta vede v sektoru energií k poklesu zisků o téměř 55 %. Mimo sektor energií však rostou zisky o přibližně 3 %. V polovině sektorů klesají také tržby, brzdí je nízká inflace a s ní spojený nízký nominální hospodářský růst, rovněž silný dolar hraje roli. Evropské firmy zatím nepokračují v trendu oživení zisků z předchozích čtvrtletí. Navzdory levnému euru, nižší ceně ropy a oživení na úvěrových trzích lze pokles zisků pozorovat i v eurozóně a mimo sektor energií. Část tohoto poklesu je způsobena (doufáme, že jednorázovými) událostmi, jako kauza Volkswagen. Dále představoval růst zisku zklamání zejména u firem s výrazným podílem tržeb v rozvíjejících se zemích, kde došlo k ekonomickému zpomalení.

Proč si mám spořit na důchod?

Občas slyším námitky, že se věková hranice odchodu do penze neustále posouvá a že se tak zaslouženého odpočinku stejně nedožijeme. Dovolil bych si opovázat.

Především současná generace čtyřicátníků stojí před nelehkým úkolem. Jak se připravit na život po aktivním životě, tedy na penzi? Pro tuto, tedy vlastně moji, generaci totiž nastává nejvyšší čas.

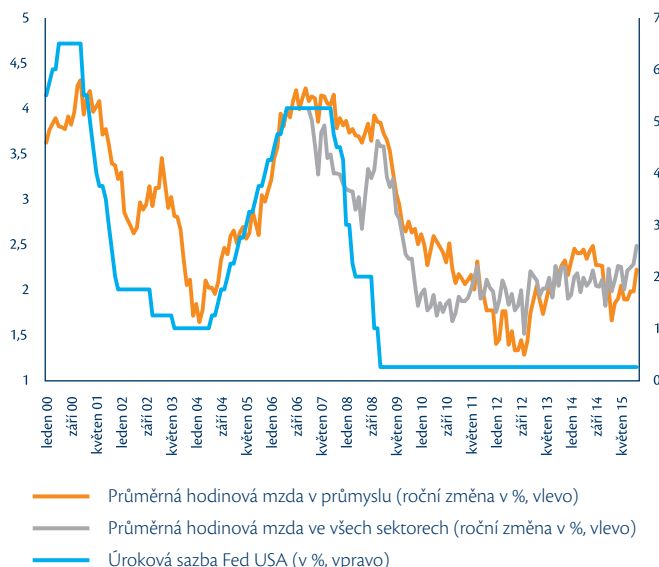
Pojďme se na chvíli vrátit do historie. Za krásných romantických časů tří mušketýrů (v 17. století) žádný důchodový systém neexistoval. Když se tedy nepostarala rodina, musel průměrný zástupce tehdejší populace pracovat do posledního dne svého života. (Pokus vévody Ernesta Gothajského, který založil vdovské fondy pro manželky zesnulých kněží a učitelů, nepočítám.) Revoluční myšlenku zavést jakýsi důchodový systém uvedl do praxe pravděpodobně jako první Otto von Bismarck v roce 1889. Považte ovšem ty parametry! Očekávaná střední doba dožití tehdy byla 45 let. Nárok na penzi ale vznikal až v sedmdesáti letech! Tušíte správně, peníze se dočkal jen zlomek „důchodců“. Abychom ale byli objektivní, nízký věk dožití způsobovala vysoká úmrtnost dětí, takže rozdíl nebyl zdaleka tak hrozivý. Nicméně jak ekonomiky sílí a obyvatelé začali sociální zabezpečení vnímat jako základní atribut spokojenějšího života, rostl počet těch, kteří alespoň pár měsíců měli možnost penzi pobírat. Ke zlomu, kdy délka života začala přesahovat věk nároku na penzi, došlo až před druhou světovou válkou, kdy se obě věkové hranice pohybovaly kolem 65 let. Kromě válečných let pak už bylo jen lépe. Dnes se však začaly posouvat výše i věk odchodu do důchodu. Na vině není ani krize finanční či jiná, ani kolísání hospodářského výkonu, ale zjednodušeně fakt, že se nerodí děti. Naše důchody tak nemá kdo platit. Pokud si dnes člověk v mnoha evropských zemích může užívat důchodu i čtvrtstoletí, a přitom má jedno dítě, pak to prostě nevychází. I málo matematicky nadanému jedinci dojde, že je někde chyba.

