



AKTUÁLNÍ ČÍSLO PŘINÁŠÍ:

Jak vidíme svět?

- Akciové trhy jsou od začátku nového roku silně rozkolísané.
- Ceny ropy zůstávají stlačené a obchodují se v pásmu 30 až 35 USD za barel.
- Výhled růstu světové ekonomiky je příznivý, vyspělé ekonomiky pokračují v mírnějším oživení.
- Finanční trhy mají velmi konzervativní očekávání růstu sazeb Fedu, nepočítají už ani s jedním zvýšením úroků do konce roku.

Začátek roku ve znamení turbulencí na finančních trzích

Akciové trhy jsou od začátku tohoto roku značně kolísavé. Mezi investory se střídají vlny rizikové averze, kdy prchají pryč z akcií a hledají bezpečný přístav v kvalitních státních dluhopisech (které však nabízejí pouze mizivý výnos), a následně vlny euforie, při nichž se indexy opět divoce zotavují z předěšlých ztrát. Výnosy dluhopisů se v reakci na turbulentní vývoj na akciových trzích přiblížily svým historickým minimům (jejich cena opět vzrostla).

Finanční trhy nezávislé na ekonomice

Kolísání akciových trhů sice není neobvyklé, výkyvy takového rozsahu, jaké pozorujeme v současnosti, mohou být podle některých investorů signálem možných problémů. My však nic dalšího, co by svědčilo o tom, že se blíží krize, nepozorujeme. Makroekonomické ukazatele poukazují na sice pomalejší, ale setrvalé kladný ekonomický růst. Jeho tahounem zůstává spotřeba, kterou podporují nízké ceny ropy a pozitivní vývoj na pracovním trhu.

Teprve kdyby se neklid na finančních trzích negativně promítl do důvěry spotřebitelů (domácnosti by začaly více šetřit a omezily výdaje), mohla by tržní nejistota ekonomice začít škodit. Ani v této oblasti ale nepozorujeme žádné varovné signály – naopak, důvěra spotřebitelů a maloobchodní prodeje vykazují slušná čísla.

Celosvětově zůstává slabý zpracovatelský sektor. Mnohé z jeho problémů lze ale připsat útlumu ropného a komoditního odvětví. Jde o specifické obtíže sektorů, které není třeba zveličovat. Výhody nižších cen energií pro ekonomiky, které jsou velkými spotřebiteli a dovozcí surovin, bohatě vyrovnávají obtíže, jež vývoj na trhu komodit působí těžařům.

V lednu pozitivně překvapily makroekonomické indikátory v rozvíjejících se zemích. A to na rozdíl od rozvinutých zemí, kde některé ukazatele nenaplnily očekávání. I tak se ale rozvíjející se trhy stále nacházejí v obtížné fázi ekonomického cyklu. Přibývá však signálů, že i zde začíná docházet ke stabilizaci. Čínská makrodata, jako je například růst důvěry výrobců v sektoru služeb, pomalu ale jistě potvrzují přechod na nový model ekonomiky orientované více na služby a spotřebu.

V USA důvěra firem v sektoru služeb (podle indikátoru ISM) částečně klesla a ekonomika vytvořila pouze 151 tisíc nových pracovních míst, což bylo méně oproti očekávání. Lepší zprávy přinesly nové údaje o míře nezaměstnanosti (která klesla na 4,9 %), růst mezd, vyšší stupeň zaměstnanosti a silnější maloobchodní tržby. Z eurozóny chodí sice o trochu slabší čísla, i tak ale zůstávají relativně příznivá.

Zastaví se pád cen ropy?

Ceny ropy se letos propadly až na 13letá minima. Na vině je však převis nabídky, a ne slabá poptávka, jak se někteří investoři obávají. 20. ledna klesla cena ropy Brent na 26 dolarů za barel a od té doby divoce kolísá mezi 30 a 35 dolary za barel.

Očekáváme, že se trh s ropou v roce 2016 postupně stabilizuje, v nejbližších týdnech na něm ale ještě může přetrvávat negativní sentiment. Rovnováha na trhu s ropou by se měla obnovovat díky stagnující až klesající nabídce (zejména z projektů brádicové ropy v USA) a současněmu pokračujícímu růstu celosvětové poptávky. Proces přizpůsobení bude ale pravděpodobně dlouhodobější.

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Základní makroekonomické ukazatele ČR:

	Období	Údaj	Poslední změna
Inflace (r/r)	1/2016	0,60 %	+0,50 p.b.
HDP (r/r)	4Q/2015	4,50 %	-0,20 p.b.
Nezaměstnanost	1/2016	6,40 %	+0,20 p.b.
Základní sazba ČNB	2/2016	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.

