



## AKTUÁLNÍ ČÍSLO PŘINÁŠÍ:

### Jak vidíme svět?

- Akciové trhy zažívají po korekci z prvních měsíců nového roku opětovné oživení.
- Ceny ropy se stabilizovaly kolem 40 USD za barel.
- Centrální banky stále ve větší míře experimentují s politikou záporných úrokových sazeb.
- Evropské politiky znepokojuje blížící se referendum o Brexitu.

### Co děláme v portfoliích?

- Akciovou složku ponecháváme na nadváženém úrovní.

Negativní sentiment, který panoval na akciových trzích na počátku roku, ustupuje. Ceny světových akcií opět rostou, podobně jako důvěra investorů. Oživení ale zůstává poměrně křehké a trhy jsou nadále extrémně citlivé na negativní zprávy.

### Ekonomické fundamenty v hledáčku investorů

Aktuální makroekonomická data vysílají protichůdné signály. Indikátory důvěry přinesly minulý měsíc investorům jistá zklamání, mohl to být ale dočasný efekt napětí na finančních trzích z kraje roku.

Naděje dodává příznivý vývoj „tvrdých“ ekonomických indikátorů (jako jsou například data z pracovního trhu). Spotřeba udržuje ekonomiku na cestě růstu, což je stále pozitivním signálem. Podporují ji nadále nízké ceny ropy a pozitivní vývoj zaměstnanosti. Dokud zůstane spotřeba silná, nemělo by v ekonomice docházet k závažnějším problémům.

Celosvětově se zatím příliš nedaří zpracujícímu průmyslu a navazujícímu obchodu. Mnohé lze však připisovat problémům v komoditním sektoru, na který stále doléhají nízké ceny surovin. Obtíže těchto sektorů ale netřeba zveličovat. Výhody nižší ceny ropy (podpora spotřeby) více než vyvážejí nevýhody (problémy komoditně zaměřených odvětví).

Z americké ekonomiky přicházejí dobré zprávy, zejména z pracovního trhu. V únoru vzniklo téměř 242 000 nových pracovních míst, míra participace se zvýšila na 62,9 % a míra nezaměstnanosti zůstala stabilně na 4,9 %. Určitým zklamáním byl vývoj mezd. Meziměsíčně klesly a meziročně se zvýšily pomaleji, než se očekávalo. Relativně dobré zprávy hlásí průmysl: zlepšení klimatu a obnovu důvěry výrobců. Ani průmyslová výroba již výrazněji neklesá.

V eurozóně a Spojeném království byly ukazatele částečně slabší, i tak se ale stále nacházejí na vysokých úrovních. Ukazuje se, že eurozóna není imunní vůči zpomalujícímu se růstu světové ekonomiky, vzhledem k nízkým cenám ropy, stimulační měnové a uvolněné fiskální politice bychom se ale měli dočkat zlepšení. Ve Spojeném království i celé Evropě roste nejistota ohledně referenda o „Brexitu“, které je plánováno na 23. června. Podle našeho názoru jsou ale obavy neopodstatněné, protože si Britové pravděpodobně zvolí variantu setrvání v Evropské unii.

V Japonsku zůstává hlavní otázkou, zda dokáže ekonomika pozitivně překvapit po zimním propadu.

Rozvíjející se trhy nadále zápolí s obtížnější fází ekonomického cyklu, my ale věříme, že i zde dojde k brzké stabilizaci situace. Čínská makrodata potvrzují, že se zvyšuje důvěra výrobců v sektoru služeb a pomalu, ale jistě dochází k transformaci ekonomiky směrem k růstovému modelu více orientovanému na služby a spotřebu. Investoři, kteří v minulých měsících na rozvíjející se trhy zcela zanevřeli, se začínají do těchto regionů postupně vracet, protože věří v obrat k lepšímu.

## 1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

### Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)		Inflace (průměrná roční změna, v %)	
	2015	2016	2015	2016
CZ	4,2	2,5	0,3	1,5
EMU	1,6	1,4	0,0	0,1
USA	2,4	2,2	0,1	1,2

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg.

Přinášíme vám exkluzivní pohled našich investičních expertů a analytiků z ČSOB a KBC na aktuální dění na trzích.

## Stabilizace na trhu s ropou

11. února dosáhla cena ropy (WTI) dna v okolí 26 USD za barel a od té doby setrvává na rostě. V současné době stojí barel ropy přibližně 40 dolarů.

Rovnováha na trhu s ropou se obnovuje na jedné straně díky stagnující až klesající nabídce (zejména z projektů těžby břidlicové ropy v USA) a na druhé straně stále rostoucí poptávce. Přizpůsobení nabídky však není okamžité, trh je přecitlivělý na nové informace. Předpokládáme, že nervozita při obchodování s ropou ještě v následujících měsících přetrvá.

## Centrální banky (opět) v akci

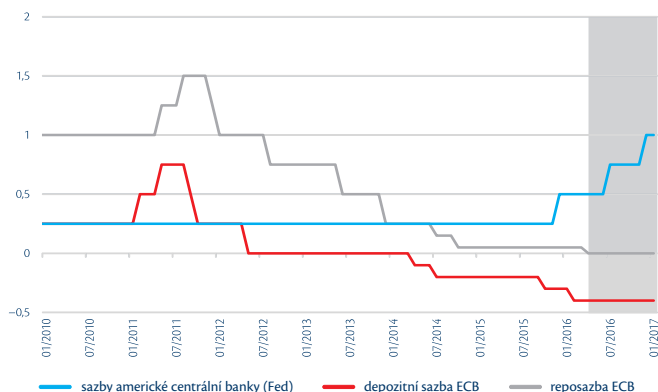
Inflace v eurozóně představovala pro centrální bankéře minulý měsíc zklamání. Celková inflace v únoru znovu zamířila v meziočím srovnání pod nulu (-0,2 %). Na inflaci a její očekávání měly vliv především nižší ceny ropy. Tento vývoj rozhodně nepovažujeme za alarmující – jádrová inflace, která nezahrnuje ceny potravin a energií, totiž zůstala v mírném plusu (0,8 %). Vzhledem k aktuálně rostoucím cenám ropy lze očekávat, že pomalu poroste i celková inflace.

Evropská centrální banka (ECB) se na svém zasedání 10. března rozhodla pro další stimulační opatření. Jedním z nich bylo snížení klíčových úrokových sazeb: Základní úrokovou sazbu srazila na 0 % z 0,05 %, záporní sazbu na 0,25 % z 0,3 % a depozitní sazbu posunula hlouběji do záporu na -0,4 % z -0,3 %. V důsledku toho je pro komerční banky ještě dražší ukládat rezervy u ECB, na druhou stranu si ale u ní nyní mohou peníze bezplatně půjčovat. Měsíční tempo nákupů dluhopisů centrální banka zvýšila o 20 miliard na 80 miliard eur. Nově jsou do programu nákupů aktiv zahrnuty i vybrané firemní dluhopisy. Draghi během návazné tiskové konference naznačil, že by sazby ale už neměly jít níže.

ECB dále oznámila zahájení nového programu TLTRO s dobou splatnosti čtyř let (TLTRO – Targeted Long Term Refinancing Operations jsou půjčky, které poskytuje ECB bankám za podmínky, že proti nim stojí zástava, tyto půjčky lze poskytovat dokonce i za depozitní sazbu, pokud banky splní určitá kritéria). ECB je první centrální banka, která takové opatření přijímá. Cílem všech kroků ECB je snaha rozproudit trh s úvěry. Vyšší úvěrová aktivita by měla podpořit poptávku i inflaci, jejíž míra by se postupně měla zvýšit až na žádoucí 2 %. Otázkou ale stále zůstává, zda se tyto nekonvenční stimuly tentokrát konečně přelijí do reálné ekonomiky.

Ostatní centrální banky trhy příliš nepřekvapily. 15. a 16. března zasedala Bank of Japan (BoJ) a americká centrální banka (Fed). Obě podle očekávání ponechaly své měnové politiky beze změny. Čínská centrální banka (PBoC) snížila již poněkolkrát měru povinných bankovních rezerv.

ECB 10. března oznámila snížení úrokových sazeb



Zdroj: Bloomberg.

## 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.

## Co děláme v rámci portfolia?

Hlavním tématem měsíce bylo bezesporu zasedání evropské a americké centrální banky. Zatímco ECB podpořila trhy volnější měnovou politikou (snížení klíčové a depozitní sazby, včetně navýšení programu QE o 20 miliard EUR měsíčně), americký Fed podpořil trhy odkladem zvýšení sazeb a holičičí rétorikou. Obě centrální autority se již po nějakou dobu nacházejí v rozdílné fázi cyklu, čemuž odpovídá i odlišné nastavení současných měnových politik a očekávání investorů. Zatímco v Evropě je tendence měnové podmínky uvolňovat (pokles sazeb), v americké ekonomice, které se daří o poznání lépe, je snaha o jejich utahování (růst sazeb).



Rozhodnutí ECB i Fedu podpořila vesměs všechna riziková aktiva. Z vývoje profitovaly jak akcie, tak i podnikové dluhopisy, u nichž došlo k výraznému poklesu rizikových marží (růst jejich cen).

Ceny bezpečných dluhopisů jádrových zemí eurozóny naopak vlivem příznivého sentimentu a růstu cen komodit klesaly. Oproti minulým obdobím došlo ale k poklesu cen (růstu výnosů) i u krátkých splatností. Ty negativně reagovaly na prohlášení šéfa ECB, že snížení klíčové sazby pod nulu je nepravděpodobné. Volně přeloženo, k podpoře ekonomik budou v budoucnu využity i jiné než tradiční úrokové nástroje.

Podobnou rétoriku přebírá i domácí ČNB, která se k tématu záporných sazeb staví také zdrženlivě. Spoléhat na další zisky bezpečných dluhopisů z titulu poklesu úrokových výnosů hlouběji do záporu tak pro tuto chvíli jednoduše nelze.

Odpůrci záporných sazeb v zásadě argumentují, že tato oblast není v praxi dostatečně prozkoumána a jejich implementace může mít na trhy destabilizující vliv. Jedním ze stěžejních argumentů je případný nepříznivý vliv na profitabilitu finančních institucí. Ta je zjednodušeně determinována rozdílem mezi přijatými úroky z půjček (většinou dlouhodobého charakteru) a vyplacenými úroky z krátkodobých vkladů. Pokles krátkodobých úroků vede k tlaku i na dlouhodobé výnosy, které mají tendenci je následovat. Pokles příjmů z poskytnutých půjček by ale pravděpodobně v praxi nebyl v dostatečné míře kompenzován odpovídajícím poklesem úroků z vkladů. V opačném případě by totiž mohlo dojít k masivnímu odlivu vkladů, což není v zájmu jak samotných institucí, tak i centrálních autorit.

Jan Bureš, portfolio manažer ČSOB Asset Management

## Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a kurzů

		04/2016	07/2016	10/2016	04/2017
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	10Y sazba	0,40	0,60	0,70	1,00
	USD/CZK	24,14	25,02	25,25	25,24
	EUR/CZK	27,04	27,02	27,02	26,50
EUR	Základní sazba	0,00	0,00	0,00	0,00
	10Y sazba	0,20	0,40	0,50	0,80
USD	Základní sazba	0,50	0,75	1,00	1,25
	10Y sazba	1,90	2,00	2,20	2,50
	USD/EUR	1,12	1,08	1,07	1,05

Zdroj: ČSOB, ČSOB AM, KBC AM, Bloomberg.

## Dluhopisové investice

Strategie uplynulých období, charakteristická navýšováním pozic podnikových a bankovních dluhopisů splatných v horizontu 3–5 let, které jsme průběžně nakupovali v prostředí rostoucích rizikových marží (jejich klesajících cen), byla díky silným březnovým ziskům úspěšnou. Osvědčila se také strategie výrazného podvážení pozic vládních dluhopisů krátkých a středních splatností (1–5 let), které v uplynulém měsíci odepsaly velkou část svých letošních zisků.

Pro další období hodláme nadále 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). Budeme se vyhýbat i vládním dluhopisům, jejichž výnosy se pohybují stále na extrémně nízkých úrovních. Kladného výnosu na domácích vládních dluhopisech dosahujeme prakticky až za horizontem 7 let. Výnosovou prémii u takto dlouhých splatností ale vnímáme jako neúměrnou jejich relativně vysokému úrokovému (duračnímu) riziku.

Navzdory poměrně výraznému poklesu nákladů, souvisejících se zajištěním měnového rizika, ponecháváme část cizoměnové složky portfolií, kde nám to dovolují smluvní limity, 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 podvážovali.

Nízkých valuací, kterých bylo dosaženo v druhé polovině února, jsme nicméně využili k navýšení jejich pozic, a to zhruba na čtvrtinu vymezeného smluvního limitu. Tyto fondy, podobně jako i ostatní riziková aktiva, v uplynulém měsíci v příznivého sentimentu silně profitovaly.

Z rizikových dluhopisů nadále upřednostňujeme eurové tituly, které oproti dolarovým dluhopisovým investicím nejsou tolik zatíženy výhledem růstu amerických sazeb a disponují i nižším podílem energetického a těžebního sektoru.

## Zabezpečené investice

### Portfolio Pro

Fondy skupiny Portfolio Pro reagovaly na lednové akciové poklesy aktivním snížením podílu rizikové složky. Ta byla v Portfoliích Pro 95 snížena z průměrných 11% z počátku roku na 8,8% v závěru ledna, v Portfoliích Pro 90 činil pokles z 29% na 27%. Údaje o průměru akciového podílu v závěru ledna byly vychýleny směrem vzhůru vlivem reflexu hraniční hodnoty únorové emise Portfolia Pro, která navýšila akciový podíl zpět směrem k neutrální úrovni. Participaci na únorové emisí jsme s ohledem na napětí panující na trhu rizikových aktiv realizovali zhruba v třičtvrtěním objemu vymezeného limitu příslušujícího na každou dílčí emisí fondu.

Propad akciových trhů pokračoval i v prvních dnech únorového měsíce, během kterého akciové trhy odepsaly v průměru 6% (měřeno indexem MXWO). S tím souviselo i další aktivní snížení akciové složky v Portfoliích Pro. Zhruba od druhé poloviny února se situace na trzích postupně konsoliduje, v důsledku čehož byl zvýšen i průměrný podíl akcií držených napříč skupinou fondů.

Podíl rizikové složky květnové a srpnové emise Portfolia Pro 95 zůstává ale i nadále vlivem akciových poklesů v uplynulých měsících na nulové úrovni. 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 s ohledem na poměrně blízký termín reflexu hraniční hodnoty nepředpokládáme.

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 přesunu 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

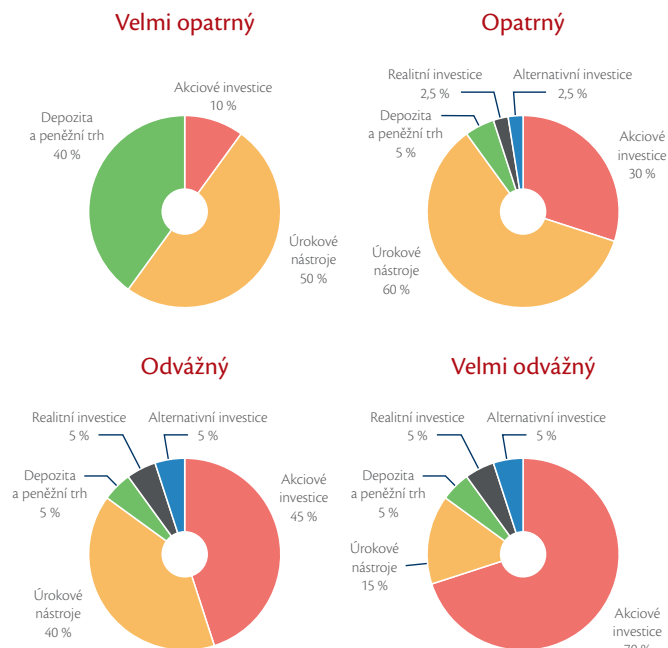
### Akcie a strukturované investice

V březnu plynule navázaly akciové trhy na únorové zisky. Část z těchto zisků jsme realizovali prodeji části akciového podílu, ten ale i nadále udržujeme nad jeho rovnovážnou (neutrální) úroveň. Při výběru favorizujeme evropské akcie před americkými, jejich podíl ale s ohledem na potenciální rizika spojená s výsledky britského referenda pořádaného v červnu tohoto roku a týkajícího se setrvání země v EU, hodláme upravit směrem k nižším úrovním. Předpokládáme, že evropské akcie budou dále 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 a riziky ropného těžebního sektoru, jehož mohutná expanze byla v posledních letech financována jeho rostoucím zadlužením.

## Alternativní investice

K alternativním investicím řadíme fond Celest Andromeda (Volatility). Do fondu je vhodné vstupovat v okamžiku očekávaného déletrvajících poklesů, případně růstu volatility. 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 omezujeme na úzkou skupinu portfolií s vymezeným odpovídajícím limitem. Fond za března zhodnotil o 1,6% (-0,16% od začátku roku). Jeho pozici jsme napříč portfolií v březnu nenavýšovali.

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





Pohled analytiků ČSOB a KBC na jednotlivé třídy aktiv a preferovaná témata. V globální alokaci nadále upřednostňujeme akcie z eurozóny a Japonska, sektorové vnímáme pozitivně cyklický spotřební sektor, informační technologie a energetiku. Nenechte se ujít sloupek analytika ČSOB Asset Management Jaroslava Vybírala.

## AKCIE

Aktiové trhy jsou od loňského léta v porovnání s vývojem v předchozích letech rozkolísanější. Výrazné korekce v srpnu 2015 a na přelomu roku byly ale vždy následovány silným oživením. Tržní poklesy jsme považovali za přehnané a v rozporu s růstem ekonomiky USA a eurozóny, a proto jsme v nich spatřovali příležitost k nákupům. Investoři by měli pozornost znovu upírat k dobrým fundamentům společností i rozvinutých ekonomik jako celku.

Pesimismus ohledně globálního růstu nesdílíme. Růst světové ekonomiky se sice ve čtvrtém čtvrtletí 2015 snížil na úroveň lehce nad 2 % (zůstal pod hranicí dlouhodobého průměru 3 %), nicméně i když se jednalo o výrazné zpomalení růstu, zdaleka nešlo o recesi. Dle našich odhadů by světový HDP měl v roce 2016 vzrůst přibližně o 3 % ročně, tedy v souladu s dlouhodobým průměrem.

Na Západě táhne ekonomiku spotřeba, kterou podporuje výrazný pokles cen ropy a opětovný růst pracovních příležitostí, a politika extrémně nízkých úroků spojená s opuštěním drastických vládních škrtů. Stabilním oživením ekonomiky se může pochlubit eurozóna a od druhého čtvrtletí očekáváme také zlepšení v USA a zbytku světa. Normalizace úroků v USA v rytmu ekonomického růstu a inflace představuje fundamentálně zdravý vývoj. V Číně by mělo dle našeho názoru dojít k řízenému 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 vyloženě nezastaví.

V USA dochází ke stagnaci až mírnému poklesu korporátních zisků a dá se tak tvrdit, že zde jejich růst dosáhl v minulém roce vrcholu. Nutno však dodat, že „lažka“ z předchozího období byla nastavena velmi vysoko se zisky na rekordních úrovních a průměr indexu S&P 500 ovlivňovalo silné zastoupení ropného sektoru. Ve čtvrtém čtvrtletí poklesly zisky indexu o jednotky procent, na vině byl nadále hluboký propad ziskovosti právě v oborech navázaných na těžbu ropy. Pozitivem ale zůstává, že firmy „sedí“ na hromadách hotovosti, což nabízí potenciál vyšších dividend, programů zpětných odkupů akcií nebo lukrativních akvizic.

Většina akcií se obchoduje pod svými maximy. Porovnáme-li poměr ceny k ziskům na mezinárodních trzích s historickými průměry, zjistíme, že se po ostré korekci i přes následné oživení stále obchodují v pásmu mírně pod dlouhodobě obvyklým oceněním. Akcie jsou zcela jistě oceněny atraktivněji než pevně úročené investice (vládní i firemní dluhopisy) a hotovost, na které dopadá měnová politika nulových až záporných úroků. Ve střednědobém horizontu tak akcie zůstávají mnohem lepší volbou.

I v případě, že násobek tržní ceny k ziskům (poměr P/E) nestoupne, mají akcie kam zhodnocovat v souladu s růstem zisků. Ten aktuálně odpovídá nominálnímu růstu světového HDP, který výrazně převyšuje krátkodobé i dlouhodobé úrokové sazby (mnohdy ani ne 1 %). Také současný dividendový výnos výrazně překonává průměr 2,5 % za posledních 20 let. Celkový očekávaný akciový výnos je tak podstatně vyšší než v případě pevně úročených investic.

### Akcie s kapitálovým zajištěním

V prostředí nízkých úrokových sazeb jsou prémie pojistných produktů drahé a produkty tohoto typu jsou směřovány spíše na dluhopisovou klientelu. 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 pozitivního vývoje akciových trhů?

Z počátku roku jsme opět byli svědky toho, že na akciových trzích mohou velmi rychle vypuknout masivní výprodeje a extrémní averze k riziku. Investiční rizika existují vždy a v současné době souvisejí s nejistými následky velmi agresivní politiky centrálních bank, financováním růstu zadlužení států, stabilitou finančního systému v Číně nebo otázkou soudržnosti eurozóny. V obdobích zvýšené nejistoty si investice nabízející kapitálové zajištění zasluhují větší pozornost.

Akcie s kapitálovým zajištěním představují vhodnou alternativu pro klasické investory do dluhopisů. Nabízejí participaci na očekávaném potenciálu růstu akciových trhů, zároveň ale kapitálové zajištění ke dni splatnosti přináší určitou jistotu a komfort. Podkladové portfolio je rozptýleno do velmi likvidních akcií.

### Akcie s vysokými dividendami a zpětnými odkupy

Akcie firem s atraktivní dividendou poskytují stabilnější výnos oproti ostatním a jsou také méně cyklické.

Zavedené firmy s kvalitním managementem a přebytkem hotovosti mohou volně peníze využít jen omezeně: investovat do dlouhodobých aktiv, snižovat míru zadlužení nebo hotovost vyplatit akcionářům – buď ve formě dividend či prostřednictvím zpětných odkupů vlastních akcií, eventuálně realizovat akvizice. Vysoké výplaty zisku jsou výrazem efektivní finanční politiky, v jejímž rámci se spouštějí pouze projekty s pozitivní čistou přidanou hodnotou a přebytečná hotovost se nekumuluje ve společnosti ani neutrácí za ztrátové projekty nebo příliš vysoko oceněné akvizice.

Pro investory jsou vysoké výplaty hotovosti relativně stabilních firem vhodnou alternativou k nízkým výnosům dluhopisů. Rizikem je snížení dividend při výrazném poklesu zisku v období recese, nebo naopak zvýšení úrokových sazeb při výraznějším ekonomickém růstu (k dividendovým výnosům by se v tom případě mohly začít blížit výnosy pevně úročených investic, což by mohlo některé investory vést k odchodu z dividendových titulů). Podle našeho názoru tyto hrozby, které nepovažujeme za příliš pravděpodobné, ale investory neodradí. Lepší ekonomické prostředí se navíc může postarat o atraktivní kapitálové zhodnocení dividendových akcií.

Odkup vlastních akcií společností je typický zejména pro firmy z USA. Investorům vysílá pozitivní signál, že akcie jsou dle názoru managementu (který má o stavu firmy logicky mnohem lepší informace než veřejnost) oceněny příliš nízkou. Program může být zastaven rychleji než výplata dividend (která vytváří mnohem větší očekávání investorů do budoucna), pokud se vyskytne příležitost pro produktivní použití hotovosti. Podniky nakupují vlastní akcie většinou po období jeden až čtyři roky. Firmy provádějící zpětné odkupy jsou u amerických investorů vyhledávány především kvůli tomu, že jsou méně citlivé na růst úroků než akcie s vysokými dividendami. Pro evropské firmy je zpětný odkup vlastních akcií méně populární – volí raději politiku výplat vyšších dividend, které plynou ihned k akcionářům. Dividendy jsou navíc oproti zpětným odkupům silnějším signálem, že je cílem společnosti budovat stabilní hodnotu pro akcionáře (snížení dividend je až tím posledním krokem, jelikož je investory vnímáno velmi negativně).

Z akcií s vysokými výplatami hotovosti volíme jednoznačně Evropu. Tento region není v ekonomickém cyklu tak daleko jako USA a výnosy zdejších dluhopisů zůstávají nejspíše ještě dlouho poblíž současných úrovní. Navštěďuje tomu skutečnost, že ECB na březnovém zasedání učinila kroky k dalšímu uvolnění měnové politiky. Průměrný očekávaný dividendový výnos dosahuje v Evropě 4,25 % (nebo ještě o něco více v případě českých akcií), v porovnání s tím nabízí globální akciový index MSCI World 4,43 %.

Vůči americkým podnikům zaujíme obezřetný postoj. Důvodem je omezený potenciál růstu amerických korporátních zisků a skutečnost, že mezi bezrizikovými desetiletými výnosy (1,84 %) a výnosy z dividend (2,29 %) v USA není tak zřetelný rozdíl jako v eurozóně. V tomto roce navíc 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 zůstáváme také v ostatních regionech ohledně dividendových investic opatrnější.

## Preferované regiony

### Eurozóna

Akcie v eurozóně vnímáme po letošní korekci pozitivně. Oproti americkému trhu se stále obchodují se slevou, a proto jim i nadále dáváme přednost.

Na začátku tohoto roku klesly ceny evropských akcií o více než 20 %. Paniku rozpoutaly nejistota ohledně ekonomického vývoje v rozvíjejících se zemích v čele s Čínou, dopady zpřísnění měnové politiky v USA, slabší výsledková sezóna, propad cen ropy a zklamání z dat z amerického průmyslového sektoru. Po zklidnění paniky se trhy opět do jisté míry vzpamatovaly. Až nervozita zcela vymizí, měli by se investoři opět začít zaměřovat na ekonomické fundamenty. I tak ale nemusejí zůstat imunní vůči negativním zprávám, jako je například hrozba Brexitu.

Ekonomika eurozóny pokračovala ve čtvrtém čtvrtletí v oživení, rostla tempem 1,6 % ročně. V roce 2016 očekáváme, že ekonomika eurozóny poroste obdobným tempem jako loni. Ve všech zemích EMU lze pozorovat dobrou úroveň důvěry spotřebitelů (nachází se delší dobu nad hodnotou 50, která indikuje ekonomické

kou expanzi, a je dokonce nejvyšší v porovnání se zbytkem světa) a opětovný růst maloobchodních prodejí. V Německu, které je považováno za motor růstu, zůstala důvěra výrobců zachována navzdory strachu ze zpomalení růstu v Číně, které způsobilo pokles průmyslové aktivity. Předstihové indikátory jsou v eurozóně na velmi dobrých úrovních. Kupní síla domácností se zvyšuje díky zlepšující se situaci na pracovním trhu, nízkým cenám ropy a méně úsporné fiskální politice. Rozbíhá se také úvěrová aktivita, která by měla dále podpořit ekonomické oživení regionu, díky nízké inflaci mohou navíc centrální banky pokračovat v podpoře ekonomiky. Masivní kvantitativní uvolňování (prostřednictvím nákupů vládních dluhopisů a jiných typů cenných papírů – tzv. QE) a politika záporných úrokových sazeb ECB v kombinaci se slabším eurem a levnějšími energiemi je pro eurozónu silným stimulem.

Výsledky evropských firem přinesly ve čtvrtém čtvrtletí zklamání vůči původnímu očekávání s poklesem zisků o 3,41 %. I v Evropě sice sehrál určitou roli ropný sektor, nicméně pokles byl napříč sektory rozprostřen více, než se očekávalo, protože horší zisky vykázaly i další odvětví. Slabší poptávka kvůli zpomalení růstu v rozvíjejících se zemích zasáhla zejména vývoze. 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, očekáváme růst zisku sotva 5 %, také podpora ze strany slabšího eura by mohla postupně zvrátit na síle. Pokud se však ekonomické vyhlídky nezhorší, existuje prostor pro pozitivní překvapení.

## Japonsko

Snaha o pokračování projektu abenomiky<sup>1</sup> v nás vyvolává pozitivní náladu. Na japonském trhu existuje strukturální domácí poptávka po akciích, protože velké penzijní fondy zvyšují akciový podíl ve svých portfoliích a Bank of Japan skupuje kromě dluhopisů v rámci kvantitativního uvolňování také akcie.

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. Nedávné posílení jenu, které je nepříznivé pro ziskovost firem a vývoj akciového trhu, přiměje pravděpodobně centrální banku k další akci. Snížení jedné z depozitních sazeb do záporu 29. ledna na trhy nemělo vliv. Další posílení uvolněné měnové politiky BoJ v kontrastu s utahováním monetárních podmínek v USA by mělo vést k opětovnému oslabení japonského jenu směrem k 120 JPY za USD a proporcio-nálnímu oživení akciového trhu.

Japonská ekonomika dlouhodobě roste mírným tempem, ve čtvrtém čtvrtletí sice opět vykázala pokles, indikátory důvěry se ale na začátku roku 2016 zlepšily a udržují se nad hranicí 50, která indikuje expanzi. Levná ropa je pro japonskou ekonomiku pozitivní zprávou, i když drží na nízké úrovni inflaci. Růst mezd je zatím příliš mírný na to, aby vyvolal inflační tlak.

Domácí podniky zaměřené na vývoz jsou díky jenu, který i přes krátkodobé posílení zůstává ještě stále výrazně levnější než v roce 2012, 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 investici do japonských akcií hovoří rovněž relativně nízké ocenění a pozitivní vyhlídky korporátních zisků. Japonský trh sice není s poměrem ceny k očekávaným ziskům na akcii kolem hodnoty 18 levný, v historickém srovnání je ale oceněn relativně příznivě. Výnos z dividend ve výši 1,98 % je na japonské poměry vysoký, ale poměrně nízký ve srovnání s ostatními trhy.

## Preferované sektory

### Cyklický spotřební sektor

Jak v USA, tak v Evropě a Japonsku je již dlouhou dobu hnací silou ekonomického oživení spotřeba, z čehož těží společnosti cyklického spotřebního sektoru. Pro produkty a služby firem z cyklického spotřebního sektoru je totiž typické, že jejich nákup lze v období recese snadno odložit.

Nezaměstnanost klesá a přibývá nových pracovních příležitostí. 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 nedávnými korekcemi) či menší dluhové zátěží vzhledem k nízkým úrokům. Nemusejí proto již dodatečně příjmy šetřit, ale mohou je použít na spotřebu.

Přestože firmy ze sektoru ve čtvrtém čtvrtletí roku 2015 vykázaly dobré výsledky (v USA jim zisky vzrostly o 7 % a v Evropě vykázaly 6% růst tržeb a 23% 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. Ceny akcií stáhl cyklický charakter odvětví a relativně nízké dividendy. Poměr ceny k ziskům (P/E) je nyní opět na úrovni širšího trhu – sektor již není drahý.

Příslib růstu nabízejí zejména automobily – přísnější pravidla pro výrobce aut po emisním skandálu Volkswagenu prospívají dodavatelům, kteří musejí přijít s řešením těchto problémů (například hybridní auto obsahuje dvakrát více elektroniky než auto s klasickým spalovacím motorem). Evropská poptávka po autech je silná, počet nových registrací aut v EU i v únoru vzrostl (o 14,3 %) navzdory vyšší základem loňského roku. Díky dramatické reakci na skandál automobily 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. Vlivem poklesu cen benzínu lze na některých trzích pozorovat posun směrem k dražším segmentům.

Positivně vnímáme také subsektor médií, který je levný, zejména v USA. S rostoucí spotřebou mohou rozpočty na reklamu stoupat. Tradiční mediální společnosti pokračují v procesu adaptace na moderní trendy a roste počet společností, kterým se daří zpeněžit digitální svět. Velkým mediálním firmám v USA rostou příjmy z reklam a zejména z vysílacích práv na televizní programy. V jejich prospěch může hrát i „mediální cirkus“ v souvislosti s americkými volbami.

## Energetika

Sektor by měla podpořit obnova rovnováhy na komoditních trzích. Celosvětová poptávka po ropě i navzdory obavám ze zpomalení čínské ekonomiky roste, zároveň lze vlivem nízkých cen ropy postupně očekávat snížení produkce (zejména z nalezišť s vyššími náklady, jako jsou například americké břidlice). Řada společností stojí na silných fundamentech a má k dispozici dostatek rezerv, což jim umožňuje ustát složitější tržní prostředí a pokračovat v atraktivní dividendové politice. Je však třeba mít na paměti, že jde o velmi cyklický sektor, jehož výkonnost je závislá na vývoji cen surovin.

Kvůli výraznému růstu produkce narostly navzdory posilující poptávce zásoby ropy na rekordní úroveň. Jejich ceny kvůli tomu od poloviny roku 2014 výrazně klesly ze 120 dolarů za barel na méně než 30 dolarů v letošním roce. V poslední době se stabilizovaly na úrovni zhruba 40 USD za barel. Na začátku února se země OPEC a Rusko dohodly na zmrazení těžby na lednových úrovních, i tak je ale výroba většiny těžářů z OPEC v čele s Íránem, Venezuelou, Irákem a Nigérií stále příliš vysoká na to, aby na trhu přestal vznikat přebytek.

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

Obnovu rovnováhy na trhu s ropou očekáváme od druhé poloviny roku, a to díky postupně rostoucí poptávce a poklesu výroby (zejména v USA), nižším investicím do nových a stávajících projektů a vyčerpávání stávajících ropných polí. Pak by měly ceny ropy začít opět pomalu růst. Návraty cen ropy k dřívějším hodnotám okolo 100 USD za barel však nejsou pravděpodobné.

Dáváme přednost subsektoru rafinérií (vzhledem k jejich nižším nákladům). I velcí hráči mohou nízké ceny dobře zvládnout díky programům úspor. Ceny akcií také může podpořit konsolidace v sektoru. Vyhýbáme se podnikům, které na ropném trhu poskytují služby, protože jsou kvůli škrtům a odkládáním investic konfrontovány s klesajícím obrátem a ziskovými maržemi.

## Informační technologie

IT je cyklický sektor zaměřený na růst a inovace. Využívá ekonomického oživení (zejména v USA) a vyšší kupní síly spotřebitelů. Sektor je oceněn níže, než je obvyklé. Naším favoritem je subsektor výrobců softwaru.

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 prosazují se i na rozvíjejících se trzích.

<sup>1)</sup> 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.

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, jistou podporu jim však mohou nabídnout akvizice. Mnohé z nových vývojových trendů přicházejí na úkor starších produktů. Akcie rostoucích segmentů jsou naopak poměrně drahé.

Ve střednědobém horizontu roste IT 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 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 prémii 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 vyhlídky nás vedou k tomu, abychom vůči IT jako celku zaujali pozitivní postoj.

Ve čtvrtém čtvrtletí roku 2015 bylo možné pozorovat růstu zisků i tržeb v USA, a to i navzdory brzdě silného dolaru. Růst tržeb i zisků evropských firem byl silnější, částečně díky pozitivnímu efektu levnějšího eura.

V oblasti regionů zaujímáme nejpozitivnější stanovisko vůči USA. Sektor technologií se nachází zejména v Americe, je ale velmi mezinárodně zaměřen. Americké IT-firmy vytvářejí více než polovinu svého obrátu v zahraničí. Silný dolar měl v roce 2015 vliv na růst zisku, ale tento efekt se částečně rozplyne.

## DLUHOPISY

Současné úrokové sazby jsou udržovány uměle nízkou prostřednictvím velmi uvolněné monetární politiky předních světových centrálních bank. Jejich cílem je podpořit křehké oživení ekonomik a zabránit recesi. Centrální banky úrokovou sazbu ponechávají v blízkosti nuly nebo v některých případech dokonce pod nulou. Úroky nyní dosahují 0 % v Japonsku, 0 % u ECB, 0,05 % u 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.

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 takovéto změny v nejbližších měsících. Evropská centrální banka naopak oznámila v březnu další rozšíření stimulačních programů. Po americkém vzoru ale mohou i zde mírně vzrůst výnosy dluhopisů.

Výnosy německých i českých desetiletých státních dluhopisů se obchodují poblíž historických minim. Lze 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 se drží na nízkých úrovních 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 z 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).

Dlouhodobě se domníváme, že se výnosy dluhopisů znormlizují na výrazně vyšších úrovních. Tento růst potáhnou USA, které se v ekonomickém cyklu nacházejí o pár let před Evropou. V USA probíhá konjunktura, 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. 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 úrokových sazeb.

## Dluhopisy s vysokým výnosem

Hledání výnosů nás přivádí do zemí a k měnám, které přinášejí o něco vyšší úroky. Čím vyšší jsou pravidelné kupónové platby, tím méně je dluhopis citlivý na růst úrokových sazeb. Zaměřujeme se na kvalitní emitenty z vyspělých a rozvíjejících se zemí. Investujeme také v měnách, které považujeme za podhodnocené s cílem dosažení dalších zisků na kurzových pohybech.

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 dluhopisy, zejména na rozvíjejících se trzích, velmi obtížně. Výrazný pokles zájmu investorů způsobilo několik faktorů. Zpomalování růstu Číny a přechod ekonomiky na jiný růstový model vedlo k oslabení jejich obchodních styků se sousedními státy. To mělo vliv na vývoz země, jako jsou například Jižní Korea nebo Tchaj-wan. V posledních týdnech se ale situace zlepšovala. Rostoucí ceny ropy obtěžily tlak na komoditně zaměřené rozvíjející se země a pozitivní zprávou byla také skutečnost, že se americká centrální banka (Fed) v letošním roce chystá úrokovou sazbu zvyšovat o něco méně agresivně.

Pravděpodobnost růstu výnosů z amerických desetiletých dluhopisů je tu ale nadále, a to zejména pokud se v následujících měsících zvýší inflace. 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 země jako Brazílie nebo Jižní Afrika jsou silně závislé na přílivu zahraničních investic.

Celosvětové ekonomické oživení zůstává nedotčené, táhnou ho ale i navzdory určitým pochybnostem z počátku roku nadále 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. Obavy ohledně kondice světové ekonomiky by podle nás měly během následujících čtvrtletí vyprchat a mělo by být opět možné pozorovat zrychlující se růst v USA i eurozóně.

Vůči dluhopisům s vysokými výnosy nadále zaujímáme pozitivní postoj, plnou důvěru ale nyní vkládáme převážně do tradičních zemí, u nichž by si měly udržet pozornost silné ekonomické fundamenty.

## HOTOVOST

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.

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 úrokové sazby.

## Americký dolar

Atraktivitu amerického dolaru podporuje protichůdný směr měnové politiky eurozóny a USA. Evropská centrální banka svou stimulační politikou oslabuje euro, zatímco dolar od ukončení kvantitativního uvolňování v USA posiluje a Fed také poprvé od finanční krize přistoupil ke zvýšení sazeb. Dolar navíc obecně poskytuje dobré krytí proti závanům eurokrize.

Podle dlouhodobých oceňovacích modelů má americký dolar fundamentální hodnotu ve výši 1,00–1,10 USD za EUR. Nyní se obchoduje mimo toto pásmo, na úrovni 1,13 USD za EUR, v krátkodobém horizontu může posílit směrem k paritě v důsledku faktorů, jako jsou zvěšující se rozdíly mezi měnovou politikou centrálních bank a očekávanými úrokovými sazbami.

Komentáře z Fedu naznačují, že se americké úrokové sazby budou zvyšovat i v průběhu letošního roku, normalizovat se budou ale jen velmi pomalu. Centrální bankéře vede ke zdrženlivosti nejistota ohledně ekonomického růstu Číny a nervozita akciových investorů. Finanční trhy mají konzervativní výhled sazeb Fedu a předpokládají v tomto roce maximálně jedno zvýšení úroků. My bychom nebyli překvapeni dvěma zvýšeními, což je také jeden z důvodů, proč věříme v další potenciál růstu amerického dolaru. Vzhledem k pokračujícímu programu kvantita-



tivního 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 (na tuto skutečnost evropští investoři někdy zapomínají) a jeho mezinárodní síla by se měla nadále zvyšovat. Investoři by si však stále měli být vědomi vysoké kolísavosti a občas nevysvětlitelných výkyvů měnových kurzů.

## ALTERNATIVNÍ INVESTICE

Kromě nemovitostí a komodit alternativní investice představují širokou škálu tříd aktiv, jako jsou hedgeové fondy<sup>2</sup> nebo private equity<sup>3</sup>. Typickým rysem této skupiny investičních nástrojů je často omezená likvidita a nízká korelace s tradičními třídami aktiv, jako jsou akcie a dluhopisy.

Jejich přidání hodnota do diverzifikovaného 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.

### Nemovitosti

Nemovitosti zlepšují diverzifikaci rizik v portfoliu a často nabízejí vysoký a bezpečný výnos. Sektor je oblíbený zejména u investorů do dluhopisů, kterým se tak při hledání výnosů otevírají nové možnosti. Zahrnutím nemovitostí do portfolia rostou očekávané výnosy, zatímco riziko zůstává relativně omezené. Cenné papíry navázané na nemovitosti představují likvidní alternativu pro přímou investici do nemovitostí, která je kvůli své finanční náročnosti pro mnohé investory nedostupná. Jedná se navíc o vhodnou investici v době nízkých úroků.

Sestavení 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, takzvané REITs (Real Estate Investment Trusts). Jde o investiční fondy, jejichž většina investičního portfolia sestává z jednoho nebo více projektů, kterých se přímo účastní. Často jsou komerčněji orientované (například administrativní budovy nebo velká nákupní centra), existují ale také subjekty, které se zaměřují na jiné rostoucí tržní segmenty těžící z ekonomického oživení a růstu příjmů z nájemného.

Ačkoli se REITs chovají podobně jako ostatní akcie, a tedy v portfoliu nabízejí menší diverzifikaci, díky své nemovitostní podstatě a relativně vysokým dividendám (kolem 4 %) přitahují mnoho investorů. Realitní akcie již nejsou vyloženě levné, jejich výnos ale zůstává stále vyšší v porovnání s žalosnými úroky z dluhopisů. Růst úrokových sazeb může snížit atraktivitu sektoru, jde ale zatím spíše jen o případ USA, které jsou dál v cyklu ekonomické konjunktury a monetární politiky.

Korekce na akciových trzích způsobila, že i pro nemovitostní akcie začal rok 2016 nepříznivě. Odložení dalšího zvyšování úrokových sazeb americkou centrální bankou a ústup obav z recese znamenaly ale pro sektor opětovně vítr do plachet. Silný pracovní trh, nízké ceny ropy a nízká inflace jsou faktory podporující kupní sílu domácností, a tedy investice spotřebitelů. Jde o pozitivní zprávu pro nákupní centra i rezidenční trh jako celek. Pokles nezaměstnanosti lze pozorovat také mezi mladými, kteří si díky tomu mohou začít hledat vlastní bydlení. Kvůli příliš nízkým investicím do bytové výstavby po nemovitostní krizi vznikly oblasti s nedostatkem bytů, zejména těch startovních.

Preferujeme investice do nemovitostních akcií v Evropě, které mají zajímavější ocenění než jejich američtí protějšci. Také jejich výnos z dividend je atraktivnější a výrazně převyšuje úroky z dluhopisů. Nízké úrokové sazby společně se zlevňují nové projekty a zvyšují jejich rentabilitu. Spolu s dalším růstem ekonomiky mohou opět stoupnout ceny nájemného. To lze již nyní pozorovat v Německu a ve Španělsku, naopak Nizozemsko a Francie v této oblasti zatím zaostávají. Nízké úroky navíc společně pomáhají snižovat zadlužení.

Americké nemovitosti jsou dražší a tamní realitní akcie přinášejí nižší dividendu. Britské nemovitostní akcie jsou také v porovnání se zbytkem Evropy dražší. Avšak kvůli nedostatku kancelářských prostor, zejména v Londýně, lze pozorovat růst cen stávajících i nových projektů a výrazně stoupají také ceny nájemného. Určitou nejistotu může vyvolat referendum o členství Spojeného království v Evropské unii a následky případného Brexitu na status Londýna jako finančního centra. Pokud se však občané v referendu vysloví pro setrvání v EU, mělo by to mít pozitivní efekt.

### Komodity

Návratnost investic do komodit určují zejména dvě věci. Kromě cenového trendu dané komodity je druhým faktorem návratnost „rolování“ (znovu-obnovování 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, získává dodatečný výnos. Výsledky těchto často spekulativních obchodů jsou však dost nepředvídatelné. Zejména na trhu s ropou se prémie v poslední době výrazně zvýšila, forwardová křivka je zde velmi strmá.

Nadprodukce, vysoké zásoby a obavy z prudkého zpomalení čínské ekonomiky stlačily v uplynulých měsících ceny komodit na samé dno. Od podzimu roku 2014 se nebyly arabské země ochotny domluvit na snížení produkce, které by vedlo ke zvýšení ceny. Jsou schopny těžit i při cenách ropy pod 30 USD za barel, takže mohou svou strategii udržování produkce na rekordních úrovních vytlačovat z trhu konkurenty s vyššími náklady.

Poslední poklesy cen ropy šly ruku v ruce s výprodeji na akciových trzích. Ceny pokračovaly ve volném pádu až pod hranici 30 dolarů za barel v lednu a únoru, čímž se dostaly na 13letá minima. V mnoha případech klesly až pod úroveň mezních nákladů, což zastavilo nové investice do rozšiřování produkce a dražší těžební provozy. Spolu s vyčerpáváním stávajících ropných polí by ale mělo dojít k poklesu dodávek.

Vlivem procesu přeorientování čínské ekonomiky z těžkého průmyslu na spotřebou tažený růst zažívají komodity 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. Vývoj na komoditních trzích ale také odráží očekávání světového růstu.

Nízké ceny ropy však 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 2,4 % (tedy rychleji než v uplynulých 3 letech), a to i v Číně. Produkce ropy ale i přesto rostla rychleji (asi o 3,5 %). Také u jiných komodit lze v roce 2016 pozorovat obnovu poptávky díky silnějšímu ekonomickému růstu.

Domníváme se, že krátkodobě zůstanou ceny ropy velmi nestabilní a budou se pohybovat mezi 30 a 45 dolary s výkyvy směrem dolů. Zásoby v USA dosahují 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 íránských ropných polí). Očekáváme ale, že k obnově rovnováhy na trhu dojde ve druhé polovině roku 2016 a současný přebytek 1,5 milionu barelů denně bude vyprodán. Dojde k omezení nabídky a stálému růstu poptávky, která by v roce 2016 měla stoupat o přibližně 1,3 milionu barelů denně (jedná se o poměrně konzervativní odhad, protože se předpokládá, že růst poptávky bude klesat z loňských 2,4 % na 1,4 % v letošním roce, a to navzdory nízkým cenám ropy). Výhled na produkci ropy v zemích OPEC je ale zahalen do vzájemné politické nevráživosti nejvýznamnějších členů, avšak na produkci ostatních zemí dopadnou klesající investice.

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 400, což je nejnižší úroveň od začátku roku 2010. Produkce ropy se již snížila o 400 000 barelů denně a tento trend bude pokračovat. Plné obnovení těžby z břidlic lze očekávat až ve chvíli, kdy ceny ropy stoupnou nad 60 dolarů za barel. Větší obava však panuje z toho, že velké ropné společnosti seškrtnaly investice za 200 miliard do drahých dlouhodobých projektů, jako jsou hlubokomořská těžba nebo těžba z ropných písků.

Bez investic klesá produkce ze stávajících ropných polí, zejména mimo země kartelu OPEC. A konečně zde jsou – jako vždy – také geopolitická rizika na Blízkém východě, v Nigérii a Venezuele. O to rychleji může být dosaženo ceny 60 dolarů za barel, zejména pokud země Perského zálivu sníží svou produkci. Jejich mezní výrobní náklady jsou nižší než 30 dolarů, takže ropa pro ně zůstává zisková i při současných cenách. Výnosy jsou však příliš nízké na to, aby udržely vyrovnané státní rozpočty. Země OPEC využívají příjmy z ropy k uspokojení svých obyvatel a ve štedrých letech nešetřily na výdajích. Saúdská Arábie potřebuje ceny ropy kolem 100 dolarů za barel. Nejsmutnějším příkladem je Venezuela, která nyní čelí rostoucímu rozpočtovému deficitu kolem 30 % HDP.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> 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.

## Zlatá horečka a lekce z historie

Zlato. Po akciových propadech v letošním roce se opět vyrojily titulky o výhodnosti investic do zlata, které letos zhodnotilo přibližně o 16 % a pyšní se pozicí jednoho z nevykonnějších aktiv. Jak to však vypadá s výnosností této investice při pohledu s odstupem několika let?



Pokud uvažujeme o investičním horizontu pěti let (který je doporučován pro akciové investice), pak například celosvětový diverzifikovaný index MSCI World za toto období vzrostl o 40,5 % v dolarech, což představuje výnos 7 % ročně (včetně vyplacených dividend). Oproti tomu zlato na pětiletém horizontu ztratilo v dolarech kumulovaně 13,2 %, což odpovídá poklesu o 2,8 % ročně. I navzdory letošnímu 16% růstu se tak cena zlata nachází plnou třetinu pod svým nominálním maximem ze září 2011. Mimochodem, tehdy vrcholila nervozita z možného krachu Řecka a následného rozpadu eurozóny a právě tento katalyzátor vyhnal cenu zlata nahoru.

Při investování bývá velmi poučné hledat inspiraci v minulosti, protože historické cykly se mají tendenci opakovat. Pozoruhodným obdobím byl pro zlato přelom 70. a 80. let. Cena zlata se během sedmdesátých let vyšplhala o 2 277 %. Prudký růst byl zapříčiněn ropnými šoky a vysokou inflací. Optikou zkušenosti sedmdesátých let tak zvýšení ceny zlata v letošním roce vypadá jako pouhá vlnka na klidné hladině. I tak je však vhodné být obezřetný. Ani zlato nebylo historicky ušetřeno spekulativních bublin a následných krachů.

Podíváme-li se na historický vývoj ceny zlata očištěný o inflaci, je patrné, že opticky sice nominální cena zlata dosáhla svého maxima v roce 2011, ale při zohlednění inflace byla v lednu 1980 ještě vyšší. Na vrcholu v roce 1980 se však udržela velice krátce (jen pár hodin nebo dokonce minut) a začala střemhlav padat k zemi. Během jednoho týdne klesla cena zlata o více než 26 %, za necelé dva měsíce ztratila 43 %. Pět let po dosažení maximální hodnoty byla cena zlata o 67 % nižší.

Pokud se už rozhodnete pro koupi zlata, nekupujte ho spekulativně, ale opravdu jako uchovatel hodnoty pro extrémní případy. Pak by vám nemělo vadit, že cena třeba během půl roku o polovinu klesne, protože zlato držíte pro nejextrémnější případy, jako jsou války, měnové reformy a hyperinflace (a zároveň si usilovně přejete, aby žádná z těchto situací nenastala).

Za tímto účelem je o něco lepší držet fyzické zlato (cihly, pruty nebo mince) než různé odvozené produkty, jako jsou certifikáty a ETF. I když je zlato patrně jediné aktivum, které bude mít vždy nějakou reálnou hodnotu, je těžké si představit, že pokud budou peníze bezcenné, půjdete si koupit chleba s odřezkem z vaší zlaté cihličky. Krajíc chleba by v takovém případě mohl být cennější než zmiňovaný odřezek. Zlato hlad neutiší.

Z investičního pohledu je rozumnější investovat do aktiv, která mají fundamentální základ a prostor pro další rozvoj a růst (investice do akcií jsou podílem na skutečných podnicích, které se rozvíjejí, generují zisk a odměňují své majitele-akcionáře například tím, že vyplácejí dividendu nebo skupují vlastní akcie), než investovat do aktiv, jako je zlato nebo diamanty. Investor by si měl také uvědomit, že jeho cena je uváděna v amerických dolarech, což pro investora z České republiky znamená měnové riziko, které je nutné ošetřit.

Jaroslav Vybíral, analytik, ČSOB Asset Management

@JaroslavVybiral

## Zlato

Jakmile se cena zlata pohybuje nad mezními náklady na jeho těžbu a zpracování, nemá smysl ho nakupovat. Zlato není hodnotová, ale ryze spekulativní investice, protože samo o sobě nenese žádný výnos nebo kupón, a nákupy jsou tak motivovány pouze očekáváním růstu jeho ceny. Zároveň je velmi kolísavé (podobně jako akcie), což si investoři málokdy uvědomují. Akciový trh ve světle růstu hlavních ekonomik poskytuje lepší investiční příležitosti.

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 příliš nedělají, chtějí jen držet něco hmatatelného.

Z ekonomického hlediska proto nedává smysl zlato držet, jakmile se jeho cena pohybuje nad mezními náklady. Ty se nacházejí kolem 950 USD za unci. Kromě toho se tento drahý kov skutečně nespotebovává, takže jeho celosvětové zásoby jen rostou. Zlato je také citlivé na „přestřelování“: během eurokrize v roce 2011 dosáhla jeho cena 1 900 dolarů za unci. Události jako řecká krize nebo volatilita čínského akciového trhu měly na jeho cenu jen omezený dopad.

Od začátku roku 2016 se však na obchodování se zlatem projevila panika na trzích. Zlato může být částečně přitažlivé pro investory, kteří chtějí utéci z finančních trhů, protože se obávají jejich dalšího vývoje. S rostoucí nejistotou ohledně světového finančního systému, roste zpravidla také hodnota zlata. Letos akciové trhy klesly o více než 15 % a mezitím se cena zlata vyšplhala na 1 260 dolarů za unci.

Domníváme se, že byl strach investorů přehnaný. Jsme svědky zpomalení ekonomiky, nikoli recese. A navíc výhled růstu v eurozóně zůstává příznivý. Rozsah možných problémů souvisejících s úvěry ropným společenstvem je mnohem menší, než byl kupříkladu na trhu s bydlením v USA. Kromě toho chod bankovního sektoru ovlivňuje regulace. Kapitálové polštáře, a tím i solventnost bank, jsou mnohem vyšší než před finanční krizí. Tato opatření byla přijata, aby se předešlo možné kontaminaci celého finančního systému, a proto je velmi nepravděpodobné, že by se opakoval rok 2008. Svůj vliv může mít i riziko Brexitu. To však není vysoké a zároveň by nemusel nutně vést až ke krizi celého evropského systému.

### Cena zlata očištěná o inflaci (1970–2016)



Zdroj: Bloomberg.

## 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 30. 3. 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.