Řešení dané situace jsou v podstatě dvě. Buď můžeme zkrátit dobu, kdy si budeme užívat důchodu, nebo si na něj našetříme sami. Většina vyspělých zemí kombinuje oba přístupy – zkracuje dobu odchodu do penze a zároveň propaguje „samospoření“ na důchod. A nedějme se mýlit, i v případě odchodu do důchodu v 65 letech je alespoň deset důchodových let velmi pravděpodobných. Proto má tedy spoření na důchod smysl. Určitý pocit nezávislosti na tom, jak se rozhodne pár pomazaných hlav, ani nepočítám. Navíc, když mám ušetřeno, mám i určitou svobodu, kdy se rozhodnu odejít do důchodu. Krásné je to vidět za humny v Rakousku, kde oficiální věk odchodu do důchodu je u mužů 65 let, ti ovšem reálně odcházejí do penze krátce po šedesátce, a navíc si dokáží udržet životní úroveň (důchod tvoří zhruba 80 procent jejich předdůchodových příjmů). Dodejme snad jen, že u našich jižních sousedů existují všechny tři pilíře penzijního zajištění a jsou plně funkční.

Aleš Prandstetter, investiční stratég ČSOB Asset Management



Růst mezd je předzvěstí zvýšení úrokové sazby ze strany Fed



2

NÁŠ POHLED NA PORTFOLIA

Základní pohled na portfolia našich klientů z řad právnických osob. Aktuální komentář portfolio manažera Jana Bureše popisuje naše reakce na aktuální dění na trzích.

Úrokové sazby

Strategie navýšení durace dluhopisové složky, kterou jsme v uplynulých měsících aplikovali napříč portfolii nákupem fondu Multi Interest Medium a prodejem fondu KBC Money Alpha, případně tam, kde to umožňoval charakter portfolia (nákupem fixně úročených dluhopisů podnikových emisí se splatností do pěti let), byla v důsledku poklesu výnosů a rizikových marží dluhopisových instrumentů úspěšná. Investice do vládních dluhopisů jsme naopak v co nejvyšší možné míře omezovali. Výnosy domácích vládních dluhopisů se v horizontu do šesti let obchodují se zápornými výnosy. I když nemůžeme pro nejbližší období vyloučit jejich další pokles (růst jejich cen), do pozic s ohledem na rizika nevstupujeme. Vyhybáme se i vládním dluhopisům s delšími splatnostmi (šest a více let), neboť jejich výnosová prémie je ve srovnání s těmi kratšími zanedbatelná a neúměrná úrokovému (duračním) riziku.

V portfoliích, kde to umožňují limity, ponecháváme část cizoměnové složky portfolia nezajištěnou. Zatímco u evropských investic jsou příčinou relativně vysoké náklady zajištění, u dolaru je silnější perspektiva jeho možného posílení.

Rizikové dluhopisy (tzv. high yield) jsou realizovány převážně prostřednictvím fondů. Tento typ investic úzce souvisí s jinými rizikovými aktivy jako např. akciemi. Fondy pokračovaly v mírném růstu i v listopadu a úspěšně navázaly na solidní zisky z předchozího měsíce. Pozici v těchto fondech jsme nicméně dále nenavýšovali převážně kvůli potenciálním rizikům spojených s růstem kreditních marží u méně bonitních emitentů. Z rizikových dluhopisů preferujeme evropské dluhopisy před dolarovými, které mohou negativně zasáhnout rostoucí sazby ve Spojených státech.

Zabezpečené investice

Portfolio Pro

Průměrný podíl akciové složky fondů Portfolio Pro 95 jsme postupně snížili z březnových maxim 45 % na červencových 22 % (82,5 % vs. 61,5 % pro Portfolia Pro 90). Tento podíl byl v srpnu následně snížen na 16,5 %, respektive 49 %. Nižší podíl akcií v době srpnové a zářijové korekce přispěl k vyšší ochraně vložené investice. Během období klesajících trhů jsme akciovou složku dále snížili (v závěru září činil průměrný podíl akcií 8 %, respektive 22 %). V říjnu, kdy došlo k růstu akciových trhů, jsme podíl akcií ve fondech opětovně navýšili na 12,5 %, respektive 31,5 %. Přibližně na těchto úrovních pak podíl akcií zůstal i v listopadu.

Hodnota Portfolia Pro 90 v letošním roce poklesla v průměru o 0,1 %. Pokles hodnoty Portfolia Pro 95 činil v průměru 0,6 %. Nižší pokles Portfolia Pro 90 byl i přes jejich nižší míru

ochrany důsledkem toho, že tyto fondy na trzích s vyšší mírou volatility lépe reagují na obrazy akciového trhu. Pro investora, který je ochoten akceptovat vyšší volatilitu (kolísání) portfolia, v čase se tak nabízí otázka, zda naopak neotevřít limity ve prospěch fondů s nižší mírou ochrany.

Strukturované fondy (zajištěná hodnota při splatnosti)

V době extrémně nízkých sazeb nelze prakticky konstrukci 100% zajištěných fondů technicky provést. Fondy s nižší mírou ochrany (90 %) můžeme konstruovat pouze za cenu vyšší průměrné durace (splatnosti) dluhopisové složky. Vzhledem k tomu, že náš výhled na dlouhodobé sazby není nikterak pozitivní, nákupy těchto nových emisí nerealizujeme. Stávající emise držené v portfoliích individuálně vyhodnocujeme s ohledem na jejich průměrnou splatnost a výnosový potenciál. Tam, kde je to možné, vybíráme z dostupných struktur s ochranou nižší nebo podmíněnou, obvykle v rámci dále 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 tak i přes poklesy drželi blízko neutrálních úrovní. Tato strategie se osvědčila, neboť si akciové trhy v reakci na „příslib“ měnových stimulů ECB připsaly v říjnu velmi solidní zisky.

Začátkem listopadu jsme část z těchto zisků realizovali prodeji vybraných akciových pozic. Regionální alokaci jsme dále lehce vychýlili směrem k evropským akciím, naproti tomu podíl amerických akcií jsme v portfoliích ponížili. Zvýšení úrokových sazeb Fedu, k němuž s největší pravděpodobností dojde na prosincovém zasedání, nebude podle našich odhadů pro tamní riziková aktiva příznivé. Naopak holubičí signály ECB, společně se slabším eurem hovoří ve prospěch evropského akciového trhu. Listopadové zhodnocení akciového trhu dalo za pravdu našim očekáváním, když evropský EuroStoxx 50 zhodnotil o 1,65 % a americký index S&P500 odespal 0,7 %.

Alternativní investice

Růstu volatility, která byla způsobena propadem akciových trhů, jsme v září využili k nákupu fondu Celest Andromeda (Volatility). Do tohoto fondu je vhodné vstupovat právě výhradně v okamžiku vysokého růstu volatility, která je spojována s propadem akciových trhů. Fond následně zaujímá krátké a dlouhé pozice, čímž dokáže těžit z jejího dalšího pohybu, a to oběma směry. Dosavadní zhodnocení fondu dosáhlo 1,35 %. V okamžiku, kdy vyhodnotíme aršístový potenciál fondu z titulu poklesu volatility za vyčerpaný, jsme připraveni realizovat zisky a pozici prodat.

Výnosy korunových i eurových dluhopisů v uplynulém měsíci poklesly (tj. jejich ceny rostly). Příčinu vidíme v nízké inflaci i očekávaných, která se týká budoucího cenového vývoje. Navzdory některým prohlášením čelních představitelů zůstává měnová politika ECB silně expanzivní. ČNB tak nezbyvá než tuto politiku prakticky následovat, pokud chce nadále uměle podhodnocovat kurz koruny. Ostatně sama trhy ujišťuje, že k opuštění intervenčního režimu nedojde dříve než v polovině příštího roku, přičemž jako pravděpodobnější vidí scénář, že intervence zachová až do konce roku 2016. Intervence mají na formování domácích výnosů zásadní význam. Výnosy korunových vládních dluhopisů se v horizontu jednoho dvou let obchodují hluboko v záporu (do -0,6 % p. a.). Podobně je tomu s drobnými rozdíly i ve vyspělých zemích, jako jsou Belgie, Francie, Německo či Rakousko. Významnou část poptávky po korunových emisích nicméně tvoří zahraniční investoři, kteří spekulují na posílení koruny, přičemž předpokládají, že zisky ze zhodnocení měny budou vyšší než náklady spojené s držením vládních dluhopisů. Druhou část investičního spektra pravděpodobně tvoří konzervativní zahraniční investoři, kteří své měnové riziko zajišťují. Zatímco pro korunového investora je zajištění eurové pozice nákladem (tedy ztrátou), pro zahraničního investora naopak zajištění korunové pozice znamená zisk. Zahraniční investoři tak mohou na místním trhu dosáhnout pozitivního zhodnocení, případně vyššího výnosu, než který by získali na dluhopisech denominovaných v jejich měně.

Na relativně malém domácím hřišti, kterým český dluhopisový trh bezesporu je, se jakýkoliv rostoucí zájem z řad zahraničních investorů o domácí emise intenzivně promítá do korunových výnosů. Není tedy s podivem, že v kontextu výše uvedeného se výnosy mnohých českých vládních dluhopisů obchodují s výnosem nižším, než je tomu například u našich německých sousedů.

Jan Bureš, portfolio manažer ČSOB Asset Management



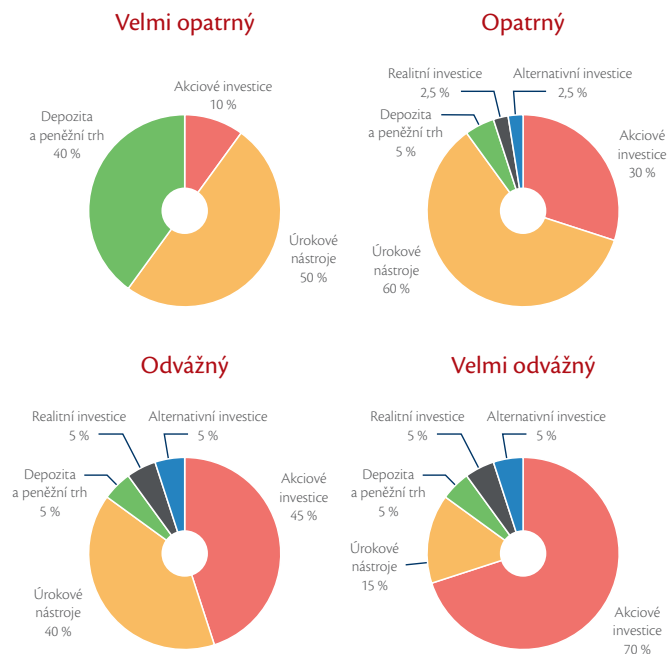
Podíl akciové složky v Portfoliích Pro



Pro institucionální klienty bývá typický důraz na vysokou likviditu, bezpečnost a obvykle i relativně krátký investiční horizont. Proto je pro ně směrodatný 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. velmi opatrný 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 velmi opatrná 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 přibýlo sektorové téma informační technologie. V globální alokaci nadále preferujeme akcie z eurozóny.

Zaměření – eurozóna AKTUALIZOVÁNO

Ekonomika eurozóny pokračuje i v roce 2015 v oživení a růst nastartovaný na konci roku 2014 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, zůstává důvěra výrobců zachována navzdory řeckým problémům, skandálu Volkswagenu a strachu ze zpomalení růstu v Číně. Roční růst HDP dosáhl 1,7 % ve třetím čtvrtletí. 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 třetí čtvrtletí v řadě pozitivní ekonomický růst, i když nižší oproti očekávání. Vývoj ve Francii oproti zbytku eurozóny pokulhává, důvěra výrobních firem je stále nízká a ekonomický růst za třetí čtvrtletí dosáhl 0,3 %. V eurozóně důvěra spotřebitelů v průměru roste, což způsobuje příjmemně oživení maloobchodních prodejí.

Výrazné 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 výhled růstu ekonomik eurozóny. Na tom nic nezmění ani skokový růst tržních úrokových sazeb, ke kterému došlo na konci dubna. V souvislosti s nízkou inflací, uprchlickou krizí a teroristickými hrozbami v Evropě se očekává prodloužení nebo zintenzivnění programu QE na prosincovém zasedání ECB.

V prvních dvou čtvrtletích tohoto roku se zastavil pokles ziskových marží a zhoršování výsledků firem z eurozóny. Třetí čtvrtletí ale skončilo zklamáním. Zisky klesly přibližně o 20 %. Dokonce i bez ropného sektoru a jednorázových položek mnoha velkých německých firem (například u VW kvůli skandálu s emisemi) představuje růst zisku jen 5 %. Slabší poptávka kvůli zpomalení růstu v rozvíjejících se zemích zasáhla zejména vývoze. Na druhou stranu ale očekávání většinou naplnily firmy, které vyvážejí do USA.

Na příští rok 2016 počítají analytici s přibližně 8% růstem zisků. Podpora ze strany slabého eura bude pravděpodobně postupně ztrácet na síle. Akcie firem z eurozóny nejsou drahé. Oproti americkému trhu se ještě stále obchodují se slevou, a proto jim i nadále dáváme přednost.

Srpnové výprodeje se ukázaly být vhodnou příležitostí pro investice do evropských akcií. Trhy při nich odepsaly fakticky veškeré akciové zisky od začátku roku. Následný skandál německé automobilky Volkswagen, byť mediálně vděčný, neměl sílu zásadně ovlivnit ziskovost celého evropského trhu, kde vidíme stovky obchodovaných společností. Evropské trhy tak nyní zažívají opětovný růst, jak se pozornost investorů znovu zaměřuje na zlepšující se fundamenty.

Zaměření – střední a východní Evropa AKTUALIZOVÁNO

Středoevropským ekonomikám se daří velmi dobře. Spolu s ekonomickým oživením v západní Evropě bylo možné i ve střední Evropě sledovat zrychlení ekonomického růstu v první polovině roku. To pokračovalo ve třetím čtvrtletí s výrazným růstem HDP, který byl průměrně nad 3 %. Navzdory dobrému ekonomickému vývoji byl ale výkon zdejších akciových trhů v evropském srovnání v posledních měsících velmi slabý.

Polsko, největší ekonomika střední Evropy, rostlo ve třetím čtvrtletí roku 2015 o více než 3 % a důvěra podnikatelů zůstala neotřesená. V říjnu rostla také průmyslová výroba (+2 %). Růst pracovních příležitostí a 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 klesala postupně směrem k hodnotě 50, což je hranice mezi kontrakcí a expanzí, v říjnu se ale opět zvýšila.

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 sestavila jednobarevnou vládu. Novou vládu lze charakterizovat jako konzervativní, populistickou a nacionalistickou. Zejména se však zdá, že je méně nakloněná firmám. Ve volbách slíbila, že vysoké výdaje na sociální politiku uhradí z nových daní pro firmy, zejména pro banky. Na trh to mělo velký vliv. 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.

V České republice zůstávají ekonomické ukazatele velmi dobré. Ekonomika nabrala neuvěřitelné tempo a výrazně překonává očekávání. Za třetí čtvrtletí HDP mezikvartálně vzrostl

o 0,5 % a meziročně dokonce o 4,5 %, což je nejrychlejší růst za posledních sedm let. Naposledy česká ekonomika dosáhla takových temp růstu ještě před velkou finanční krizí na jaře roku 2008. Investice rychle stoupají a průmyslová výroba dále roste, v září o 0,6 %. Silná zůstává i poptávka ze strany spotřebitelů. Důvěra spotřebitelů je zpět na úrovni roku 2007 a maloobchodní prodeje také rostou (+7 % meziročně). Významnou společností v českém PX indexu však představuje státem vlastněný energetický gigant ČEZ, který trpí klesajícími cenami elektřiny.

I Maďarsko dosahuje slibných ekonomických výsledků. Roční růst HDP ve třetím čtvrtletí roku 2015 se pohyboval nad 2 %. Pozitivní je i meziroční růst maloobchodních prodejí (+5 %) a zejména průmyslové výroby o více než 7 %. Díky nedávnému zvýšení ratingu se Maďarsko dostává opět o něco blíže investičnímu stupni. Vzhledem k nízké inflaci mohla centrální banka v létě dále snížit základní úrokovou sazbu a podpořit ekonomiku. Od té doby zůstaly sazby neměnné. Populistická vláda Maďarska však v minulosti často prováděla „protibyznosová“ opatření. Obětí byl zejména bankovní sektor. Premiér Orbán však slíbil, že v této oblasti dojde od roku 2016 k zásadnímu zlepšení. Budapešťská burza je zatím hvězdou regionu, dosud si v tomto roce připsala více než 40 %.

Středoevropské akcie jsou o přibližně 20 % levnější, než je průměr akcií v eurozóně. Nabízejí přitom slušný dividendový výnos. Růst zisků ve třetím čtvrtletí představoval jisté zklamání, ale zůstal kladný. Nová vláda v Polsku představuje nadále riziko, ale negativní zprávy jsou již započteny v cenách akcií. Ohledně celého regionu jsme pozitivní.

Zaměření – Japonsko AKTUALIZOVÁNO

Opětovné zvolení premiéra Abeho na konci roku 2014 dalo zelenou pokračování takzvaných 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 vyměněna 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. 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. V prvním čtvrtletí roku 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 a třetím čtvrtletí. Růst spotřeby byl ve třetím čtvrtletí solidní, HDP však stáhlo do recese snížení podnikových zásob. Indikátory důvěry v říjnu rostly a v nastoupeném trendu setrvávají i nadále. Opět se zlepšují i maloobchodní tržby. 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 v září také k nárůstu maloobchodních prodejí. Japonské podniky zaměřené na vývoz opět získávají podíl na trhu díky levnému jenu. 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.

Japonské akcie byly v uplynulých letech silně poháněny chováním japonské centrální banky. Očekáváme, že i v následujících letech bude centrální banka uplatňovat velmi uvolněnou 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. Firmy se více zaměřují na tvorbu hodnoty pro akcionáře: zvyšují dividendy a také odkupují vlastních akcií. Tokijský trh není s poměrem ceny k očekávaným ziskům na akcii ve výši 17,4 drahý v historickém srovnání. Na japonském trhu navíc existuje strukturální domácí akciová poptávka, 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 dříve 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

do datečné příjmy šetřit, ale mohou je použít na spotřebu. Cyklický spotřební sektor si do dalších měsíců s sebou nese příslib růstu. Zejména automobilky (ačkoliv byl nedávno sektor pod vlnou výprodejů kvůli emisnímu skandálu automobilky Volkswagen) 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.

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 jenu a eura. Díky dramatické reakci na skandál automobilky Volkswagen a nepříliš 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 nejsou tak negativní, pokud se nevyvoří nové skandály. Spotřebitelé nebudou kupovat méně aut, nanejvýš se poohlednou po jiných značkách. Standardy pro emise budou pravděpodobně přísnější s následkem vyšších nákladů pro konstruktéry, to však prospěje dodavatelům, kteří budou muset pro tento problém dodávat řešení.

Positivně vnímáme také subsektor médií. Jelikož se celosvětový růst – tažený zejména spotřebou – v tomto roce dále zvyšuje, rozpočty na reklamu mohou 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 – informační technologie **NOVÉ**

Nízká cena ropy zajišťuje vyšší kupní sílu domácností, což je dobrou zprávou pro poptávku po IT produktech zaměřených na spotřebitele. Sektor však nepodporují pouze spotřebitelé. Roste také investiční poptávka ze strany firem, které mohou uvolnit více peněz z rozpočtu díky rekordním ziskům, jichž dosahovaly v uplynulých letech. Technologie přesvědčují zákazníky utrácet díky neustálým inovacím produktů. Datová mobilita, cloud computing, e-commerce a internet věci představují bezpochyby nejrychleji rostoucí segmenty a začínají se prosazovat i na rozvíjejících se trzích.

Ve třetím čtvrtletí 2015 došlo v USA k dalšímu zpomalení růstu zisků na 2 % a tržeb na 3 %. Důvodem byl mimo jiné silný dolar (americké počítačové firmy dosahují více než poloviny tržeb ze zahraničí). V Evropě jsme sledovali mnohem lepší výsledky, s růstem tržeb a zisků okolo 10 %, za který vdčíme hlavně pozitivnímu dopadu slabšího eura na výsledky exportérů. Z tohoto důvodu preferujeme Evropu před americkými značkami.

V rámci sektoru lze pozorovat rozdíly. „Staré“ technologické firmy jsou velmi levné, mají sice stabilní cash flow, ale ztrácejí podíl na trhu. Růst jejich tržeb je poměrně nízký, jistotu podporu jim ale mohou nabídnout akvizice. Mnohé z nových vývojových trendů přicházejí na úkor starších produktů. Akcie rostoucích segmentů, jako jsou internet, mobilní data nebo e-commerce, jsou naopak poměrně drahé.

Ve střednědobém horizontu roste tento sektor rychleji než širší trh. Kromě toho je jeho slibný výhled spojen s atraktivním oceněním. Rychle se obchoduje jen s malou přírůstkou k průměrnému ocenění celého trhu. Investoři jsou u něj přítomni obvykle ochotni platit až 30% prémii. Nejpříznivější se stavíme k segmentu softwaru, což je tradičně nejdefenzivnější segment, mimo jiné díky dlouhodobým kontraktům, vysokým maržím a relativně malé prémii oproti ostatním segmentům.

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 z dohledné doby, přesto bankovní sektor, stejně jako celý finanční sektor, považujeme za velmi levný při poměru ceny k očekávaným ziskům na akcii (P/E) kolem 13. 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 vlastním kapitálům tak, aby jejich podnikání bylo méně rizikové. Mohou toho dosáhnout navýšením kapitálu, nebo mohou zezhřívati 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. Program kvantitativního uvolňování dosáhl v této rovině úspěchu a daří se mu rozhybat 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 bankovním sektoru eurozóny rostly ve třetím čtvrtletí více než 8% tempem. Z dlouhodobého hlediska visí i nadále nad sektorem několik otázek: zejména rostoucí kapitálové požadavky a nejistota ohledně vlivu nové regulace. Ani nízké úrokové sazby nejsou přínosem, protože mají vliv na úrokové marže.

I vůči pojišťovněm zaujímáme v krátkodobém horizontu pozitivní postoj: jsou levné, většinou již splňují nová přísnější pravidla (Solvency II) a jsou velmi solventní. Díky tomu mohou vyplácet pěkné dividendy. Rovněž se přizpůsobily měnícímu se prostředí. Poskytovatelé nezávislého 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 (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 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 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**

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 jejím 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 při desetileté splatnosti nesou výnos srovnatelný či nižší než německé dluhopisy. Průměrný dividendový výnos v eurozóně ale dosahuje 3,5 % 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 zjevně také nevhodný: k jejich dividendovému výnosům se budou blížit výnosy úrokových produktů a mohou překonat výši 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 výnosy na dluhopisech zůstanou do konce roku nejspíše na současných úrovních nebo ještě dále klesnou. Na nízkých úrovních je drží program nákupů aktiv ze strany Evropské centrální banky (ECB), který může být na konci roku ještě zintenzivněn či prodloužen. Negativní postoj naopak zaujímáme vůči americkým podnikům. Tento rok pravděpodobně nepřinese růst zisku a není žádný rozdíl mezi bezrizikovými desetiletými výnosy (2,2 %) a výnosem z dividend (2,2 %). Kromě toho očekáváme v USA růst úroků na konci letošního roku. 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 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 nečekáváme 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 je pro dluhopisy zatím velmi obtížný, po skvělém startu do nového roku došlo v polovině dubna k obratu. Výrazný pokles zájmu investorů způsobilo několik faktorů. Nejprve strach ze zpomalení růstu v Číně, která postupně přefázuje z původního ekonomického modelu poháněného investicemi na ekonomiku taženou spotřebou. Zpomalení čínské ekonomiky má kromě toho vliv na poptávku po komoditách. V kombinaci s rostoucí nabídkou klesly ceny komodit výrazně níže. Je to vynikající zpráva pro spotřebitele, naopak špatná pro země závislé na exportu komodit. Investoři se také obávají, že rostoucí americký dolar a výhled vyšších úrokových sazeb Fedu způsobí obtíže při financování států s vysokými zahraničními dluhy a velkými schodky běžného účtu. Některé země navíc bojují se specifickými problémy, jako je politické a geopolitické napětí v Turecku, Rusku či Brazílii.

Rozvinutými zemím se daří výrazně lépe. Pokračující oživení v Evropě je udržitelnější. Zdá se, že Japonsko je na dobré cestě a ve Velké Británii a Americe se silný pracovní trh projevuje v rostoucích mzdách. 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 rozumně vysokými výnosy.

Zaměření – americký dolar AKTUALIZOVÁNO

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 listopadu jsme se po delší době dostali znovu pod horní hranici, a to až téměř ke středu pásma. Přesto může v krátkodobém horizontu dolar dále posílit směrem k paritě v důsledku faktorů, jako jsou lepší americké vyhlídky konjunktury než v Evropě nebo zvětšující se rozdíly mezi očekávanými úrokovými sazbami v USA a eurozóně. Během druhého čtvrtletí dolar posiloval s tím, jak se data z USA zlepšovala. Americká ekonomika v druhém kvartálu vzrostla o 3,9 % a ve třetím podle prvních odhadů o 2,1 %. Došlo k obnově důvěry podnikatelů, znovu vznikalo většinou více než 200 000 nových pracovních míst měsíčně a spotřebitelé mohli nadále profitovat z nižších cen ropy.

Na říjnové tiskové konferenci Janet Yellenové, předsedkyně Fedu, zvýšení úrokových sazeb sice ještě neoznámila, zdůraznila ale, že první úroková změna po více než 9 letech je na dohled, což naznačují i další komentáře přicházející z Fedu. Centrální bankéře nejvíce přesvědčila dobrá čísla z pracovního trhu ze začátku listopadu. Všechny zraky se tak nyní upírají na prosincové rozhodnutí Fedu. Očekává se oznámení prvního zvýšení úrokových sazeb. V americké ekonomice stále pozorujeme 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 nevyšvštělných výkyvů 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 nečekáváme 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 úroky peněžního trhu a depozit) do roku 2017 zvýšila.

Dluhopisy AKTUALIZOVÁNO

Diverzifikace směrem k firemním dluhopisům, které nabízejí o něco vyšší výnos a také o něco kratší doby splatnosti, je jistě rozumná, i když ani zde nelze podceňovat rizika poklesu ceny při růstu úrokové sazby.

Současné úrokové sazby jsou udržovány uměle nízkou prostřednictvím velmi uvolněné monetární politiky předních světových centrálních bank. Očekáváme, že např. v USA a Velké Británii dojde k jejímu utažení a i dluhopisové úroky se „znormálnízují“ na mnohem vyšší úrovně. 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 ekonomik 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 odůvodnit 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 %. Růst úrokových sazeb vede ke ztrátě na hodnotě dluhopisů, a to tím více, čím delší mají dluhopisy dobu splatnosti. Takovéto korekce přicházejí vždy nečekaně. Při současné úrovni 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 potáhne USA. Spojené státy se v tomto cyklu nachází o pár let před Evropou, postupně se dostaly do období boomeru a místní centrální banka zvýší pravděpodobně velmi brzy (poprvé od roku 2006) úrokovou sazbu. 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 zajímavé 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 trzích s historickými průměry, zjistíme, že se akcie po silném růstu v říjnu a listopadu dostávají přibližně do pásma mírně nad dlouhodobě obvyklým oceněním: nejsou tedy již levné. I tak jsou ale oceněny atraktivněji než dluhopisy. Prudké zvýšení cen akcií během uplynulých třech let bylo doprovázeno pouze mírným růstem zisků, a to zejména v Evropě. Vývoj ziskovosti evropských společností je slibný, ale růst zisků se rozpochoval teprve nedávno – na rozdíl od USA, kde je fáze růstu zisků dokončena a v tomto roce se dokonce zastavila kvůli silnému zastoupení společností z ropného sektoru (který trpí propadem cen ropy) na trhu. Výsledková sezóna v USA za třetí čtvrtletí dopadla na úrovni zisků lépe, než se očekávalo. Je však třeba podotknout, že očekávání nebyla pro toto čtvrtletí vysoká.

Akcie v uplynulých letech podražily, což zvýšilo jejich zranitelnost: velmi citlivé jsou především na výkyvy hospodářského růstu (nebo spíše jeho vnímání). Zpomalení růstu v zemích BRIC, zejména pak v Číně, způsobilo na trzích neklid a korekci, která na konci srpna a v září vedla k faktickému odmazání veškerých letošních akciových zisků. Říjen a listopad ale opět vrátily letošní akciové zisky na velmi dobré úrovně.

Na sentiment má 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. Zejména díky tomu, že aktuální vývoj makrodat tento obraz potvrzuje, začal v uplynulých týdnech na trzích opět panovat optimismus. Investoři pozornost znovu upírají k dobrým fundamentům společnosti i rozvíjejícím ekonomik jako celku. Výroky centrálních bankéřů (zejména Evropské centrální banky) o posílení měnové stimulace opětovně povzbuzují akciový trh. Navzdory nejistému tržnímu vývoji se tak nakonec zdá, že rok 2015 bude dalším úspěšným rokem pro akciové investory, například akcie z eurozóny se obchodují o zhruba 10 % výše než na přelomu let 2014 a 2015. 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 3,5 % (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 navyšování 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 bývá 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 zaslouží 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 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 předešlým 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.

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.

Ačkoli působí růst v USA jako trvale udržitelný, zvyšující se pravděpodobnost zvýšení úroků není dobrou zprávou pro nemovitostní trh. I tak se ale dají najít dobré příležitosti.

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 „efekt rolování“ (znovuobnovování kontraktu), který vytváří skutečnost, že investor nenakupuje komoditu samotnou (tanker plný ropy, lod 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 než 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 vrací 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 vytěžené 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 vytlačí 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 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 Blízkém 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 výroba 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 Saúdská 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 (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 950 USD za uncii. Kromě toho se zlato skutečně nespotebová, takže celosvětové zásoby jen rostou. Zlato je také citlivé na „přestělování“: během eurokrize v roce 2011 dosáhla cena tohoto drahého kovu na 1 900 dolarů za uncii. Do konce roku 2014 klesla o více než 40 %. Současná událost, 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. Zvýšení pravděpodobnosti růstu úrokových sazeb v USA ještě letos způsobilo pokles ceny zlata během listopadu o cca 6 % na 1 070 USD za trojskou uncii.

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, 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 26. 11. 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

		12/2015	03/2016	06/2016	12/2016
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	-0,35	-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	25,49	26,44	26,44	25,81
	EUR/CZK	27,02	27,10	27,10	27,10
EUR	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	-0,40	-0,25	0,00	0,25
	5Y sazba	-0,20	0,10	0,40	0,70
	10Y sazba	0,45	0,90	1,10	1,25
USD	Základní sazba	0,25	0,50	0,75	1,25
	2Y sazba	0,95	1,10	1,30	1,60
	5Y sazba	1,65	1,90	2,20	2,35
	10Y sazba	2,25	2,50	2,65	2,80
	USD/EUR	1,06	1,03	1,03	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