Ropné společnosti a země, které tuto klíčovou surovinu vyvážejí, jejími nízkými cenami trpí. Nesmíme ale zapomínat na skutečnost, že je levná ropa dobrou zprávou jak pro spotřebitele, tak pro firmy s energeticky náročnou výrobou. Jejich úspory nákladů vedou k větším výdajům spotřebitelů a růstu ziskovosti firem, což podporuje růst vyspělých ekonomik.

Fed, ECB a Bank of Japan v centru pozornosti

Centrální banky reagují na obavy ohledně růstu světové ekonomiky a snížení výhledů inflace, které však ve velkém ovlivňují nízké ceny ropy a ostatních komodit (mnohé centrální banky kvůli tomu „podstřelují“ inflační cíle).

Seznam centrálních bank, které sahly po negativních depozitních sazbách, se rozšiřuje. Po Švédsku, Švýcarsku, Dánsku a eurozóně využívá nově tento nekonvenční nástroj měnové politiky částečně také Japonsko.

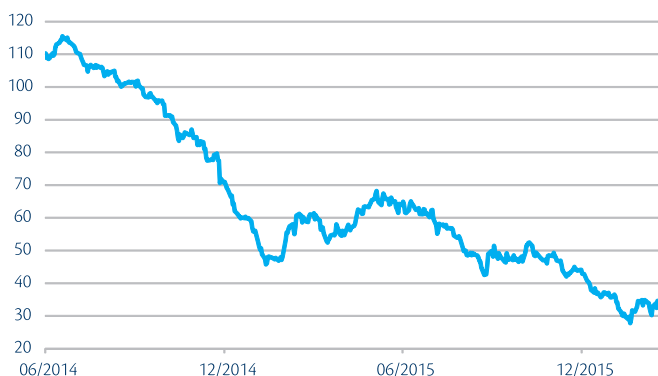
Komerční banky v současnosti musejí platit, pokud chtějí mít své vklady uloženy v centrální bance. Cílem těchto opatření je snaha rozproudit trh úvěrů, aby banky více půjčovaly firmám a domácnostem, a s tím spojená stimulace ekonomické aktivity. Banky se doposud zdráhaly půjčovat více – bránilo jim v tom zpřísnění regulace (zejména zvýšení požadavků na kapitálovou vybavenost bank) po finanční krizi.

Vlivem nízkých úroků rovněž přestává být pro ekonomické subjekty výhodné držet hotovost, a jsou tak vedeny k tomu, aby pro své přebytečné peníze hledaly produktivnější využití. Snižovat úroky (dále) pod nulu je sice technicky možné, užitek takovýchto opatření nicméně klesá a často mohou být tyto kroky trhem dokonce vnímány negativně (příkladem z nedávné doby mohou být panické výprodeje japonských akcií krátce poté, co Bank of Japan oznámila snížení úrokové sazby do záporu).

ECB oznámila, že je připravena provést další kroky na podporu ekonomiky eurozóny na březnovém zasedání. Americká centrální banka (Fed) v utahování měnové politiky zvolnila (trhy neočekávají již prakticky žádné zvýšení úrokové sazby až do konce roku 2016 – my však s pohledem trhu nesouhlasíme), k obratu a opětovnému snížení sazeb se ale nechystá. Na březnovém zasedání Fedu podle nás nebude zvyšování sazeb na pořadu dne kvůli vývoji některých makroekonomických ukazatelů, které přinesly zklamání, a nejistotě na světových trzích.

Zastaví se pád ceny ropy?

(v USD za barel ropy Brent)



Špatné zprávy a realita

V poslední době můžeme už i v běžných českých periodikách číst zprávy o tom, jak se na nás chystá další recese a že je vlastně všechno špatně. Když jsem naposledy četl rozhovor, který ústil v názor, že nejlépe by investor udělal, kdyby měl všechny peníze ve zlatých cihličkách, zamyslel jsem se nad tím, proč média dopřávají mnohem více prostoru škarohlídům než optimistům.

Když někteří věrozvěsti špatných časů varovali před realitní bublinou a trefili se, byli oslavováni jako jediní dobří ekonomové. Když se ale podíváme na jejich další komunikaci, zjistíme, že ve varování pokračovali a rétoriku nezměnili, ani když bylo nejhorší za námi.



Klasickým příkladem je Nouriel Roubini, přezdívaný Doktor Zkzáza; a jak již přezdívkou napovídá, jde o ekonoma, který je takřka vždy skeptikem. Přestože má pravdu spíše výjimečně, je považován za celebrity. A ten, kdo investoval podle něj, příliš úspěšný nebyl. Sice v roce 2006 správně varoval před bublinou na trhu nemovitostí, nicméně ještě na počátku roku 2009 tvrdil, že akcie klesnou ještě o 20 %, a když naopak vzrostly, tvrdil, že jde o krátkodobý vzrůst na klesajícím trhu (bear market rally, CFA konference, duben 2009). Koneckonců, když zmíníte rok 2009, pro většinu lidí je to rok krize, a nikoli rok, kdy se na akciích vydělalo (cca 30 % měřeno světovým indexem).

To, že novináři obecně upřednostňují „katastrofické“ zpravodajství před pozitivním, je věc, která je poměrně známá. Že se tento faktor objevuje ve všech oblastech, tudíž i v té ekonomické, si není těžké domyslet. Nicméně zajímavější je zjistit, že čtenáři či posluchači se mnohem lépe ztotožňují s negativními vyhlídkami než s optimismem. Pokud někde přednáším své prognózy, se souhlasem publika a pozitivním hodnocením se setkávám mnohem častěji v případě, že vyjadřuji určité pochybnosti o stavu světa, než když jsou mé předpovědi výslovně optimistické. A to zvláště v situacích, jakou máme dnes – trhy klesají a všude se mluví o budoucí krizi.

Čím je společnost zjitřenější a čím je situace v politice, hospodářství, na finančních trzích nebo třeba na trhu práce nestábilější, tím více se podle mého odtrhuje „novinářská“ realita od té skutečné. Netvrdím, že příští rok určitě nepřijde krize. Jen její pravděpodobnost je zcela jistě mnohem nižší, než by mohl evokovat náš dojem z novinových titulků.

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.

Výnosy bezpečných vládních dluhopisů v uplynulém měsíci poklesly (rostly jejich ceny). Přispěly k tomu jednak nadále nízké ceny ropy, které drží inflační očekávání nízká a současně rezignace americké centrální banky na březnový růst sazeb. Ceny bezpečných dluhopisů byly příznivě ovlivněny i vidinou měnových stimulů evropské centrální banky (ECB). Očekává se, že by ECB mohla již na svém březnovém zasedání snížit depozitní sazby o 10 až 15 bazických bodů, případně trhy podpořit některou z forem stimulů, například navýšením emise peněz v oběhu. Vzkaz evropských centrálních bankéřů je tedy více než jasný. Nedopustit, aby se nízké ceny ropy (i přes svůj pozitivní efekt na ekonomiku) natrvalo zabydly v inflačních očekáváních domácností a firem, a tím do budoucna podvázaly domácí poptávku.



První polovina února se nesla v duchu prohlubování rizik. To se odrazilo v klesajících cenách akcií a růstu kreditních marží podnikových a bankovních dluhopisů (poklesu jejich cen). Jednou z příčin tohoto vývoje byl nepochybně i vývoj cen ropy. Ostatně zvýšenou vzájemnou korelací ropy s akciovým trhem pozorujeme již delší dobu (zhruba od 3. čtvrtletí minulého roku). Je tedy pravděpodobné, že dokud bude tlak na ropu trvat, mohou být pod podobným tlakem i ceny ostatních rizikových aktiv, zejména pak společností s užší vazbou na tento segment trhu. Vzájemná snaha tradičních exportérů omezit nabídku ropy na světovém trhu, s cílem stabilizovat, případně zvýšit její cenu, byla jednou z hlavních příčin obratu na trhu rizikových aktiv, kterým se podařilo nabýt zpět významnou část svých únorových ztrát.

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). Nadále se vyhýbáme vládním dluhopisům, jejichž výnosy se pohybují blízko historických minim. Kladného výnosu na českých vládních dluhopisech dosahujeme až za horizontem 7 let. Dle našeho názoru je ale výnosová prémie takto dlouhých splatností neúměrná nadměrnému úrokovému riziku.

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 vývoj v posledních měsících poměrně výraznými poklesy. Investice do těchto fondů jsme tak s ohledem na rizika růstu kreditních marží v uplynulých měsících výrazně podvažovali.

Od určité úrovně poklesu se nicméně i tyto tituly stávají zajímavými. Nízkých valuací jsme v druhé polovině měsíce využili k mírnému navýšení jejich pozic. I nadále zůstáváme ale ve vztahu k těmto rizikovějším instrumentům obezřetní a vymezený limit naplňujeme zhruba z jedné čtvrtiny. Z rizikových dluhopisů jednoznačně upřednostňujeme eurové tituly, které oproti dolarovým dluhopisovým investicím nejsou tolik zatíženy výhledem růstu amerických sazeb.

Zabezpečené investice

Portfolio Pro

Fondy skupiny Portfolio Pro reagovaly na akciové poklesy aktivním snížením podílu rizikové složky. Průměrný podíl akcií držených napříč skupinou těchto fondů ale oproti minulému měsíci lehce vzrostl, neboť současně došlo k reflexu hraniční hodnoty únorové emise, čímž byl navýšen i podíl její rizikové složky zpět na výchozí úroveň (cca 30 %). Participaci na únorové emisi jsme s ohledem na napětí panující na trhu rizikových aktiv nicméně realizovali zhruba v třičtvrtěním objemu limitu vymezeného na každou emisi fondu Portfolio Pro.

Podíl rizikové složky květnové a srpnové emise naopak vlivem předchozích propadů akciového trhu poklesl na nulovou úroveň. Aktiva obou z fondů (květen i srpen) tak zůstanou do doby reflexu plně zainvestována do hotovostních nástrojů. Vzhledem k extrémně nízké úrovni sazeb peněžního trhu zvažujeme u vybraných portfolií nahradit dočasně pozici srpnové emise některým z fondů z našeho dluhopisového portfolia. Nahrazení květnové emise je s ohledem na poměrně blízký termín reflexu diskutabilní.

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 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 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 úrovně, případně ji lehce nadvažovali. Při výběru jsme dávali přednost evropským akciím před americkými. Očekáváme, že evropské akcie budou i nadále těžit ze slabé úrovně eura a expanzivnějšího charakteru měnové politiky. Naopak americký trh může být i přes viditelně silnější pozici tamní ekonomiky dodatečně zatížen vyhlídkami růstu sazeb.

Alternativní investice

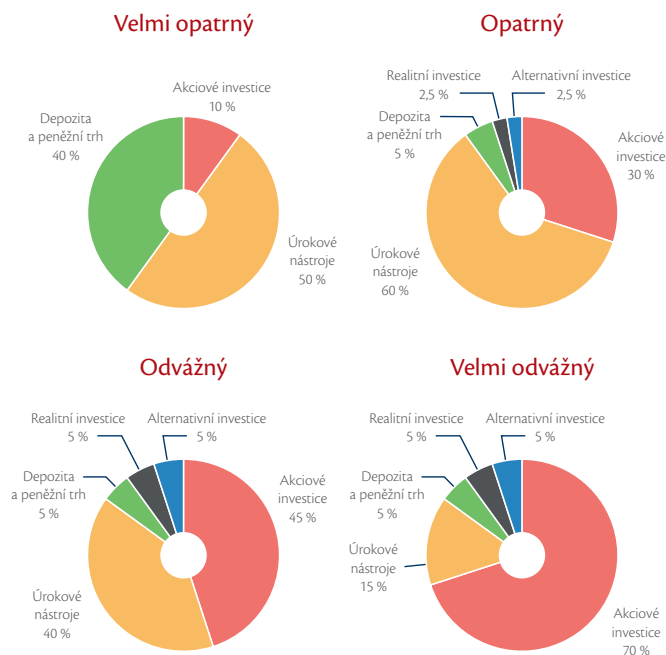
K alternativním investicím řadíme fond Celest Andromeda (Volatility). Do fondu je vhodné vstupovat v okamžiku očekávaného dešetravajícího poklesu, případně růstu volatilit. Fond následně využívá algoritmů, jimiž usiluje o generování zisků na rostoucím i klesajícím trhu. Předpokladem úspěšného naplnění strategie fondu je trendové chování trhu. Využití fondu omezuje na úzkou skupinu portfolií s vymezením odpovídajícího limitu. Fond za uplynulé období poklesl o 1,8 %. Jeho pozici jsme napříč portfolii nenavyšovali.

Pro institucionální klienty bývá typický důraz na vysokou likviditu, bezpečnost a obvykle i relativně krátký investiční horizont. Proto je pro ně směřovatý 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



3 PREFEROVANÁ TÉMATA

Eurozóna AKTUALIZOVÁNO

Ekonomika eurozóny pokračovala v roce 2015 v oživení, rostla tempem 1,5 % ročně. Důvěra podnikatelů se nachází delší dobu 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. Kupní síla domácností se zvyšuje díky zlepšující se situaci na pracovním trhu, nízkým cenám ropa a méně úsporné fiskální politice. Investice a růst úvěrů zůstávají slabé, díky nízké inflaci ale mohou centrální banky pokračovat ve stimulaci.

V Německu, které dlouhodobě představuje motor růstu, zůstává důvěra výrobců zachována navzdory skandálu Volkswagenu a strachu ze zpomalení růstu v Číně, které dopadá na aktivitu v průmyslu. Růst HDP dosáhl v roce 2015 meziročního tempa 1,7 %, ve čtvrtém čtvrtletí dokonce 2,1 %. 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 úspěšně klesá a důvěra výrobců dosahuje vrcholu. Itálie a Francie vyvolávají i nadále obavy. Důvěra francouzských výrobců zůstává nízká, negativně ji ovlivňuje především stagnace ekonomického růstu. V Itálii se reformy částečně zpomalily a ekonomický růst přinesl další zklamání.

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. V roce 2016 očekáváme ekonomický růst v obdobném tempu jako loni. 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 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 možná i o navýšení QE.

Výsledky evropských firem za rok 2015 přinesly zklamání vůči původnímu očekávání. Ziskové marže zůstávají nízké. I v Evropě sice sehrál velkou roli ropný sektor, horší zisky ale vykazovaly i další odvětví. Slabší poptávka kvůli zpomalení růstu v rozvíjejících se ze-

mích zasáhla zejména vývozce. Na druhou stranu ale díky vlivu slabšího eura očekávání většinou naplnily firmy, které vyvážejí do USA. Firmy revidují výhledy hospodaření na rok 2016 směrem dolů, pokud se ale ekonomické vyhlídky nezhorší, existuje prostor pro pozitivní překvapení. Podpora ze strany slabšího eura by měla nadále představovat pro korporátní zisky stimul, i když bude časem vyprchávat.

Akcie v eurozóně jsou po nedávné korekci levné. 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. 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 s cílem zvýšení inflace, na čemž by se ani v následujících letech nemělo nic měnit. 29. ledna snížila jednu ze svých depozitních sazeb do záporu, což by mělo vést k dalšímu oslabování japonského jenu. V únoru však jen překvapivě posílil. Japonská ekonomika dlouhodobě roste mírným tempem, ve čtvrtém čtvrtletí sice opět vykázala pokles, indikátory důvěry se ale na začátku roku 2016 zlepšily. Levná ropa je pro japonskou ekonomiku pozitivní zprávou, i když i na ní má vliv zpomalení růstu rozvíjejících se trhů (zejména geograficky blízké Číny).

Domácí podniky zaměřené na vývoz jsou díky jenu, který i přes krátkodobé posílení zůstává v historickém srovnání velmi levný, 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).

Pro japonský akciový trh byl loňský rok příznivý, ceny akcií v eurech vzrostly o 20 %. Na začátku nového roku trh ale zasáhly výprodeje a většinu zisků odmazaly. 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 16,2 v historickém srovnání drahý. 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. Snaha o pokračování projektu abenomiky v nás vyvolávají pozitivní náladu.

Cyklický spotřební sektor AKTUALIZOVÁNO

Spotřeba je již dlouhou dobu hnací silou ekonomického oživení, čehož může využít cyklický spotřební sektor. Pro produkty a služby firem z cyklického spotřebního sektoru je totiž typické, že jejich nákup lze v období recese snadno odložit na později. Přislíb růstu nabízejí zejména automobilky (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. Také mediální společnosti, odvětví průmyslu a firmy nabízející aktivity pro volný čas a turismus zaznamenávají nárůst tržeb.

Přestože firmy ze sektoru ve čtvrtém čtvrtletí roku 2015 vykázaly dobré výsledky (v USA jim tržby vzrostly o 4 % a zisky o 12 % a v Evropě vykázaly 10% růst tržeb a 30% růst zisků), jsou ve svých výhledech opatrné. Rizikem může být zpomalení na rozvíjejících se trzích a snižující se vliv slabšího eura jako stimulu pro evropské exportéry.

Ocenění sektoru po korekci ze začátku tohoto roku výrazně kleslo. Poměr ceny k ziskům (P/E) je nyní opět na úrovni širšího trhu – sektor již není drahý.

Nezaměstnanost v USA klesá a roste počet nových pracovních příležitostí. Americký pracovní trh „jen kvete“ a nezaměstnanost tam klesla na 4,9 %, 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, celosvětovému růstu akciových trhů v uplynulých letech (který nebyl dlouhodobě nijak výrazně narušen ani aktuální korekcí) či

³ Abenomika (pojmenovaná po premiérovi Šinzō 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 patří kvantitativní uvolňování, stimulační rozpočtová politika a strukturální změny. Cílem bylo dosažení hospodářského růstu a nastartování inflace.

menší dluhové zátěži vzhledem k nízkým úrokům. Nemusejí proto již dodatečně příjmy šetřit, ale mohou je použít na spotřebu.

Evropská poptávka po autech je silná, počet nových registrací aut v EU i v lednu vzrostl (o 17,4 %) navzdory vyšší základně loňského roku. Díky dramatické reakci na skandál automobilky Volkswagen a nepříliš příznivým zprávám z Číny je tento subsektor opět spíše levný a obchoduje se s poměrem ceny k zisku (P/E) na úrovni recese. I v případě, že vysoké marže mírně poklesnou, zůstane nadále podhodnocený. Ani následky aféry Volkswagenu pro celý sektor nejsou tak negativní, jak se původně trh obával. Díky poklesu cen benzínu lze na některých trzích pozorovat posun směrem k dražším segmentům. Prodej motorových vozidel v Číně v lednu dosáhl 2,5 milionu vozů.

Positivně vnímáme také subsektor médií, který je férově oceněn. S rostoucí spotřebou mohou rozpočty na reklamu stoupat. Tradiční mediální společnosti pokračují v 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.

Energetika **NOVÉ**

Trh s ropou stále hledá rovnováhu. Kvůli výraznému růstu produkce narostly navzdory posilující poptávce zásoby ropy na rekordní úroveň. Její ceny kvůli tomu od poloviny roku 2014 výrazně klesly ze 120 dolarů za barel na méně než 30 dolarů v polovině ledna. Poté se opět lehce zvýšily, nadále se ale drží pod 35 USD za barel.

Nízké ceny klíčové suroviny vedly k propadu tržeb a zisků ropných společností. Období mimořádně levné ropy zde však nezůstane věčně. Kromě toho zůstává i nadále zaručen atraktivní výnos z dividend.

Obnovu rovnováhy na trhu s ropou očekáváme díky postupně rostoucí poptávce a poklesu výroby (zejména v USA), nižším investicím do nových a stávajících projektů a vyčerpávání stávajících ropných polí. Tuto obnovu předpokládáme od druhé poloviny roku, kdy by měly ceny ropy začít opět pomalu růst.

Dáváme přednost subsektoru rafinérií. I velcí hráči mohou nízké ceny dobře zvládnout, pokud výrazně omezí náklady. Ceny akcií také může podpořit konsolidace v sektoru.

Informační technologie **AKTUALIZOVÁNO**

Vyšší kupní síla domácností je dobrou zprávou pro poptávku po IT produktech. Sektor ale nepodporují pouze spotřebitelé. Roste 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.

V rámci sektoru lze pozorovat rozdíly. „Staré“ technologické firmy jsou velmi levné a nezadlužené 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 přírůstkou k průměrnému ocenění celého trhu. Investoři jsou u něj přitom obvykle ochotni platit až 30% premii.

Nejpozitivněji se stavíme k softwaru, který je tradičně nejdefenzivnějším subsektorem, mimo jiné díky dlouhodobým kontraktům v oblasti B2B (produktů a služeb pro firemní klientelu), vysokým maržím a relativně malé premii v porovnání s průměrem sektoru. Nejvyšší růst lze pozorovat ve firmách, které jsou aktivní v oblasti internetového e-commerce a na sociálních sítích. Software představuje 60 % sektoru a jeho dobré výhledy nás vedou k tomu, abychom vůči IT jako celku zaujali pozitivní postoj.

Ve čtvrtém čtvrtletí roku 2015 bylo možné pozorovat náhlý mírný pokles růstu zisků a tržeb v USA, způsobený mimo jiné silným dolarem. Naopak z Evropy přicházejí příznivá (předběžná) data. Růst tržeb evropských firem dosahuje 8 % a růst zisku okolo 20 %, částečně díky pozitivnímu efektu levnějšího eura.

Akcie s vysokým dividendovým výnosem a zpětnými odkupy **AKTUALIZOVÁNO**

Bohaté hotovostní rezervy a atraktivní ocenění vedou mnoho společností k vyplácení nebo zvyšování dividend a programům zpětného odkupu vlastních akcií. Platí to zejména pro USA. Vysoké výplaty zisku jsou výrazem efektivní finanční politiky, v jejím rámci se spouštějí pouze projekty s pozitivní čistou přidanou hodnotou (ukazatel NPV) a přebytečná hotovost se nekumuluje ve společnosti ani neutráčí za ztrátové projekty nebo příliš vysoko oceněné akvizice.

Investice do rozšiřování kapacit a nových výrobních linek jsou nejlepší volbou v prostředí silného růstu. Navzdory atraktivnímu ekonomickému vývoji 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 očekávání investorů do budoucna), pokud se vyskytne příležitost pro produktivní použití hotovosti. Podniky nakupují své vlastní akcie většinou po období jeden až čtyři roky. Firmy provádějící zpětné odkupy jsou u amerických investorů vyhledávány především kvůli tomu, že jsou na růst úroků méně citlivé než akcie s vysokými dividendami.

Pro evropské firmy je zpětný odkup vlastních akcií méně populární – vyplácejí spíše vysoké dividendy. 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). V březnu navíc trh od ECB očekává další posílení stimulače. Výnos německého desetiletého státního dluhopisu se pohybuje okolo 0,16 %. Mnohé evropské vládní dluhopisy s kratší dobou splatnosti nesou negativní úroky. České dluhopisy při desetileté splatnosti nesou vyšší výnos než německé dluhopisy, ale stále pouze cca 0,32 % ročně. Průměrný dividendový výnos v eurozóně ale dosahuje 4,4 % a firmy s vysokým dividendovým výnosem vyplácejí ještě o 1 % víc, podobně jako firmy kotované na pražské burze.

Negativní postoj naopak zaujímáme vůči americkým podnikům. Mezi bezrizikovými desetiletými výnosy (1,74 %) a výnosy z dividend (2,4 %) v USA není tak zřetelný rozdíl jako například v eurozóně. 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 blížít 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

přefázuje 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.

Celosvětové ekonomické oživení zůstává nedotčené, táhnou ho ale tentokrát rozvinuté země. Pokračující oživení v Evropě je udržitelnější, Japonsko je snad také na dobré cestě a ve Velké Británii a USA se silný pracovní trh již nějakou dobu promítá do rostoucích mezd. Americká ekonomika se stále chlubí dobrými ekonomickými ukazateli (s výjimkou průmyslu, který ovlivňují nízké ceny ropy).

Navzdory tomu investoři oživení světové ekonomiky zpochybňují, což má negativní dopad na finanční trhy. To bylo také důvodem, proč jsme u dluhopisových investic v poslední době upřednostňovali (bezpečně) americké státní dluhopisy s dlouhodobou splatností. Tyto dluhopisy těží z averze k riziku, která převládala na světových trzích od začátku roku. Přesto se domníváme, že tyto pochybnosti během následujících čtvrtletí ustanou a bude opět možné pozorovat zrychlující se růst v USA i eurozóně. V tom okamžiku budeme muset také rychle zareagovat a splatnosti opět zkrátit.

Vůči dluhopisům s vysokými výnosy nadále zaujíme pozitivní postoj, plnou důvěru ale vkládáme momentálně pouze do tradičních zemí, u nichž by si měly udržet pozorost silné ekonomické fundamenty.

Americký dolar AKTUALIZOVÁNO

V uplynulých měsících americká ekonomika pokračovala v růstu. 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. Nyní se obchoduje poblíž hranice 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. Na prosincovém zasedání Janet Yellenové, předsedkyně Fedu, zvedla základní úrokovou sazbu o 25 bazických bodů na pásmo 0,25–0,50 %, čímž v USA skončilo 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 nepředpokládají v tomto roce žádné zvýšení úrokové sazby. My bychom nebyli překvapeni dvěma zvýšeními, 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. Nadále se bude zvyšovat mezinárodní síla této měny. Investoři by si však stále měli být vědomi vysoké kólsavosti a občas nevyvětlitelných výkyvů směnných kurzů.

4 TYPY AKTIV

Pohled na jednotlivé třídy aktiv.

Hotovost AKTUALIZOVÁNO

Výnosy jsou velmi nízké (zůstávají poblíž nuly) a v blízké budoucnosti ani neočekáváme jejich růst. Návrstnost 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. Naopak pravděpodobnost negativních výnosů u komerčních bank roste tím více, čím centrální banka tlačí svoji úrokovou sazbu hlouběji pod nulu.

Velkou výhodou hotovosti je, že při propadech finančních trhů její hodnota neklesá. Proto v ní dočasně necháváme část portfolia v očekávání atraktivních nákupních příležitostí na trhu.

Abychom i u hotovosti dosáhli alespoň určitého výnosu, investujeme část z ní do zahraničních měn. Věříme například americkému dolaru, u něhož očekáváme další posílení, pokud centrální banka v USA navzdory konzervativním očekáváním trhu zvýší úrokovou sazbu.

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 následně by se měly dluhopisové úroky „znormlizovat“ na mnohem vyšších úrovních. V eurozóně se zatím neobáváme takového změny v nejbližších měsících, po americkém vzoru ale mohou mírně růst i výnosy evropských dluhopisů.

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 v průběhu roku 2014). To je jedním z důvodů, proč jsou dluhopisové výnosy v mnoha zemích i nadále velmi nízké, v některých regionech jsou dokonce negativní.

V dubnu 2015 dosáhly výnosy německých i českých desetiletých státních dluhopisů historických minim a v současné době se obchodují lehce nad touto hranicí. 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 stále klesají a tlačí inflaci níže. Takřka nulová inflace je proto nadále problémem většiny rozvinutých zemí. Za předpokladu, že z inflačních statistik odezní efekt výrazného poklesu cen ropy, může se ve druhé polovině roku toto vnímání pravděpodobně částečně změnit.

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 potáhne USA, které se v ekonomickém cyklu nacházejí o pár let před Evropou. V USA probíhá konjunktura, 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 trzích s historickými průměry, zjistíme, že se akcie po ostré korekci dostávají přibližně do pásma mírně pod dlouhodobě obvyklým oceněním a výnos z dividend 4,7 % je výrazně vyšší než průměr 2,5 % za posledních 20 let. Akcie jsou zcela jistě oceněny atraktivněji než dluhopisy a hotovost. Zvýšení jejich cen během uplynulých třech let bylo doprovázeno pouze mírným růstem zisků, a to zejména v Evropě, kde nabral rychlejší tempo teprve nedávno. V USA naopak růst zisků dosáhl vrcholu. Rok 2015 přinesl stagnaci korporátních zisků v rámci indexu S&P 500 kvůli silnému zastoupení společností z ropného sektoru. Ve čtvrtém čtvrtletí poklesly zisky o jednotky procent, na vině je nadále hluboký propad zisků 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 zpřísnění měnové politiky v USA (Fed konečně přestal váhat a opatrně zvýšil 16. prosince úrokovou sazbu), slabý růst korporátních zisků, propad cen ropy a zklamání z dat z amerického průmyslového sektoru podpořily na počátku nového roku paniku investorů. Na trhu vyvolaly velmi výraznou, dle našeho názoru přehnanou, korekci cen akcií, která vedla k faktickému odmazání veškerých loňských akciových zisků.

Pesimismus ohledně globálního růstu nesdílíme. Růst světové ekonomiky se sice ve čtvrtém čtvrtletí 2015 snížil na úroveň lehce nad 2 % (zůstal pod hranicí 3 %, kterou lze považovat za normální růst), nicméně i když jde o výrazné zpomalení růstu, nejedná se o recesi. V Číně by mělo dle našeho názoru dojít k měkkému přistání. Země přechází z ekonomického modelu růstu poháněného investicemi na ekonomiku orientovanou na spotřebu a služby. Tempo růstu se kvůli tomu zpomalí, ekonomika se ale vložene nezastaví. Na Západě podpoří růst spotřeba, kterou podporuje výrazný pokles cen ropy a opětovný růst pracovních příležitostí. Negativní sentiment z konce roku vedl k tomu, že spotřebitelé více šetřili, což mělo nepříznivý vliv na ekonomiku a důvěru. Domníváme se však, že normalizace úroků v USA v rytmu ekonomického růstu a inflace představuje fundamentálně zdravý vývoj.

Akciová korekce byla v rozporu s růstem ekonomiky USA a eurozóny, a proto v ní spatřujeme příležitost k nákupu. Akcie by podle našeho názoru mělo čekat významné

oživení. Investoři by měli pozornost znovu upírat k dobrým fundamentům společností i rozvinutých ekonomik jako celku. Očekáváme, 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 násobek tržní ceny k ziskům (poměr P/E) nestoupne, akcie mohou nadále posilovat v souladu s růstem zisků. Ten odpovídá nominálnímu růstu světového HDP a je vyšší než krátkodobé nebo dlouhodobé úrokové sazby (často nepřevyšující ani 1 %). Dividendový výnos dosahuje 4,4 % (evropské akcie) až 4,7 % (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 zaslouhují 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, který ani nepřekoná inflaci, 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

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

Jde o společnosti, kde většina investičního portfolia sestává z jednoho nebo více realitních 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 realitních 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 realty 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, jedině v případě, že jsou dlouhodobé futures levnější než ty krátkodobé, získáváme dodatečný výnos. Výsledky těchto často spekulativních obchodů jsou však dosti 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 prudce klesaly. Vývoj na komoditních trzích také odráží očekávání světového růstu.

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 zažil trh s ropou krátké oživení, které ale nemělo dlouhého trvání. Poslední poklesy cen ropy jdou ruku v ruce s výprodeji na akciových trzích. Ceny pokračovaly ve volném pádu až pod hranici 30 dolarů za barel, čímž se v druhé polovině ledna dostaly na 13letá minima.

Nízké ceny ropy ale nejsou vyvolány slabou poptávkou, nýbrž rychlejším růstem produkce. Zásoby ropy jsou velmi vysoké: výroba v uplynulých dvou letech rostla rychleji a téměř vždy přesahovala poptávku. V loňském roce plynulo na trh denně o 1,5 milionu barelů více, než bylo spotřebováno. Spotřeba ropy v roce 2015 stoupla o více než 2 % (tedy rychleji než v uplynulých 3 letech) a také u jiných komodit lze v roce 2016 pozorovat obnovu poptávky díky silnějšímu ekonomickému růstu z poslední doby.

Zásoby v USA dosáhly historického rekordu a také nedávné zrušení sankcí Íránu může dále posílit nabídku (i když možná méně, než trh v současnosti očekává, kvůli nedostatečným investicím do iránských 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. V současné době už dochází k poklesu navrtávání nových zdrojů v USA – počet vrtných souprav v provozu klesl z téměř 1 600 na sotva 440, což je nejnižší úroveň od začátku roku 2010 – a 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 dalších 1,3 milionu barelů denně. Výhled na produkci ropy v zemích OPEC je zahalen do vzájemné politické neuvěřivosti nejvýznamnějších členů, avšak na produkci ostatních zemí dopadnou klesající investice. Bez investic se bude produkce snižovat o více než 3 % ročně.

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 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 nespotebovává, takže jeho celosvětové zásoby jen rostou. Zlato je také citlivé na „přestělovaní“: 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 %. Letos patří zlato vzhledem k propadlým trhům k výnosnějšíším aktivům, nicméně s opětovným uklidněním situace na trzích by jeho cena měla opět poklesnout. 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 přidání hodnotu 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.

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.

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 25. 2. 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 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.

Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a kurzů

		03/2016	06/2016	09/2016	03/2017
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	1,00	1,25	1,50
	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	1,05	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	2,40	2,40	1,60	0,10	1,60

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg