



AKTUÁLNÍ ČÍSLO PŘINÁŠÍ:

Jak vidíme svět?

- Akciové trhy za sebou mají jeden z nejhorsích začátků nového roku ve své historii.
- Ke konci ledna se cena ropy Brent pohybovala na nejnižší úrovni za posledních 13 let.
- Výhled růstu světové ekonomiky je příznivý, vyspělé ekonomiky pokračují v silném oživení.
- Finanční trhy mají konzervativní očekávání růstu úrokových sazeb Fedu. Bank of Japan nečekaně snížila jednu ze svých depozitních sazeb do záporu.

Co děláme v portfoliích?

- Korekce na trzích využíváme pro navýšení akciové složky v našich portfoliích.

Vzestup spotřebitelských výdajů podporuje růst vyspělých ekonomik. Stojí za ním úspory nákladů na energie a pohonné hmoty vlivem poklesu cen ropy i ostatních komodit. Americká ekonomika zůstává silná. Současný vývoj v eurozóně v nás vyvolává pozitivní náladu. Naopak rozvíjející se trhy (zejména Čína) se stále nacházejí v obtížné situaci. I zde však očekáváme uklidnění situace, snahu o řešení problémů a zmírnění paniky na trzích.

Americká ekonomika zůstává silná, zklamání představují pro investory jen slabé výsledky průmyslového sektoru. Index ISM (ukazatel důvěry podnikatelů v průmyslu) zůstává již dva měsíce pod hranici 50, což svědčí o poklesu aktivity v odvětví. Bohatě to však kompenzují nadějně vyhlídky sektoru služeb a prudce rostoucí pracovní trh.

Současný vývoj v eurozóně v nás vyvolává pozitivní náladu. Vše nasvědčuje tomu, že evropská ekonomika těží z mnohokrát zmiňovaných pozitivních faktorů, jako jsou slabší euro nebo levnější ropa. Důvěra výrobců a indexy nákupních manažerů (PMI) rostou na nejvyšší úrovni za posledních pět let. To může signalizovat, že se firmy připravují na zrychlení růstu ekonomiky i světového obchodu. Situace se i na pracovním trhu nadále zlepšuje.

Příznivé makroekonomické ukazatele chodí také z Japonska. Bank of Japan 29. ledna překvapivě snížila jednu ze svých depozitních sazeb do záporu. Dá se očekávat další oslabování japonského jenu, které by mělo pomáhat ziskovosti exportních firem.

Tvrdé přistání Číny? Panika je přehnaná

Kolaps čínského akciového trhu byl důsledkem několika faktorů. Jedním z nich byla politika pevného kurzu a špatně prezentovaná devalvace čínského juanu. Mezinárodní měnový fond (MMF) se rozhodl, že zařadí čínský juan do koše rezervních měn (SDR) od října 2016. Součástí tohoto koše je v současnosti americký dolar, euro, japonský jen a britská libra. Vzhledem k tomu, že ostatní významné světové měny vůči dolaru oslabily, má i juan tendenci vydat se stejným směrem.

K lednovým masivním výprodejům na čínských akciových trzích dále přispělo ukončení zákazu prodeje pro velké akcionáře podniků kótovaných na burze a nová pravidla pro pozastavení obchodování (výkyv indexu o 5 % znamenal pozastavení obchodu na dobu 15 minut, o 7 % pak na celý zbytek obchodního dne), která byla následně opět zrušena. Nestabilní čínský akciový trh proto není pro hodnocení stavu druhé největší ekonomiky světa vhodným měřítkem.

V roce 2015 se růst čínské ekonomiky zpomalil na 6,9 %, tedy nejnižší tempo za poslední čtvrtstoletí. Nemělo by to být ale překvapením, nýbrž logickým důsledkem změny orientace Číny na nový ekonomický model, který je více zaměřen na služby a spotřebu. Díky stimulačním opatřením vlády vykazuje ekonomika i nadále růst (solidní maloobchodní tržby, příznivá čísla ze sektoru služeb nebo stabilní důvěru podnikatelů).

Ceny ropy ve volném pádu

Ke konci ledna se cena ropy Brent pohybovala poblíž 30 USD za barel, což je nejnižší úroveň za posledních 13 let. Současný kolaps trhu s ropou je hlubší a trvá déle než všechny předcházející korekce. Na vině je především převis nabídky nad poptávkou na trhu.

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Základní makroekonomické ukazatele ČR:

	Období	Údaj	Poslední změna
Inflace (r/r)	12/2015	0,10 %	0,00 p.b.
HDP (r/r)	3Q/2015	4,70 %	+0,10 p.b.
Nezaměstnanost	12/2015	6,30 %	+0,40 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.

V roce 2016 by se ceny ropy měly začít pomalu zvedat, v nejbližších týdnech na ně ale může mít ještě vliv negativní sentiment (návrat Íránu na trh po uvolnění sankcí a rekordní zásoby). Rovnováha na trhu s ropou by se měla začít pozvolna obnovovat až vlivem stagnující až klesající nabídky (především z projektů americké břidlicové těžby) při současném pokračujícím růstu poptávky. Pro přizpůsobení nabídky je ale zapotřebí více času.

Ropné společnosti a země zaměřené na export této komodity její nízkou cenou trpí. Na druhé straně je ale levná ropa dobrou zprávou pro spotřebitele a firmy s energeticky náročnou výrobou.

Podle propočtů Mezinárodního měnového fondu (MMF) by měl trvalejší pokles cen ropy o 20 % podpořit ekonomický růst v USA a v eurozóně o 0,4 %. Nízké ceny ropy a komodit také udržují nízkou úroveň inflace, což zatím poskytuje americké centrální bance (Fedu) dostatečný prostor k tomu, aby pokračovala s normalizací úrokových sazeb velmi obezřetně. Evropská centrální banka (ECB) může vzhledem k absenci inflačních tlaků pokračovat v nastoupeném trendu politiky kvantitativního uvolňování (QE).

Finanční trhy opět připomínají, jak umějí kolísat

Když jsem na konci minulého roku psal, že letošek bude asi trošku jízda na divokém drakovi, nepředpokládal jsem, že se tak stane již první lednové dny. Hluboký pád cen ropy, který má na svědomí jak přebytek kapacit a vysoké zásoby, tak obavy o zdraví „polykače“ suroviny Číny, zarazil i otrlé investory.



Přestože je vliv nízkých cen ropy na hospodářství vyspělých zemí obecně příznivý, takové šokové změny nejsou vůbec dobré. Ropný sektor krvácí rychle a vůbec se nestihá přizpůsobit.

To je ona nevýhoda denního oceňování. Jednak jsou ceny více náchylné ke změnám, jednak jde o nápor na nervy pro ty, kteří sledují vývoj denně. „Nesledujte denně ceny!“ se lehce řekne, ale špatně dodržuje – to ví každý, kdo k investicím přičichl.

Důkaz o tom, že je investování více o psychice, než o čemkoli jiném, lze předvést na následujícím příkladu: Před pár lety akcie klesly z výšin o zhruba 50 % a já slýchával něco na způsob „Ještěže jsem neinvestoval do akcií, to bych na tom byl špatně. Já si naštěstí koupil byt na hypotéku, to je trvalá hodnota.“ Ano, ceny bytů nikde na burze nesvítlí, takže si nikdo nemůže ověřit, jaká je aktuální hodnota jeho realitní investice. Pokud se ale podíváme na různé indexy a analýzy realitních kanceláří, uvidíme, že v krizových letech spadly ceny bytů minimálně o 15 %, leckde i o více. Co to udělá s hodnotou bytu, koupeného na klasickou 75% hypotéku? Hodnota jmění v tomto, ještě relativně optimistickém případě, sletí o 60 %! Tedy ještě více než akciové trhy! Dnes je tato hodnota zase výše, podobně jako u akcií. A stejně jako u nich je ten, kdo nemusel v krizi prodávat, spokojen. Dobrý konec pro oba, jen ten s hypotékou byl o poznání klidnější. Budiž pochválena sladká nevědomost!

Pokud vám výše uvedený příklad něco připomíná, jste na správné stopě: ze stejného problému vznikla hypoteční krize v USA. Na rozdíl od našince však tenkrát Američané měli často 100% hypotéku a navíc z finančních důvodů museli prodávat. A průšvih byl na světě. Dejme proto pozor na skrytá rizika, a naopak nemějme zbytečně nervy tam, kde nemusíme.

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.

Uplynulý měsíc byl ve znamení výrazného růstu rizika, kterému jednoznačně dominovaly obavy z ekonomického vývoje Číny. Devalvace měny, kterou se tamní vláda snaží mírnit dopady hospodářského zpomalení země, naopak obavy investorů ještě více prohlubuje. Pozvolnému oslabení kurzu se pravděpodobně Čína nevyhne ani v blízké budoucnosti, neboť součástí rozsáhlých reforem, o něž země usiluje, je i vyšší míra autonomie měnové politiky, která si tím nepochybně vyžádá větší příklon k systému plovoucího kurzu.



Důsledkem růstu rizik byl zvýšený zájem investorů o bezpečné dluhopisy. K vzestupu cen dluhopisů přispěly také klesající ceny ropy, které vedly k přehodnocení inflačních očekávání směrem dolů. Výnosy českých vládních dluhopisů naproti tomu v uplynulém měsíci rostly (klesaly jejich ceny). Naplnil se tak náš dřívější předpoklad, že přebytečná poptávka po domácích vládních dluhopisech z části odezní s příchodem nového roku. Navzdory růstu jejich výnosů je i nadále významná část z nich obchodována se záporným výnosem (do pěti let splatnosti). Vyhýbáme se i vládním dluhopisům delších splatností, neboť jejich výnosová premie je ve srovnání s těmi kratšími zanedbatelná a neúměrná úrokovému (duračnímu) riziku. S výprodeji akciového trhu rostly i kreditní marže bankovních a podnikových dluhopisů (docházelo k poklesu jejich cen). Nejvíce zasaženými byly dluhopisy společností energetického a těžebního sektoru, které klesly i vlivem nepříznivého vývoje na komoditním trhu.

Jan Bureš, portfolio manažer ČSOB Asset Management

Dluhopisové investice

Navzdory růstu rizikových marží hodláme i nadále při výběru investic dávat přednost bankovním a podnikovým dluhopisům, případně tam, kde je výběr přímých dluhopisových pozic omezen koncentračními limity, využívat podobně zaměřených dluhopisových fondů s vhodnou mírou durace (do 2 let).

I přes výrazný pokles nákladů spojených se zajištěním měnového rizika ponecháváme i nadále v portfoliích, kde to umožňují smluvní limity, část cizoměnové složky nezajištěnou. Zatímco u eurových investic jsou příčinou zmíněné náklady, 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 charakteristická pro dluhopisový trh. Fondy dluhopisů s nižší bonitou reagovaly na akciové výprodeje asi 2,5% poklesem. Pozici ve fondech rizikových dluhopisů nicméně již zhruba od poloviny minulého roku podvažujeme. Z rizikových dluhopisů upřednostňujeme eurové tituly, které oproti dolarovým dluhopisovým investicím nejsou tolik zatíženy výhledem růstu amerických sazeb.

Zabezpečené investice

Portfolio Pro

Na akciové výprodeje reagovaly i fondy Portfolia Pro. Průměrný podíl akcií v Portfoliích Pro 95 poklesl z 10 % (prosinec) na 2,5 %. Průměrný podíl akcií v Portfoliích Pro 90 poklesl z 26 % (prosinec) na lednových 11 %. Podíl akcií v srpnové emisi Portfolia Pro 95 byl dokonce vlivem uplynulých propadů akciového trhu snížen na nulu. Vzhledem k tomu, že k reflexu hraniční hodnoty fondu dojde až v srpnu letošního roku a s ohledem na extrémně nízkou úroveň sazeb peněžního trhu, zvažujeme u vybraných portfolií nahrazení jeho pozice některým z dluhopisových fondů s vyšší očekávanou mírou výnosu oproti hotovostní složce. Jelikož náš náhled na akciové trhy zůstává i přes rizika relativně příznivý, hodláme v závěru ledna participovat na únorové emisi Portfolia Pro.

Na základě skutečných historických výsledků, dlouhodobých simulací i aktuálního porovnání ochranných algoritmů fondů s rozdílnou úrovní zabezpečení (Portfolio Pro 95 vs. Portfolio Pro 90) 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 přesunutí 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 nerealizujeme. 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

Propady akciových trhů jsme u vybraných portfolií využili k nákupu akcií. Akciovou složku jsme udržovali blízko neutrální úrovni, nadále jsme preferovali evropské akcie. Chápeme, že zpomalení čínské ekonomiky představuje pro světovou ekonomiku zvýšené riziko, nemůžeme ale současně zcela opominout skutečnost, že hospodářská situace západních zemí vykazuje známky zlepšení. Přestože jsou evropské nadnárodní firmy (obzvláště ty německé) exponovány na čínský trh ve větší míře než ty americké, očekáváme, že mohou současně těžit ze slabé úrovně eura a expanzivnějšího charakteru měnové politiky.

Alternativní investice

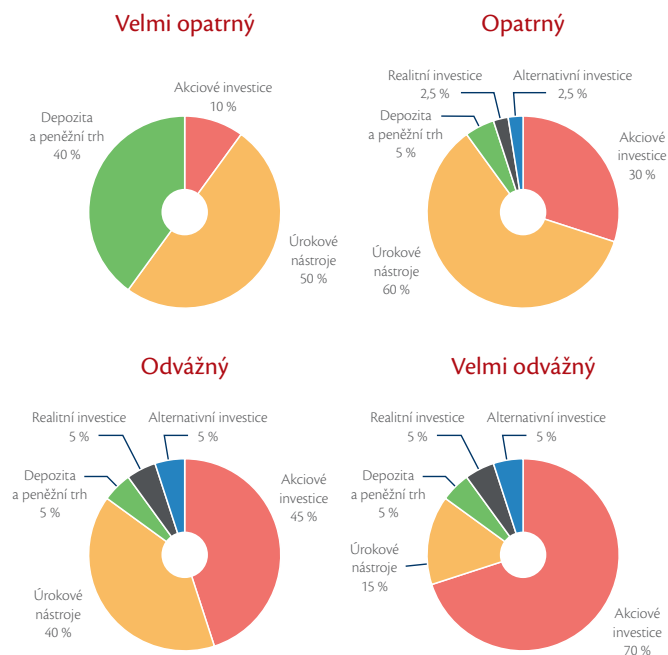
K alternativním investicím řadíme fond Celest Andromeda (Volatility). Do fondu je vhodné vstupovat výhradně v okamžiku vysokého růstu volatility, např. v důsledku propadu akciových trhů. Fond následně využívá algoritmy, jimiž se snaží generovat zisky jak na rostoucím, tak na klesajícím trhu. Předpokladem úspěchu fondu je nicméně trendový charakter trhu (pokles či růst volatility po delší dobu). Přestože poklesy akciového trhu byly v lednu doprovázeny růstem volatility, nebyl zcela naplněn předpoklad trendu. Fond v uplynulém měsíci poklesl o 1,7 %. Pozici ve fondu jsme napříč portfolií nenavýšovali.

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

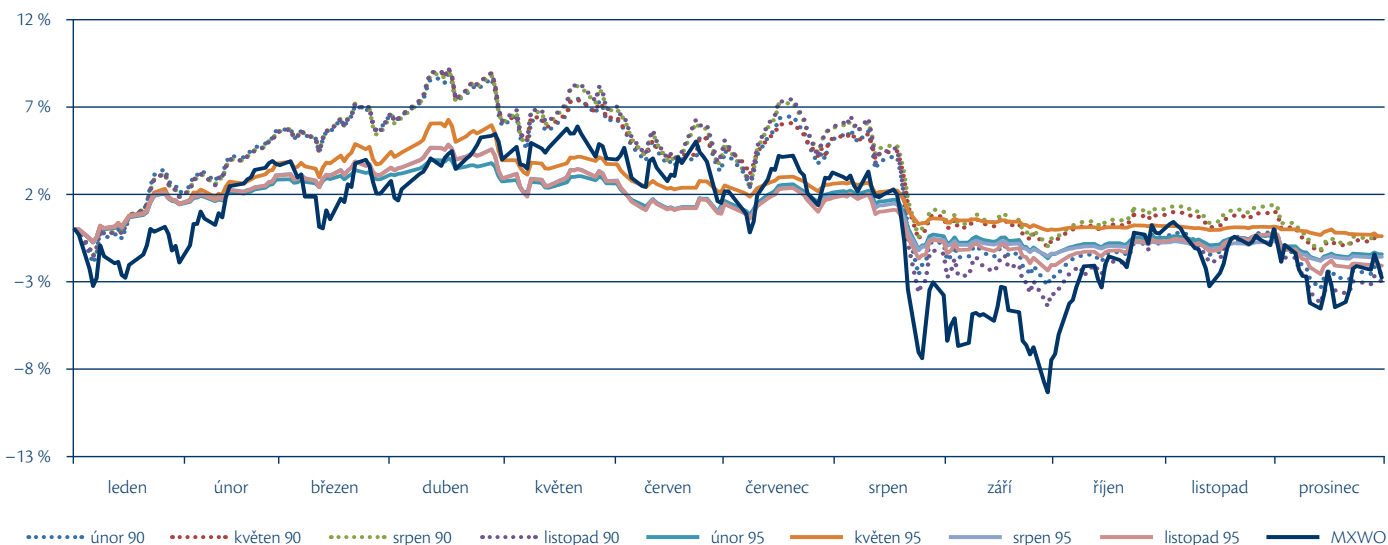
portfoliích, proto informujeme i o aktuálním vývoji a našich názorech týkajících se ostatních tříd aktiv, rozšiřujících základní strukturu konzervativního, především dluhopisového portfolia.

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



Srovnání výkonnosti Portfolií Pro 90/95 se světovým akciovým indexem MSCI WORLD (MXWO*) v roce 2015



*) Regionální alokace indexu MXWO, 60 % Amerika, 25 % Evropa, 10 % Japonsko, 5 % ostatní země.

Eurozóna AKTUALIZOVÁNO

Ekonomika eurozóny pokračovala i ve třetím kvartále 2015 v oživení, rosta tempem 1,6 % ročně. Důvěra podnikatelů se nadále zvyšuje, nachází se znovu nad hodnotou 50, která indikuje ekonomickou expanzi, a je dokonce nejvyšší v porovnání se zbytkem světa. Také důvěra spotřebitelů v průměru roste, což způsobuje oživení maloobchodních prodejí.

V Německu, které dlouhodobě představuje motor růstu, zůstává důvěra výrobců zachována navzdory skandálu Volkswagenu a strachu ze zpomalení růstu v Číně. Růst HDP dosáhl v roce 2015 meziročního tempa 1,7 %. 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. Francie vyvolává i nadále obavy. Důvěra výrobců zůstává nízká, negativně ji ovlivnily pařížské atentáty a stagnace ekonomického růstu.

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 ekonomického růstu. Na prosincovém zasedání ECB prodloužila a posílila program kvantitativního uvolňování, nenaplnila však vysoká očekávání trhů, které bezprostředně zareagovaly poklesem a zvýšenou volatilitou. V lednu slova šéfa ECB paniku na akciových trzích naopak mírně zklidnila, i když ne na dlouho. Poslední zasedání sice k žádnému novému opatření nevedlo, Mario Draghi ale ve svém vystoupení výrazně naznačil, že centrální banka do března může přehodnotit svůj postoj a nastavení měnové politiky. K tomu bude mít novou, zřejmě o dost pesimističtější prognózu. Spekuluje se o dalším drobném snížení depozitní sazby a navýšení QE.

Evropská výsledková sezóna za třetí čtvrtletí přinesla 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 druhou stranu ale díky vlivu slabšího eura očekávání většinou naplnily firmy, které vyvážejí do USA. Pro rok 2016 počítáme s přibližně 7,8% růstem zisků. Podpora ze strany slabšího eura by měla nadále představovat pro korporátní zisky stimul, i když bude časem vyprchávat.

Akcii firem z eurozóny nejsou drahé – oproti americkému trhu se stále obchodují se slevou, a proto jim i nadále dáváme přednost. Negativní zprávy z Číny, která je pro evropské exportéry důležitým odbytištěm, a klesající ceny ropy vyvolaly mezi investory paniku. Na začátku tohoto roku klesly ceny akcií v eurozóně ve srovnání s úrovní před 12 měsíci přibližně o 12 %. Obavy ale považujeme za přehnané – investoři by se měli začít opět brzy zaměřovat na silné fundamenty tohoto regionu.

Japonsko AKTUALIZOVÁNO

Japonské akcie byly v uplynulých letech silně poháněny chováním japonské centrální banky, což zapadá do programu premiéra Abeho, takzvané abenomiky³. Během roku 2015 Bank of Japan pokračovala ve své uvolněné politice zaměřené na podporu trhu a zvýšení inflace, na čemž by se ani v následujících letech nemělo nic měnit. 29. ledna snížila jednu ze svých depozitních sazeb do záporu. Pro akciové trhy to bylo pozitivní překvapení, naopak jen oslabil. Pro japonské akcie byl loňský rok opět příznivý, jejich ceny v eurech vzrostly o 20 %. Na začátku nového roku trh ale zasáhly výprodeje a většinu zisků odmazaly.

Domácí podniky zaměřené na vývoz jsou díky levnějšímu jenu konkurenceschopnější a získávají větší obchodní 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 zdržovat 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 odkupují vlastní akcie. Tokijský trh není s poměrem ceny k očekávaným ziskům na akcii ve výši přibližně 16,6 v historickém srovnání drahý, i když třeba v porovnání s oceněním evropských akcií jde o vyšší hodnoty. Na japonském trhu navíc existuje strukturální domácí 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.

Cyklický spotřební sektor BEZE ZMĚNY

Spotřeba je již dlouhou dobu hnací silou ekonomického oživení, čehož může využít cyklický spotřební sektor. Celosvětově lze pozorovat obnovu důvěry spotřebitelů spojenou především s pozitivním výhledem ekonomického vývoje. 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 automobily (ačkoliv byl nedávno sektor pod vlnou výprodejů kvůli emisnímu skandálu Volkswagenu a spekulacím o vyšetřování v dalších automobilkách, jako je například francouzský Renault) 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 dříve problémové periferii. To vytváří příznivé klima pro zvyšování mezd. Vzhledem k výrazně nižší inflaci a prudkému poklesu cen ropy se každé zvýšení mezd projeví v růstu kupní síly. Domácnostem roste 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 prosinci vzrostl o 16,6 % meziročně. Znamená to dobré zprávy pro velké výrobce, především pro francouzskou a italskou masovou produkci. Evropané kromě toho mohou využít relativní oslabení eura. Díky dramatické reakci na skandál automobily Volkswagen a nepříliš příznivým zprávám z Číny je tento subsektor opět spíše levný, a lze ho tedy znovu doporučit. Následky aféry Volkswagenu pro celý sektor nejsou tak negativní, jak se původně trh obával. 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 prosinci v meziročním srovnání vzrostl o 16 % na téměř 2,8 milionu vozů.

Pozitivně vnímáme také subsektor médií. Jelikož se celosvětový růst – tažený zejména spotřebou – 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 v minulosti 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.

³ 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.

Informační technologie BEZE ZMĚNY

Vyšší kupní síla domácností je dobrou zprávou 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 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 americkém sektoru informačních technologií k dalšímu zpomalení růstu zisků na 2,4 % a tržeb na 2,1 %. Důvodem byl mimo jiné silný dolar (americkým počítačovým firmám plyne více než polovina tržeb ze zahraničí). V Evropě jsme sledovali mnohem lepší výsledky s růstem tržeb o 11,4 % a zisků přes 8,4 %, za který vděčíme 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 nezaťžené a mají stabilní cash flow, ale ztrácejí podíl na trhu. Růst jejich tržeb je poměrně nízký, jistotu 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 přírůzkou k průměrnému ocenění celého trhu. Investoři jsou u něj přitom 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.

Finanční sektor BEZE ZMĚNY

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 zestrážením 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 „zešťhlovaní“ rozvah 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 rozvíjet 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 započaté cestě 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 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 atraktivní dividendy. Rovněž se přizpůsobily měnícím se prostředí. Poskytovatelé neživotního pojištění si více vybírají rizika, která kryjí. Nízké sazby zůstávají pro poskytovatele životního pojištění značnou zátěží. Je to také jeden ze sektorů, který využije růstu výnosů, který začal ve druhém čtvrtletí

(zejména v USA). Dlouhodobě potřebují i evropští poskytovatelé životního pojištění vyšší úroky, aby mohli vyplácet garantované výnosy. Krátkodobě může mít růst úroků vliv na ocenění sektoru, protože se investoři, kteří tento sektor nakoupili kvůli dividendám, mohou vracet na trh s dluhopisy.

Zajišťovny zaznamenávají pokles premií 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.

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 zachováme si na něj do budoucna pozitivní výhled. Zejména banky zůstávají podhodnocené a obchodují se pod úrovní účetní hodnoty.

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 přebytečná hotovost se nekulmuje ve společnosti ani neutráci 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 v eurozóně a rostoucímu využití průmyslových kapacit ale nejsme zatím v takové situaci. Pokud bychom se blížili do fáze silného růstu blízko plnému využití výrobních kapacit, bylo by 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 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. 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 očekávaný investiční dopad do budoucna), pokud se vyskytne příležitost pro produktivní použití hotovosti. Podniky nakupují své vlastní akcie většinou po období jeden až čtyři roky.

Rozdělované dividendy, které plynou ihned k akcionářům, jsou oproti zpětným odkupům silnějším signálem, že je cílem společnosti 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 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 Japonsku.

Z akcií s vysokou dividendou volíme jednoznačně Evropu. Tento region není v ekonomickém cyklu tak daleko jako USA a výnosy na dluhopisech zůstanou nejspíše poblíž současných úrovní. Dolů je dlouhodobě tlačí program nákupů aktiv ze strany Evropské centrální banky (ECB), který byl prodloužen o 6 měsíců. V březnu navíc trh od ECB očekává další posílení stimulace. Výnos německého desetiletého státního dluhopisu se pohybuje okolo 0,40 %. Mnohé evropské vládní dluhopisy s kratší dobou splatnosti nesou negativní úroky. České dluhopisy při desetileté splatnosti nesou jen o něco vyšší výnos než německé dluhopisy. Průměrný dividendový výnos v eurozóně ale dosahuje 4 % a firmy s vysokým dividendovým výnosem vyplácejí ještě o 1 % víc, podobně jako firmy kótované na pražské burze.

Negativní postoj naopak zaujímáme vůči americkým podnikům. Mezi bezrizikovými desetiletými výnosy (2 %) a výnosy z dividend (2,5 %) již v USA není prakticky žádný rozdíl. V tomto roce očekáváme další zvýšení sazeb Fedu, které 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.

Při výraznějším ekonomickém růstu se budou úrokové sazby rychleji zvyšovat, což je nepříznivé pro ceny dluhopisů v portfoliích. Pro akcie s vysokým dividendovým

výnosem je vyšší úrok zjevně také nevýhodný: k jejich dividendovým výnosům se budou blížit výnosy úrokových produktů a mohou překonat výši dividend. Lepší ekonomické prostředí se ale může postarat o zhodnocení dividendových akcií. Trh jako celek je sice dražší než před třemi lety, segment ale zůstává atraktivně oceněn.

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 2016 začal pro dluhopisový trh velmi obtížně. Výrazný pokles zájmu investorů způsobilo několik faktorů. Především strach ze zpomalování růstu v Číně, která postupně přeřazuje 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 zvyšující se úrokové sazby Fedu způsobí obtíže při financování států s vysokými zahraničními dluhy a schodky běžného účtu. Například Brazílie a Jihoafrická republika potřebují k fungování své ekonomiky příliv zahraničního kapitálu. Další země bojují se specifickými problémy, jako je například politické a geopolitické napětí v Turecku nebo krize státního rozpočtu vlivem poklesu cen ropy v Rusku.

Celosvětové ekonomické oživení zůstává nedotčené, táhnou ho ale tentokrát rozvinuté země. Pokračující oživení v Evropě je udržitelnější, Japonsko je podle všeho na dobré cestě a ve Velké Británii a USA se silný pracovní trh promítá do rostoucích mezd. Americká ekonomika se může ještě stále pochlubit dobrými ekonomickými ukazateli, s výjimkou průmyslu, který olivňuje nízké ceny ropy. V portfoliu proto redukuje pozice na rozvíjejících se trzích, a naopak nakupujeme v rozvinutých zemích s rozumně vysokými výnosy. 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.

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. Na začátku roku se dolar obchodoval poblíž 1,10 USD za EUR. V krátkodobém horizontu může 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. Ke konci roku 2015 dolar posiloval 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 průběhu letošního roku, normalizovat se bude jen velmi pomalu. Finanční trhy mají konzervativní očekávání a předpokládají v tomto roce spíše jen jedno zvýšení úrokové sazby, my bychom nebyli překvapeni při třech zvýšeních, což je také jedním z důvodů, proč věříme v další potenciál růstu amerického dolaru. Vzhledem k pokračujícímu programu kvantitativního uvolňování ECB 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 však došlo k výraznému zlepšení. Nadále se bude zvyšovat mezinárodní síla této měny. Investoři by si však stále měli být vědomi vysoké kolísavosti a občas nevysvětlitelných výkyvů směnných kurzů.

Pohled na jednotlivé třídy aktiv.

Hotovost BEZE ZMĚNY

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

Dluhopisy BEZE ZMĚNY

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. 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 takovéto 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 skupováním 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 minulého roku 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. Ceny ropy jsou stále nižší 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 současné úrovni 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 potáhnou USA, které se v ekonomickém cyklu nacházejí o pár let před Evropou. V USA již můžeme hovořit o konjunktúře, proto se i centrální banka Fed uchýlila 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 ostré korekci dostávají přibližně do pásma pouze mírně pod dlouhodobě obvyklým oceněním. Jsou zcela jistě oceněny atraktivněji než dluhopisy a hotovost. Zvýšení cen akcií během uplynulých třech let bylo doprovázeno pouze mírným růstem zisků, a to zejména v Evropě. Rok 2015 přinesl stagnaci kvůli silnému zastoupení společností z ropného sektoru v indexu S&P 500. Výsledková sezóna v USA za třetí čtvrtletí dopadla na úrovni zisků lépe, než se

očekávalo, je však třeba podotknout, že očekávání nebyla nastavena vysoko. Pro čtvrté čtvrtletí očekáváme pokles zisků o jednotky procent, příčinou je hluboký propad v oborech navázaných na těžbu ropy.

Akcie v uplynulých letech podražily, což zvýšilo jejich zranitelnost: velmi citlivé jsou především na výkyvy hospodářského růstu (nebo spíše jeho vnímání). Nejistota ohledně ekonomického vývoje v rozvíjejících se zemích (pád spekulativně nafouklého trhu v Číně), dopady zprísnění měnové politiky v USA, slabý růst korporátních zisků, propad cen ropy a zklamání z dat z amerického průmyslového sektoru podpořily na počátku nového roku paniku investorů a vedly k velmi výrazné, dle našeho názoru přehnané, korekci cen akcií. Byla v rozporu s rychlým růstem ekonomiky USA a eurozóny, z níž chodí oproti očekávání lepší data a vedla k faktickému odmazání veškerých loňských akciových zisků. V korekci vidíme příležitost k nákupu, akcie by podle našeho názoru mělo čekat významné oživení.

Pesimismus ohledně globálního růstu nesdílíme. V Číně by mělo dojít k měkkému přistání, zatímco na Západě podpoří růst spotřebitel, který mimo jiné využívá výrazného poklesu cen ropy a opětovného růstu pracovních příležitostí. Posílení stimulační Evropskou centrální bankou podporuje důvěru v ekonomiku, podobný efekt měl fakt, že Fed konečně přestal váhat a opatrně zvýšil 16. prosince úrokové sazby. Investoři by měli pozornost znovu upírat k dobrým fundamentům společností i rozvinutých ekonomik jako celku. Očekává se, že světový HDP poroste v roce 2016 o 3,1–3,5 % 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 stále 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 než krátkodobé nebo dlouhodobé úrokové sazby (často nepřevyšující ani 1 %). Dividendový výnos dosahuje 4,1 % (evropské akcie) až 4,6 % (globální akciový index MSCI World) nebo ještě o něco více v případě českých akcií. Předpověď celkového výnosu je tak podstatně vyšší než u hotovosti nebo dluhopisů.

Akcie s kapitálovým zajištěním

Z počátku roku jsme opět 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 a akciové investice bez kapitálového zajištění budou nadále přinášet nižší než očekávaný výnos?

Nemovitosti **BEZE ZMĚNY**

Sestavení solidně diverzifikovaného portfolia z přímých investic do realit je pro většinu investorů nedosažitelným cílem z důvodu relativně značné velikosti projektů a omezené likvidity reálného trhu. Alternativu tvoří akcie reálních firem (nebo uzavřené fondy).

Jde o společnosti, kde většina investičního portfolia sestává z jednoho nebo více reálních projektů. Často jsou komerčněji orientované (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. Vyplácené 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 reality britské či americké.

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, jediné 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 klesaly.

Ještě do léta 2014 se ceny ropy držely tvrdošíjně mezi 100 a 115 dolary za barel, částečně v důsledku geopolitických rizik. Po strmém pádu ze začátku roku 2015 zažili 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 pod hranici 40 dolarů za barel. Další pokles cen ropy šel ruku v ruce s výprodeji na akciových trzích začátkem ledna a ceny pokračovaly ve volném pádu až pod hranici 30 dolarů za barel.

Zásoby ropy jsou velmi vysoké: produkce v uplynulých dvou letech rostla rychleji a téměř vždy přesahovala poptávku. Nízké ceny ropy ale nejsou vyvolány slabou poptávkou, nýbrž rychlejším růstem produkce. V loňském roce plynulo na trh denně o 1,5 milionu barelů více, než bylo spotřebováno. Spotřeba rostla o 2,4 % ročně, zatímco produkce o zhruba 3,5 % ročně.

Zásoby v USA dosáhly historického rekordu a také zrušení sankcí Íránu může dále posílit nabídku (i když možná méně, než trh v současnosti očekává, 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.

Domníváme se, že krátkodobě zůstanou ceny ropy velmi nestabilní a budou se pohybovat mezi 30 a 45 dolary s výkyvy směrem dolů. Očekáváme, že k obnově rovnováhy na trhu dojde ve druhé polovině roku 2016 díky omezení nabídky a stálému růstu poptávky, která by v roce 2016 měla dosahovat přibližně 1,3 milionu barelů denně. Výhled na produkci ropy v zemích OPEC je zahalen do vzájemné politické nevráživosti nejvýznamnějších členů, avšak na produkci ostatních zemí dopadnou klesající investice. Bez investic se bude produkce snižovat o více než 3 % ročně. Již klesla na 400 000 barelů denně a nastoupený trend by měl v roce 2016 pokračovat.

Zlato **BEZE ZMĚNY**

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 nenesé 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 (zaručeně 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 nespoteblovává, 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 %. Události posledních měsíců, jako například řecká krize nebo korekce cen akcií, trhem zlata téměř nezahýbaly. Více se do jeho ceny (negativně) promítl 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 fondy² nebo private equity³. 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 29. 1. 2016). 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 jakéhokoli 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.

² 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.

³ 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

		02/2016	05/2016	08/2016	02/2017
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	-0,20	-0,10	0,10	0,40
	5Y sazba	-0,05	0,30	0,40	1,00
	10Y sazba	0,60	0,80	1,00	1,20
	USD/CZK	24,79	25,73	26,36	25,73
	EUR/CZK	27,02	27,02	27,02	27,02
EUR	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	2Y sazba	-0,45	-0,25	0,00	0,25
	5Y sazba	-0,25	0,05	0,40	0,70
	10Y sazba	0,45	0,80	1,00	1,20
USD	Základní sazba	0,50	0,50	0,75	1,25
	2Y sazba	0,85	1,10	1,30	1,60
	5Y sazba	1,45	1,80	2,20	2,35
	10Y sazba	2,00	2,35	2,65	2,80
	USD/EUR	1,09	1,05	1,03	1,05

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	4,70	2,80	0,40	0,30	1,70
EMU	0,90	1,50	1,70	0,40	0,00	1,00
USA	2,40	2,10	2,40	1,60	0,10	1,60

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg