



AKTUÁLNÍ ČÍSLO PŘINÁŠÍ:

Jak vidíme svět?

- Prosinčová zasedání Evropské centrální banky i amerického Fedu znamenala úpravy měnové politiky a potvrzení její očekávané divergence.
- V roce 2016 věříme v pokračující oživení ekonomik USA a eurozóny a stabilizaci na trhu komodit.
- Japonsko se ve třetím čtvrtletí dostalo z 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.

Rok 2015 byl pro akcie dalším úspěšným rokem, i když jej charakterizovalo výrazné kolísání. Hlavním motorem růstu cen akcií bylo zvýšení ocenění, protože firemní zisky se zlepšovaly jen velmi skromně. Vyspělé země zažívaly ekonomické oživení, růst na rozvíjejících se trzích ale výrazně zaostával. Rozvinuté trhy – s USA a eurozónou na špičce – podporovala především silná spotřeba. Ekonomické oživení v eurozóně a USA by mělo pokračovat i v novém roce.

Rok 2015 na trzích akcií a dluhopisů aneb drahé versus ještě dražší

Akciové trhy zahájily rok 2015 velmi slibně. Kvůli starostem ohledně čínské ekonomiky ale přišly v srpnu a v září výrazné korekce. Reakce trhu se ukázala jako přehnaná – světová ekonomika nebyla v tak špatné kondici. V říjnu následovalo na trzích výrazné oživení, které pokračovalo nižším tempem i v listopadu. Po prosincovém zasedání Evropské centrální banky (ECB), které vyvolalo zklamání (trh očekával oznámení větší stimulace), ale zasáhly akciové trhy další poklesy. Dlouho očekávané zvýšení úroků americkou centrální bankou (Fedem) nicméně dokázalo tyto ztráty částečně odmazat.

Akcie zůstávají ve srovnání s dluhopisy a hotovostí relativně levné, i když stejně jako v uplynulých letech rostla cena většiny akcií rychleji než růst korporátních zisků. Ocenění akcií se zvedlo nad průměr uplynulých dvaceti let. Poměr ceny k očekávaným ziskům indexu S&P 500 a indexu MSCI Europe EMU se nyní pohybuje v okolí 16, respektive 14. V USA zisky klesaly kvůli brzdě silného dolaru a dopadům nízkých cen ropy na relativně silně zastoupený sektor energií. Firemní zisky přinesly nečekané zklamání i v eurozóně.

K normalizaci na dluhopisových trzích prozatím nedošlo. Evropská centrální banka (ECB) stlačila na začátku roku 2015 oznámením svého programu kvantitativního uvolňování (QE) úroky u evropských státních dluhopisů na historické minimum (výnosy německých desetiletých dluhopisů dokonce chvíli „flirtovaly“ téměř s nulou), analogicky tak výrazně vzrostly ceny dluhopisů. Díky akcím ECB se v eurozóně zlepšily výhledy růstu a mírně vzrostla inflační očekávání. Ta vedla v polovině dubna k masovým výprodejům vládních dluhopisů a výraznému růstu výnosů. Ve druhé polovině roku tlačila očekávání dalšího uvolňování monetární politiky ECB výnosy opět dolů. Současná úroveň výnosů z dluhopisů je tak nízká, že již nezahrnuje žádnou prémii – ani za riziko inflace, ani za cyklické riziko. Dluhopisy lze tedy hodnotit jako extrémně drahé.

Nízká inflace a ekonomické i monetární rozpory

USA potvrdily svoji roli motoru světové ekonomiky. Americký pracovní trh dosáhl téměř plně zaměstnanosti. Průměrně vznikalo 210 tisíc pracovních míst měsíčně a konečně bylo možné pozorovat první náznaky mzdových tlaků. Americká centrální banka (Fed) mohla díky silným ekonomickým datům v prosinci konečně zvýšit úrokové sazby po sedmiletém období, kdy je držela fakticky nulové. Fed k rozhodnutí zvýšit sazby přistoupil také na základě svého výhledu dlouhodobého růstu inflace směrem k cíli 2 %. Po celý rok 2015 se přitom inflace vlivem nízkých cen ropy držela poblíž nuly. Spirálu větší spotřeby a růstu cen by ale měly odstartovat rostoucí kupní síla domácností a důvěra spotřebitelů.

V reakci na nízkou inflaci zahájila i ECB v březnu 2015 vlastní program kvantitativního uvolňování. Zpočátku chtěla nakupovat soukromé a vládní dluhopisy za 60 miliard EUR měsíčně jen do září 2016, kvůli soustavnému podstřelování 2% inflačního cíle ale v prosinci přistoupila k další stimulaci: snížila depozitní sazbu na -0,30 % a prodloužila dobu trvání

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Základní makroekonomické ukazatele ČR:

	Období	Údaj	Poslední změna
Inflace (r/r)	11/2015	0,10 %	-0,10 p.b.
HDP (r/r)	3Q/2015	4,50 %	-0,10 p.b.
Nezaměstnanost	11/2015	5,90 %	0,00 p.b.
Základní sazba ČNB	12/2015	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.

QE do března 2017. V eurozóně pokračovalo díky podpoře ze strany ECB postupné zrychlování růstu, potěšila nejen ekonomika Německa, ale i Španělska a Irsko.

Japonská ekonomika se stále pohybuje na pokraji recese, Abenomika již třetí rok po sobě nepřináší dostatečně přesvědčivé výsledky. Bank of Japan (BoJ) po celý rok pokračovala v pumpování peněz do ekonomiky, ale nezahájila žádné nové iniciativy. Hybnou silou růstu v rozvíjejících se ekonomikách byl sektor služeb, naproti tomu zpracovatelský průmysl zůstává pod svým potenciálem.

Rozvíjející se trhy se v roce 2015 dostaly pod tlak. Na vině byly nízké ceny komodit, rostoucí nejistota ohledně Číny a zvyšování úroků v USA. Čína bojuje se zpomalením růstu, ale potvrzuje se spíše scénář měkkého přistání. Přesun k modelu ekonomiky poháněné spotřebou způsobil zpomalení v tradičních oblastech, jako průmysl nebo investice. Sektory spojené se službami a spotřebou naopak zaznamenávaly zlepšení. Tržní propad v červenci byl logickou korekcí po předchozím enormním růstu a neměl na ekonomiku významný vliv. Devalvace čínské měny, která předcházela přijetí júanu mezi rezervní měny Mezinárodního měnového fondu (MMF), byla nesprávně interpretována jako začátek měnové války a způsobila v srpnu panické výprodeje na světových trzích. Ostatní asijské ekonomiky pocítily zpomalení růstu v Číně prostřednictvím mezinárodního obchodu. Klesající ceny komodit pak způsobily problémy exportérům s málo diverzifikovanou ekonomikou.

Krvavá lázeň na trhu komodit

Oživení cen ropy v první polovině roku 2015 nemělo dlouhého trvání. Cena se vrátila na minima pod 40 USD za barel ropy Brent. Na vině byl mnohem rychlejší růst nabídky ve srovnání s poptávkou, která ale i tak výrazně převyšovala trend a výrazněji ji nesnižilo ani ochlazení čínské ekonomiky. Převís nabídky byl způsoben zejména vysokými zásobami ropy a dalším zvyšováním produkce (díky nedávnému boomeru těžby z břidlic v USA a očekávané obnově dodávek z některých konfliktních oblastí, jako je například Írán).

Jaký bude rok 2016?

I po prvním zvýšení úroků bude americká ekonomika ještě dlouhou dobu těžit z velmi uvolněné měnové politiky, protože prezidentka Fedu Janet Yellenová zdůraznila, že cesta k normalizaci úrokových sazeb bude probíhat velmi postupně. Domácí spotřebu budou i nadále podporovat nízké ceny energií a silný pracovní trh. V USA bude rok 2016 ve znamení prezidentských voleb. Hlavními impulzy pro růst v eurozóně budou slabší euro, nízké ceny ropy a maximálně uvolněná měnová politika ECB. Další podporu by měl eurozóně dodat také přechod k lehce stimulační rozpočtové politice vlád.

Nejistota ohledně vývoje na rozvíjejících se trzích by v roce 2016 měla ustoupit. Hrozba tvrdého přistání čínské ekonomiky by se neměla naplnit. Vláda opět snížila cíl růstu a do popředí nyní klade strukturální reformy. Zvyšování úrokových sazeb Fedu sice může krátkodobě vyvolat odliv mezinárodního kapitálu z rozvíjejících se trhů, vybrané asijské země se ale mohou opřít o relativně zdravé ekonomické fundamenty (například přebytek běžného účtu).

Na trhu s ropou očekáváme po období poklesů stabilizaci. Rovnováha by se měla obnovit díky stagnující a dobře čitelné nabídce, a naproti tomu stále rostoucí poptávce. I nadále se bude projevovat efekt snížení investic (očekává se zahájení jen menšího množství nových projektů) a bude docházet k přirozenému vyčerpávání současných zdrojů ropy. Tlak na vývozce komodit by měl částečně povolít. V souvislosti se stabilizací cen ropy by se také měla začít celková inflace přibližovat jadrové inflaci.

Nejatraktivnější třídou aktiv by měly zůstat i v novém roce akcie, jejich zhodnocení by měl zajistit růst zisků. Investoři musejí v roce 2016 počítat s úrokovým rizikem dluhopisů. Historicky se úroky nacházejí na nízké úrovni, není se však třeba obávat jejich příliš dramatického růstu – tomuto scénáři brání nízká inflace a uvolněná měnová politika.

Nový rok je tady. Investičně bude zajímavý

Rok 2016 by měl být rokem ukončování podpůrné měnové politiky v USA, jak již naznačilo prosincové zvýšení základních úrokových sazeb. To by se mělo projevit i na tržních úrocích, které by měly vzrůst, a tím držet výkonnost dluhopisových portfolií utlumenou. Hospodářská kondice světových ekonomik by se měla mírně zlepšovat, nebude to ale nejspíš žádná hitparáda.

I přes rozumný růst budou Evropa i nadále trít strukturální nedostatky, a na rostoucí ekonomiku Spojených států budou doléhat dopady silného dolaru a drahé reformy zdravotnictví zvané „Obamacare“. Silnou proměnnou budou ceny ropy. Momentálně nízké ceny této strategické suroviny na jednu stranu způsobují krachy ropných firem těžících z břidlic, na druhou stranu zajišťují domácnostem i firmám úspory, což vede k růstu poptávky



po ostatním zboží a službách. Až rok 2016 ukáže, zda převládne toto pozitivum, nebo zda v důsledku zmíněných krachů dojde k problémům v rozvahách bank s negativními důsledky pro finanční systém. Já věřím v tu první variantu.

Tristní období pro komodity zřejmě přetrvá i v roce 2016. Již zmiňovaná ropa, která je pod extrémním prodejním tlakem, by se sice mohla otočit, nicméně oslabující poptávka Číny nepřidá základním kovům, ani dalším surovinám. S rostoucími sazbami a tlumenou inflací by navíc mohli utrpět významné ztráty i investoři do zlata.

I přes růst úrokových sazeb by měl být rok 2016 pro akcie úspěšný. Náš optimistický výhled je patrný i v našich portfoliích, kde máme akcií zpravidla více, než by odpovídalo neutrálnímu postoji. Nepříjemností může být zvýšená volatilita akciových trhů, dokonce si myslím, že by v roce 2016 mohly akcie kolísat významněji, než tomu bylo v posledních letech. Ne, že by měla přijít krize. Ale i kvůli některým opatřením, přijatým v rámci zvýšené regulace, a vysokorychlostnímu algoritmičkému obchodování je celý systém náchylnější k přehnaným reakcím. Nenechme se tím ale zbytečně stresovat.

Přeji vám, všem pravidelným i nepravidelným čtenářům tohoto sloupku, pohodový rok 2016, a zejména, aby investice přispěly pozitivně k vašemu zdraví, štěstí i radosti. To je konec konců jejich hlavní účel.

Aleš Prandstetter, investiční stratég ČSOB Asset Management

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

Navzdory růstu kreditních marží hodláme i nadále při výběru investic preferovat finanční a podnikové dluhopisy. V omezené míře využíváme i dluhopisových fondů s vhodnou mírou durace (do 2 let). V závěru roku velmi výrazně vzrostly náklady zajištění měnového rizika, očekáváme ale, že se bude stav s příchodem nového roku normalizovat. V portfoliích, kde to umožňují limity, proto část cizoměnové složky ponecháváme nezajištěnou. Zatímco u eurových investic jsou příčinou zmiňované vysoké náklady zajištění, u dolaru svou roli hraje i perspektiva jeho možného posílení.

Investice do rizikových dluhopisů (tzv. high yield) jsou v portfoliích realizovány převážně prostřednictvím fondů. Tento typ investic úzce koreluje s jinými rizikovými aktivy, jako jsou například akcie, má ale i svá specifika. Fondy dluhopisů s nižší bonitou reagovaly na zvýšení sazeb amerického Fedu poklesem. Část ztrát globálních rizikových fondů přisuzujeme i negativnímu sentimentu mezi investory, spojenému s problémy, do kterých se dostal jeden z amerických podobně zaměřených fondů.

Pozici ve fondech rizikových dluhopisů již delší dobu podvažujeme, a to právě z důvodu zmíněných rizik růstu kreditních marží méně bonitních emitentů. Z rizikových dluhopisů upřednostňujeme eurové tituly, které oproti dolarovým dluhopisovým investicím nejsou tolik zatíženy výhledem růstu amerických sazeb.

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 následně snížen v srpnu 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, byl podíl akcií ve fondech opětovně zvýšen na průměrných 12,5 %, respektive 31,5 %. Přibližně na těchto úrovních byl podíl akcií ponechán i v listopadu. Prosincové poklesy akciových trhů si vyžádaly úpravu podílu akciové složky i v Portfoliích Pro, která byla snížena na 10 %, respektive 26 %.

Na základě skutečných historických výsledků, dlouhodobých simulací i aktuálního porovnání ochranných algoritmů obou typů fondů s rozdílnou úrovní zabezpečení věříme,

že fondy typu Portfolio Pro 90 potvrdí svůj výnosový potenciál, který je oproti fondům s hraniční hodnotou na úrovni 95 více než dvojnásobný. Souvisí to i s úrovní dostupných úrokových výnosů a rychlostí i rozsahem přesunů portfolia mezi akciemi, dluhopisy a hotovostí, nicméně oproti minulosti nyní ještě více preferujeme fondy Portfolio Pro 90. Od nich v rámci srovnání výnos vs. riziko očekáváme výkonnost i další parametry lepší než u fondů se zabezpečením na úrovni 95, a to i při polovičním investovaném objemu. Proto fondy Portfolio Pro 90 upřednostňujeme i v rámci aktivně spravovaných portfolií s adekvátní investiční strategií.

Strukturované fondy (zajištěná hodnota při splatnosti)

Konstrukce 100% zajištěných fondů je v době extrémně nízkých sazeb prakticky technicky neproveditelná. Fondy s nižší mírou ochrany (90 %) lze 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 nereali- zujeme. Stávající emise držené v portfoliích individuálně vyhodnocujeme s ohledem na jejich průměrnou splatnost a výnosový potenciál. Tam, kde je to možné, můžeme vybírat z dostupných struktur s ochranou nižší nebo podmíněnou, obvykle v rámci dále uvedených tříd aktiv.

Investice bez ochrany

Akcie a strukturované investice

Do závěru roku jsme vstupovali s neutrální alokací akciové složky. Přestože bývá prosincový měsíc pro riziková aktiva obvykle tím přívětivějším, byli jsme nuceni vážit existující rizika. Těmi byla zasedání evropské i americké centrální banky, které rozhodovaly o směru svých měnových politik. Zatímco rozhodnutí ECB bylo pro trhy vyložené zklamáním (trh očekával expanzivnější charakter měnové politiky), rozhodnutí Fedu bylo prakticky v souladu s očekáváním trhu. Výsledkem pak byl pokles globálních akciových trhů.

Regionální alokaci jsme nadále ponechali lehce vychýlenou směrem k evropským akciím, neboť věříme, že expanzivnější charakter evropské měnové politiky (nízké sazby, slabá měna) bude pro zisky tamních firem příznivější.

Alternativní investice

Růstu volatilit, který doprovázel propad akciových trhů, jsme v září využili k nákupu fondu Celest Andromeda (Volatility). Do tohoto fondu je vhodné vstupovat výhradně v okamžiku vysokého růstu volatilit v důsledku propadu akciových trhů. Fond následně zaujímá krátké a dlouhé pozice, čímž dokáže těžit z dalších pohybů, a to oběma směry. Navzdory prosincovým výprodejům, které z části dolehly i na tento fond, dosáhlo jeho zhodnocení 0,5 % od pořízení.

V okamžiku, kdy vyhodnotíme růstový potenciál fondu z titulu dalšího poklesu volatilit za vyčerpaný, jsme připraveni realizovat zisky a pozici prodat.

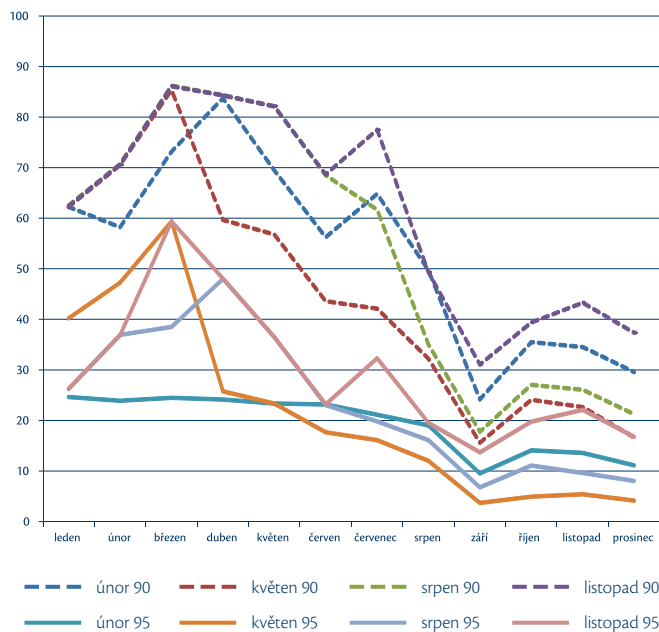
Výnosy vládních dluhopisů středních a delších splatností zůstaly v prosinci bez výrazných změn a i nadále jsou mnohé z nich (do šesti let) obchodovány se zápornými výnosy. Vyšší zájem jsme naopak zaznamenali u krátkých korunových splatností, u kterých se výnosy propadly hlouběji do záporu (došlo k růstu jejich cen). Přestože byl námi tento vývoj na krátkých splatnostech víceméně očekáván, do pozic jsme nevstupovali, neboť věříme, že efekt přebytkové poptávky z části odezní s příchodem nového roku. Záměrně se vyhýbáme také vládním dluhopisům delších splatností (šest a více let), neboť jejich výnosová prémie je ve srovnání s těmi kratšími zanedbatelná a neúměrně úrokovému (duračnímu) riziku – na jed- noprocentní výnos se dostáváme prakticky až u splatnosti 15 let.

Rizikové marže bankovních a podnikových dluhopisů v uplynulém měsíci rostly (docházelo k poklesu jejich cen). Tomuto vývoji z velké části přispělo rozhodnutí amerického Fedu zvýšit základní sazbu o čtvrt procentního bodu. Vyšší úrokové míry prodražují financování řady společností, což má zprostředkovaně negativní vliv na jejich rizikové marže. Nejvíce zasaženými byly dluhopisy rozvojových trhů, případně dluhopisy emitentů nižší bonity.

Jan Bureš, portfolio manažer ČSOB Asset Management



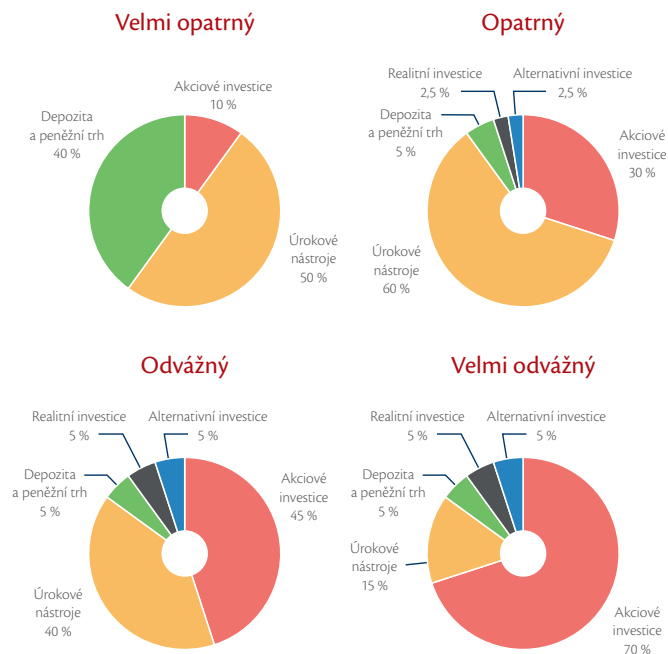
Podíl akciové složky v Portfoliích Pro



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 informu- jeme 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 de- fenzivní, 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 prostřednic- tvím 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 globální alokaci nadále preferujeme akcie z eurozóny, naopak nově zaujíme rezervovanou postoj vůči investicím do středoevropského regionu.

Zaměření – eurozóna AKTUALIZOVÁNO

Ekonomika eurozóny pokračovala i v roce 2015 v oživení. V roce 2014 rostla přibližně o 0,9 % a pro rok 2015 je pravděpodobně dosažitelný nárůst až k úrovni 1,5 %. Ve třetím čtvrtletí ekonomika posílila meziročně o 1,6 %. 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. Podobně 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. Index nákupních manažerů ve výrobě ve Francii dosáhl hodnoty 51,6 a HDP za třetí čtvrtletí vzrostl o 1,1 % meziročně. V eurozóně důvěra spotřebitelů v průměru roste, což způsobuje příjemné 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 stoupá, což dále podporuje výhled růstu ekonomiky eurozóny. Na prosincovém zasedání ECB prodloužila a posílila program kvantitativního uvolňování, nenaplnila však očekávání trhů, které bezprostředně zareagovaly poklesem a zvýšenou volatilitou.

Přestože se během prvních dvou čtvrtletí 2015 přestaly zhoršovat výsledky firem z eurozóny a zastavil se pokles ziskových marží, třetí čtvrtletí přineslo opět zklamání s poklesem zisků. Dokonce i bez ropného sektoru a jednorázových položek mnoha velkých německých firem (například u VW kvůli skandálu s emisemi) představoval růst zisků jen 5 %. Slabší poptávka kvůli zpomalení růstu v rozvíjejících se zemích zasáhla zejména vývozce. Na dlouhou stranu ale díky vlivu slabšího eura očekávání většinou naplnily firmy, které vyvážejí do USA. Pro rok 2016 počítají analytici s přibližně 6% růstem zisků. Podpora ze strany slabšího 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. Správnou výprodeje, při nichž trhy odepaly fakticky veškeré akciové zisky od začátku roku, se ukázaly být vhodnou příležitostí pro nákup evropských akcií. Následný skandál německé automobilky Volkswagen, byť mediálně vděčný, neměl sílu zásadně ovlivnit ziskovost celého evropského trhu, kde vidíme stovky obchodovaných společností. Evropské trhy nyní zažívají opět oživení, jak se pozornost investorů zaměřuje na zlepšující se fundamenty.

Zaměření – Japonsko AKTUALIZOVÁNO

Abenomika (pojmenovaná po premiérovi Šinzó Abem) si klade za cíl oživení japonské ekonomiky po letech nízkého růstu. 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 vyřešit. Představil politiku o třech pilířích, mezi něž patřily kvantitativní uvolňování, stimulační rozpočtová politika a strukturální změny. Cílem bylo dosažení hospodářského růstu a nastartování inflace. První výsledky abenomiky byly slibné: díky masivnímu kvantitativnímu uvolňování (QE) japonský jen výrazně oslabil, což mělo podpořit vývoz a růst mezd. Následně mělo dojít k e zvýšení domácí poptávky a jádrové inflace.

V roce 2014 bylo možné pozorovat vzestup inflace na 3,7 %. Bohužel to však byl z velké části jen efekt růstu DPH a slabšího jenu, který brzy odezněl. K nepříznivému vývoji inflace následně ještě přispěly nižší ceny ropy. Ty jsou sice pro Japonsko jako importéra ropy pozitivní, nicméně inflaci stlačily zpět směrem k nule a ani mzdové tlaky zatím nebyly dostatečně silné na to, aby ji dokázaly rozdmýchat. Přetrvávající problém nízké inflace až deflace hovoří v dohledné době pro možné zintenzivnění programu kvantitativního uvolňování.

Opětovné zvolení premiéra Abeho v roce 2014 umožnilo odložit obávané další zvýšení DPH. Krátkodobě to má na ekonomický růst pozitivní efekt, ale dlouhodobě představuje pro státní finance riziko. V prvním čtvrtletí roku 2015 se ekonomika Japonska dostala z recese a vykázala mezičtvrtletní růst 3,9 %, i když za ním z velké části stála tvorba zásob. Ve druhém čtvrtletí následoval pokles HDP a ve třetím opět došlo k oživení růstu na 1 %, a to zejména díky příspěvku spotřeby a investic. Indikátory důvěry setrvávají v nastoupeném trendu i ve čtvrtém čtvrtletí. Ekonomické oživení v Japonsku tedy pokračuje, i když velmi pomalu.

To platí i pro ekonomický pilíř politiky premiéra Abeho, který má vyřešit strukturální problémy země. Další reformy, jako jsou sociální zabezpečení, podpora růstu obyvatelstva,

liberalizace pracovního trhu, zvýšení stupně zapojení žen do pracovního procesu, snížení daní firem nebo zvýšení produktivity díky otevření ekonomiky světa, nabírají výrazné zpoždění. Efekty všech těchto opatření budou viditelné teprve v delším horizontu, i když se již nyní výrazně zvýšila úroveň participace na pracovním trhu.

Japonské akcie byly v uplynulých letech silně poháněny chováním japonské centrální banky, což zapadá do programu premiéra Abeho. Během roku 2015 Bank of Japan pokračovala ve své uvolněné politice zaměřené na podporu trhu, na čemž by se ani v následujících letech nemělo nic měnit. Domácí podniky zaměřené na vývoz jsou díky levnému jenu konkurenceschopnější a získávají větší tržní podíl na zahraničních trzích. To se odráží ve výrazném růstu zisků, zejména u větších, mezinárodně zaměřených společností. Japonsko je jednou z mála asijských zemí, kde se růst vývozu nezastavil, i když i na něj má vliv zpomalení růstu rozvíjejících se trhů (zejména geograficky blízké Číny).

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 16,6 v historickém srovnání drahý. 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. Její nákupy se projevují na dobré výkonnosti akcií. Probíhající ekonomické oživení a snaha o pokračování projektu abenomiky v nás vyvolávají pozitivní náladu.

Zaměření – cyklický spotřební sektor AKTUALIZOVÁNO

Spotřeba je již dlouhou dobu hnací silou ekonomického oživení, čehož může využít cyklický spotřební sektor. Celosvětově lze pozorovat obnovu důvěry spotřebitelů. Tento optimismus je spojen především s aktuálním pozitivním ekonomickým vývojem. Pro produkty a služby firem z cyklického spotřebního sektoru je totiž typické, že jejich nákup lze v období recese snadno odložit na později. Příslib růstu nabízejí zejména automobilky (ačkoliv byl nedávno sektor pod vlnou výprodejí kvůli emisnímu skandálu automobilky Volkswagen) a příslušní subdodavatelé, mediální společnosti, oděvní průmysl a také firmy nabízející aktivity pro volný čas a turismus zaznamenávají nárůst tržeb.

Nezaměstnanost v USA klesá a roste počet nových pracovních příležitostí. Americký pracovní trh „jen kvete“ a nezaměstnanost tam klesla na 5 %, což je nejnižší úroveň 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. Domácími rostou bohatství mimo jiné díky stabilizaci cen nemovitostí či nižší dluhové zátěži vzhledem k nízkým úrokům. Nemusejí proto již dodatečně příjmy šetřit, ale mohou je použít na spotřebu.

Evropská poptávka po autech ožívuje, počet nových registrací aut v EU v listopadu vzrostl o 13,7 % meziročně. Znamená to dobré zprávy pro velké výrobce, především pro francouzskou a italskou masovou produkci. Japonští a evropské vývozci 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 spíše levný, a lze ho tedy znovu doporučit. Následky aféry Volkswagenu pro celý sektor nejsou tak negativní. Pokud se neobjeví nové skandály, spotřebitelé nebudou kupovat méně aut, nanejvýš se poohlédnou 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. Díky poklesu cen benzínu lze pozorovat posun směrem k dražším segmentům na některých trzích. Prodej motorových vozidel v Číně v listopadu v meziročním srovnání vzrostl o 20 % na 2,5 milionu vozů. Byl to nejvýraznější nárůst čínského trhu za více než dva roky od října 2013.

Pozitivně 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, pomáhají také nižší ceny ropy. Firmy se přizpůsobily slabšímu tržnímu prostředí prostřednictvím výrazných úspor nákladů a zisky tak mohou při rostoucí poptávce rychle růst. Subsektor je ale vysoce oceněn, což platí zejména pro subsektor internetového obchodu, jehož růst tržeb je však zdaleka největší.

Zaměření – informační technologie NOVÉ

Vyšší kupní síla domácností je dobrou zprávou také pro poptávku po IT produktech. Sektor ale nepodporují pouze spotřebitelé. Roste také investiční poptávka ze strany firem, které mohou uvolnit více peněz z rozpočtů díky rekordním ziskům, jichž dosahovaly v uplynulých letech. Technologie lákají zákazníky utrácet díky neustálým inovacím produktů. Datová mobilita, cloud computing, e-commerce a internet věcí představují bezpečyby nejrychleji rostoucí segmenty a začínají se prosazovat i na rozvíjejících se trzích.

Ve třetím čtvrtletí 2015 došlo v americkém sektoru informačních technologií k dalšímu zpomalení růstu zisků na 2,4 % a tržeb na 1 %. Důvodem byl mimo jiné silný dolar (americký počítačovým firmám plyne více než polovina tržeb ze zahraničí). V Evropě

jsme sledovali mnohem lepší výsledky s růstem tržeb a zisků přes 11 %, za který vdčíme hlavně pozitivnímu dopadu slabšího eura na vývozce. Z tohoto důvodu preferujeme evropské značky před americkými.

V rámci sektoru lze pozorovat rozdíly. „Staré“ technologické firmy jsou velmi levné a nezádlužené a mají stabilní cash flow, ale ztrácejí podíl na trhu. Růst jejich tržeb je poměrně nízký, jistotou podporu jim však 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. Sektor se obchoduje jen s malou přírůstkou k průměrnému ocenění celého trhu. Investoři jsou u něj přítomni obvykle ochotni platit až 30% prémii.

Nejpozitivněji se stavíme k segmentu softwaru, což je tradičně nejdefenzivnější segment, mimo jiné díky dlouhodobým kontraktům, vysokým maržím a relativně malé prémii oproti ostatním segmentům. V rámci něho lze pozorovat nejvyšší růst ve firmách, které jsou aktivní v oblasti internetového e-commerce a na sociálních sítích. Obrát v oblasti hardwaru roste pomalu nebo vůbec kvůli poklesu trhu s PC a růstu prodeje smartphonů.

Zaměření – finanční sektor AKTUALIZOVÁNO

Z dlouhodobého hlediska visí 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. Jsou to ale právě finanční služby, které by měly do budoucna dlouhodobě profitovat ze zvyšování úroků.

Komerční banky inkasovaly objemné pokuty za manipulace s trhem, daňové úniky a vyhýbání se regulaci. Největší dopady těchto událostí už ale pravděpodobně odezněly. Sektor zůstává kromě toho velmi citlivý na přísnější regulaci, a to jak národní, tak evropskou. Banky musejí snížit poměr aktiv k vlastnímu kapitálu tak, aby jejich podnikání bylo méně rizikové. Mohou toho dosáhnout navýšením kapitálu, nebo zetištění rozvahy. Obě opatření mají vliv na výnosnost kapitálu. Mnoho velkých evropských hráčů omezilo aktivity v oblasti obchodování na trhu a soustředí se na správu majetku, tedy aktivitu s menšími kapitálovými požadavky. Kvůli „zetištění rozvahy“ rozvahy byly mnohé banky také velmi opatrné při poskytování nových úvěrů, v současné době se ale zdá, že i v této oblasti 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. I tak ale evropské banky ztrácejí tržní podíl vůči svým relativně levnějším americkým konkurentům, kterým dáváme přednost. Americký bankovní sektor je ve fázi ekonomického cyklu nejdál, má za sebou již většinu procesu přizpůsobení se nové regulaci a nabízí lepší výhled ziskových marží díky zvyšování úroků americkou centrální bankou.

V Evropě se nacházíme zatím v ranější fázi. Finanční sektor je velmi citlivý na konjunkturu, a proto je pro něj oživení evropské ekonomiky důležitým faktorem. V rámci eurozóny mají vliv na úrokové marže nízké úroky, takže volíme banky, které jsou na nich méně závislé. Kombinace klesajících opravných položek ke ztrátovým úvěrům a zvyšujícího se objemu poskytnutých úvěrů může vést k výraznému růstu zisků. To má zejména krátkodobý význam.

I vůči pojišťovnám zaujímáme v krátkodobém horizontu pozitivní postoj: jsou levné, většinou již splňují nová přísnější pravidla (Solvency II) a jsou velmi solventní. Díky tomu mohou vyplácet atraktivní 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 využívá 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 se investoři, kteří tento sektor nakoupili kvůli dividendám, mohou vrátit na trh s dluhopisy.

Zajišťovny zaznamenávají pokles premii a růst konkurence. To pravděpodobně v sektoru povede k větší aktivitě v oblasti akvizic. Jejich výsledky z podzimu by měly být lepší díky menšímu výskytu orkánů a jiných přírodních katastrof v USA.

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 pokračuje pomalu, ale jistě v oživení. Stopy finanční krize pomalu mizí, sektor je sanovaný, nadále však potřebuje kapitál. V této chvíli se 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 považujeme bankovní sektor, stejně jako celý finanční sektor, za velmi levný při poměru ceny k očekávaným ziskům na akcii (P/E) kolem 10 a zachováváme si na něj do budoucna pozitivní výhled. Zejména banky zůstávají podhodnocené a obchodují se pod úrovní účetní hodnoty.

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 jejímž rámci se spouštějí pouze projekty s pozitivní čistou přidanou hodnotou (ukazatel NPV) a přebytková 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 průmyslových kapacit 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 dlouhodobá 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 0,6 %. Mnohé evropské vládní dluhopisy s kratší dobou splatnosti nesou negativní úroky. České dluhopisy při desetileté splatnosti nesou nižší výnos 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 výnosu se budou blížit výnosy úrokových produktů a mohou překonat vyšší dividendy. Lepší ekonomické prostředí se zde ale může postarat i o zhodnocení dividendových akcií.

Z akcií s vysokou dividendou volíme jednoznačně Evropu. Tento region není v ekonomickém cyklu tak daleko a výnosy na dluhopisech zůstanou nejspíše poblíž současných úrovní. Na nízkých úrovních je dlouhodobě drží program nákupů aktiv ze strany Evropské centrální banky (ECB), který byl prodloužen o 6 měsíců. Negativní postoj naopak zaujímáme vůči americkým podnikům. Není prakticky žádný rozdíl mezi bezrizikovými desetiletými výnosy (2,2 %) a výnosem z dividend (2,1 %). Kromě toho dochází v USA k utahování měnové politiky. Centrální banka 16. prosince zvýšila poprvé za 9 let úrokovou sazbu. Zvýšení sazeb v USA si pravděpodobně vynutí také růst úroků na mnoha rozvíjejících se trzích, aby si lokální měny udržely svoji stabilitu. Proto jsme ohledně investic v těchto regionech 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 cen akcií 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 zpětné 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. 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 této kategorie hledáme zejména dluhopisy s 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 byl pro dluhopisy obtížný, po skvělém startu do nového roku došlo v polovině dubna k obrátu. Výrazný pokles zájmu investorů způsobilo několik faktorů. Nejprve strach ze zpomalení růstu v Číně, která postupně přejímá z původního ekonomického modelu poháněného investicemi na ekonomiku taženou spotřebou. Tyto obavy zasáhly zejména poptávku po komoditách a země závislé na jejich exportu.

Investoři se také obávají, že posilující americký dolar a vyšší úrokové sazby Fedu způsobí obtíže při financování států s vysokými zahraničními dluhy a schodky běžného účtu. Ně-

kteřé země navíc bojují se specifickými problémy, jako je například politické a geopolitické napětí v Turecku, Rusku či Brazílii.

Rozvinutým 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 promítá do rostoucích mezd. Americká ekonomika se může ještě stále pochlubit dobrými ekonomickými ukazateli. Vůči dluhopisům s vysokými výnosy zůstáváme pozitivní, plnou důvěrou 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. V portfoliu proto redukuje pozice na rozvíjejících se trzích, a naopak nakupujeme v rozvinutých zemích s rozumně vysokými výnosy.

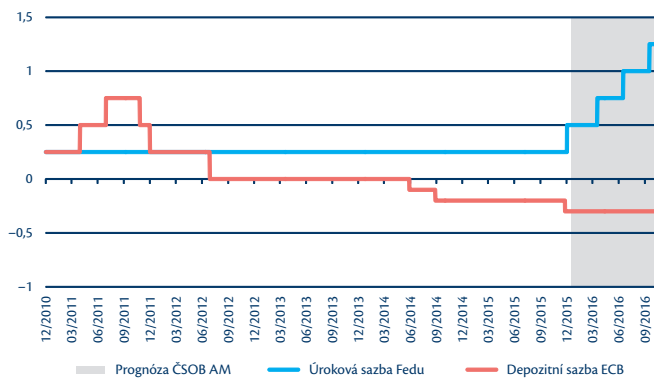
Zaměření – americký dolar **AKTUALIZOVÁNO**

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. Ke konci prosince se dolar obchodoval poblíž 1,10 USD za EUR. V krátkodobém horizontu může posílit směrem k paritě v důsledku faktorů, jako jsou lepší americké výhledy konjunktury než v Evropě nebo zvětšující se rozdíly mezi očekávanými úrokovými sazbami v USA a eurozóně. Během druhého čtvrtletí dolar posíloval s tím, jak se data z USA zlepšovala. Americká ekonomika rostla ve třetím kvartále podle zpřesněných odhadů o 2 %. Došlo k obnově důvěry podnikatelů, znovu vznikalo více než 200 tisíc nových pracovních míst měsíčně, bylo možné pozorovat první známky mzdových tlaků a spotřebitelé mohli nadále profitovat z nižších cen ropy.

Na prosincovém zasedání Janet Yellenové, předsedkyně Fedu, mohla konečně přistoupit ke zvýšení úrokových sazeb po více než 9 letech. Centrální bankéře přesvědčila dobrá listopadová čísla z pracovního trhu. Základní úroková sazba se zvedla o 25 bazických bodů na pásmo 0,25–0,50 %, čímž v USA končí období nulových úroků. Yellenová ale zdůraznila, že přestože se úroková sazba bude zvyšovat i v příštím roce, normalizovat se bude jen velmi pomalu. Vzhledem k tomu, že ECB od začátku března nakupuje vládní dluhopisy, jsou nyní měnové politiky centrálních bank obou velkých regionů diametrálně odlišné a ještě dlouho by se na tom nemělo nic měnit.

Dolar zůstává vedoucí světovou měnou, což je něco, na co evropští investoři někdy zapominají. 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 v souladu s očekáváním (těžba ropy a plynů v USA i přes nízké ceny ropy, takže import komodit 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 nevysvětlitelných výkyvů směnných kurzů.

Fed pravděpodobně bude dále zvyšovat úrokové sazby, v kontrastu s uvolněnou politikou ECB



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. Návrhnost 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 depozitů 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 u měly nízkou prostřednictvím velmi uvolněné monetární politiky předních světových centrálních bank. V USA se měnová politika již utahuje, obdobný krok očekáváme i ve Velké Británii a následně by se měly dluhopisové úroky „znormálnízovat“ na mnohem vyšších úrovních. V eurozóně se zatím neobáváme takového změny v nejbližších měsících.

Centrální banky po celém světě udržují velmi uvolněnou politiku s cílem podpořit křehké oživení ekonomik a zabránit opětovné recesi: úrokovou sazbu ponechávají v blízkosti nuly nebo v některých případech dokonce pod nulou. Sazby nyní dosahují 0 % v Japonsku, 0,05 % u ECB a ČNB, 0,25–0,50 % v USA a 0,50 % ve Velké Británii. Všechny významné centrální banky zasahují, či nedávno zasahovaly, také přímo do dluhopisových výnosů skupinami střednědobých a dlouhodobých dluhových cenných papírů v masovém měřítku. Evropská centrální banka oznámila na začátku prosince další rozšíření svého programu (v USA byly programy kvantitativního uvolňování ukončeny již v průběhu roku 2014). To je jedním z důvodů, proč jsou dluhopisové výnosy v mnoha zemích i nadále velmi nízké, v některých segmentech jsou dokonce negativní.

V dubnu dosáhly výnosy německých i českých desetiletých státních dluhopisů 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 nadále přetrvávají a tlačí dolů meziroční růst inflace. Takřka nulová inflace je tak nadále problémem většiny rozvinutých zemí.

Navzdory mírně vyšším úrokovým sazbám a akcím ECB zůstávají rizika velmi asymetrická. Stačí i omezený růst úrokových sazeb na to, aby se výnosy investice do dluhopisů dostaly do červených čísel. 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 současném úrovní úrokových sazeb jsou zejména dlouhodobé dluhopisy velmi zranitelné vůči růstu úroků. Tomu, kdo chce i nadále investovat do vládních cenných papírů, doporučujeme velmi krátké doby splatnosti (maximálně 2 roky).

Ačkoli se výnosy nedávno stabilizovaly, dlouhodobě se domníváme, že se normalizují na výrazně vyšších úrovních. Tento růst potáhne USA, které se v ekonomickém cyklu nacházejí o pár let před Evropou. V USA již můžeme hovořit o konjunkturu, proto se i centrální banka Fed uchýlí ke zvýšení úrokových sazeb. 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 najdou atraktivní segmenty, ale většinou 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 došlo v minulých letech k dramatickému růstu ziskovosti. Rok 2015 přinesl stagnaci kvůli silnému zastoupení společností z ropného sektoru v indexu S&P 500 (odvětví trpí propadem cen ropy). Výsledková sezóna v USA za třetí čtvrtletí dopadla na úroveň zisků lépe, než se očekávalo, je však třeba podotknout, že očekávání nebyla pro toto čtvrtletí vysoká.

Akciové 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 nekľid a korekci, která na konci srpna a v září vedla k faktickému odmazání veškerých letošních akciových zisků. Říjen a listopad pak trhy vrátili na vyšší úroveň.

Na sentiment má vliv také nejistota ohledně americké úrokové politiky. My však pesimismus ohledně globálního růstu nesdílíme. V Číně dojde podle nás 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 měsících na trzích opět převažovat spíše optimismus. Posílení stimulační Evropskou centrální bankou na začátku prosince podpořilo důvěru v ekonomiku, podobný efekt měl fakt, že Fed konečně přestal váhat a opatrně zvýšil 16. prosince úrokové sazby. Investoři pozornost znovu upírají k dobrým fundamentům společností i rozvinutých ekonomik jako celku. Výroky centrálních bankéřů (zejména Evropské centrální banky) o posílení měnové stimulační opětovně povzbuzují akciový trh. Navzdory nejistému tržnímu vývoji se rok 2015 nakonec stal dalším úspěšným rokem pro akciové investory: jak globální akciové indexy tak ty z eurozóny zaznamenaly celkový výnos (v eurech) okolo 10 %.

Očekává se, že světový HDP poroste v roce 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 zisku. 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 2,6 % (globální akciový index MSCI World) 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 navýšení akciových pozic v krátkodobém horizontu však požadujeme větší jistotu ohledně světového růstu, zejména v Číně a 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 AKTUALIZOVÁNO

Sestavění 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 (například 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. Vypáčené dividendy působí jako relativně vysoké ve srovnání s extrémně nízkými sazbami u dluhopisů. Preferujeme investice do nemovitostí v kontinentální Evropě, které mají zajímavější ocenění než realty britské či americké.

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 podporující kupní sílu domácností, a tedy investice spotřebitelů. To je pozitivní pro nákupní centra.

Komodity AKTUALIZOVÁNO

Návratnost investic do komodit určují zejména dvě věci. Kromě cenového trendu dané komodity je druhým faktorem návratnost „rolování“ (znovuobnovování kontraktu), která souvisí se skutečností, že investor nenakupuje komoditu samotnou (tanker plný ropy, loď plnou obilnin nebo kontejner mědi), nýbrž investuje do forwardových (budoucích) kontraktů. Aby investice trvala, musejí být tyto kontrakty rolovány: většinou je třeba zaplatit prémii. Jedině v případě, že jsou dlouhodobé futures levnější než ty krátkodobé, získáváme dodatečný výnos. Výsledky těchto často spekulativních obchodů jsou však dost nepředvídatelné. Zejména na trhu s ropou se prémie v poslední době výrazně zvýšila.

Spolu s procesem přeorientování čínské ekonomiky z těžkého průmyslu na spotřebu tažený růst zažívají komodity velmi těžké časy. Čína představuje největší zdroj poptávky na trhu komodit, proto se jejich ceny krátkodobě pohybují v rytmu zpráv z její ekonomiky. Ty byly v posledních měsících neuspokojivé, a proto ceny komodit prudce klesly.

Ještě do léta 2014 se ceny ropy držely tvrdošjně mezi 100 a 115 dolary za barel, částečně v důsledku geopolitických rizik. Po strmém pádu ze začátku roku 2015 zažil trh s ropou krátké oživení, které ale nemělo dlouhého trvání. Poté, co se 4. prosince země OPEC sešly ve Vídni a svým rozhodnutím neomezovat produkci ropy fakticky pozastavily fungování kartelu, propadly se ceny ropy až pod hranici 40 dolarů za barel.

Zásoby ropy jsou velmi vysoké: produkce v uplynulých dvou letech rostla rychleji a téměř vždy přesahovala poptávku. Nízké ceny ropy nejsou vyvolány slabou poptávkou, ale rychlejším růstem produkce. Tempo růstu produkce dosáhlo 2,5 % ročně, zatímco poptávka stoupla o 1,5 % za rok (poptávka rostla i v Číně). V říjnu bylo na trh pumpováno více než 98 milionů barelů denně.

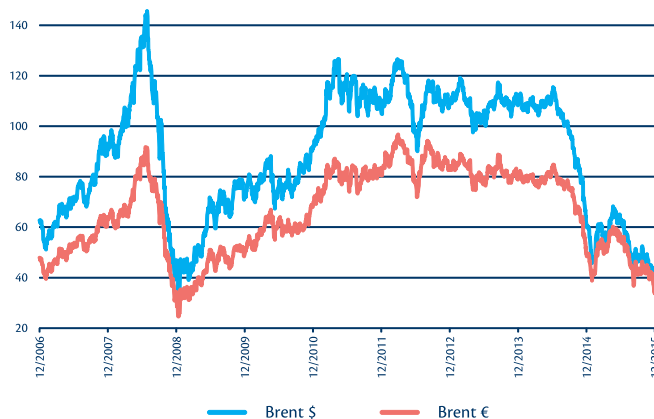
Zásoby v USA dosáhly historického rekordu a také dohoda mezi Západem a Íránem může dále posílit nabídku, i když to bude nejspíš méně, než se někteří obávají, kvůli nedostatečným investicím do íránských ropných polí. Bleskurychlý rozvoj techniky na těžbu ropy z břidlicových polí vedl v USA během období 5 let k nárůstu množství vytěžené břidlicové ropy z 1,5 milionu na 5,5 milionu barelů denně. I když dochází k poklesu navrtávání nových zdrojů v USA – počet vrtných souprav, které jsou v provozu, klesl z přibližně 1 500 na téměř 500, což je nejnižší úroveň od dubna 2010 –, teprve od léta lze pozorovat pokles produkce. Ze stávajících ropných polí se bude těžit, dokud zůstane cena ropy nad 40 dolarů, ale investice mimo OPEC jsou nyní příliš nízké, než aby kompenzovaly vyčerpání ropných polí. Bez investic bude produkce klesat o více než 3 % ročně. Vrtné soupravy pro těžbu z břidlic budou znovu uvedeny do provozu při silném růstu nad 65 dolarů. K tomu by mohlo dojít rychleji, pokud by i arabské země snížily svou výrobu. Jejich mezní výrobní náklady jsou pod 30 dolarů, takže pro ně těžba ropy zůstává rentabilní i při současných cenách a ostatní producenty z trhu mohou vytlačit tím, že pokračují ve výrobě nezměněným tempem. Poté, co bylo jasné, že se rozhodly pro tento postup, nabral pokles cen ropy rychlejší tempo. Cena kolem 30 USD za barel je ale i pro země OPEC příliš nízká, než aby udržela jejich státní

rozpočty v rovnováze (dokonce i Saudská Arábie potřebuje cenu ropy 100 dolarů pro udržení štedrého sociálního programu).

Producenti OPEC nechtějí omezit výrobu už od podzimu 2014 a spíše se dá očekávat její další růst. Velké ropné společnosti seškratly 200 miliard investic do dražších dlouhodobých projektů, jako jsou hlubokomořská těžba nebo těžba z ropných písků. Efekt těchto rozhodnutí, která nelze rychle vrátit, bude možné počítat ale teprve za několik let. Kromě výše uvedeného mohou ceny ropy dále ovlivnit geopolitická rizika například na Blízkém východě, v Nigérii nebo Venezuele.

Očekáváme, že k obnově rovnováhy na trhu dojde ve druhé polovině roku 2016 díky omezení nabídky a stálému růstu poptávky. Poptávka by měla v roce 2016 nadále růst stabilním tempem ve výši přibližně 1,3 milionu barelů denně. Domníváme se, že krátkodobě zůstane cena ropy velmi nestabilní a pouze pomalu dále poroste směrem k 65 dolarům na konci roku 2016.

Po setkání zemí OPEC, které nepřineslo žádné výsledky, se cena ropy Brent dostává nejnižší od konce roku 2008 (cena za barel ropy Brent)



Zlato AKTUALIZOVÁNO

Je-li cena zlata nad 1 000 USD za unci, nemá smysl ho nakupovat. Zlato není hodnotová, ale spíše spekulativní investice, protože samo o sobě nenese žádný výnos nebo kupón. Zároveň je velmi kolísavé (podobně jako akcie), což si investoři málokdy uvědomují.

Tento drahý kov obklopují různé mýty, pravda je však taková, že zlato není tak vzácné, jak se tvrdí, v podstatě nemá ekonomický význam (zaručené ne v monetárním ohledu) a nenabízí spolehlivou ochranu proti inflaci. 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 tento drahý kov skutečně nespotebovává, takže jeho celosvětové zásoby jen rostou. Zlato je také citlivé na „přestřelování“: během eurokrize v roce 2011 dosáhla jeho cena na 1 900 dolarů za unci. V roce 2015 se zlato obchodovalo nejvýše v lednu – kolem 1 300 USD za unci – do konce roku ale jeho cena klesla o téměř 20 % na současných 1 070 USD za unci. Události uplynulého roku, jako například řecká krize nebo srpnová korekce cen akcií, trhem zlata téměř nezahýbaly. Více se do jeho ceny (negativně) promítá klesající zájem investorů do zlatých ETF a silný dolar.

Akciové trhy a očekávaný další růst úroků nabízejí lepší investiční příležitosti.

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 28. 12. 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

		01/2016	04/2016	07/2016	01/2017
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	0,50	1,10	1,30	1,50
	USD/CZK	24,56	26,44	26,44	25,33
	EUR/CZK	27,02	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	-0,05	0,10	0,40	0,70
	10Y sazba	0,55	0,90	1,05	1,20
USD	Základní sazba	0,50	0,50	0,75	1,25
	2Y sazba	0,95	1,10	1,30	1,60
	5Y sazba	1,70	1,90	2,20	2,35
	10Y sazba	2,20	2,50	2,65	2,80
	USD/EUR	1,10	1,03	1,03	1,07

Zdroj: ČSOB, ČSOB AM, KBC AM, Bloomberg

Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)			Inflace (průměrná roční změna, v %)		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
CZ	2,00	4,20	2,70	0,40	0,50	1,40
EMU	0,90	1,50	1,70	0,40	0,10	1,00
USA	2,40	2,50	2,50	1,60	0,10	1,80

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg