



AKTUÁLNÍ ČÍSLO PŘINÁŠÍ:

Jak vidíme svět?

- Akciové trhy pokračují v oživení.
- Ceny ropy rostou nad 45 USD za barel.
- Investory v Evropě znepokojuje blížící se referendum o Brexitu.

Co děláme v portfoliích?

- Akciovou složku ponecháváme na mírně nadvážené úrovni, ale zrealizovali jsme část zisků po lednových nákupech. Z regionálního pohledu stavíme na stejnou úroveň trhy v USA i Evropě.

V souladu s našimi očekávaními jsme v uplynulých týdnech pozorovali zlepšení ekonomického klimatu a investorského sentimentu na finančních trzích. Světovou ekonomiku udržuje v růstovém trendu spotřeba, kterou podporují nízké ceny ropy a pozitivní vývoj na pracovním trhu.

Výrazný pokles důvěry výrobců v sektoru služeb západních ekonomik již nepokračuje, naopak je patrný mírný růst. Obavy, že zpomalení na rozvíjejících se trzích překazí oživení vyspělých trhů, odeznívají. Ani s průmyslem to kupodivu není tak špatné – důvěra výrobců ve zpracovatelském sektoru se postupně zlepšuje.

Hospodářský růst v USA „táhne“ silný pracovní trh

V březnu bylo v USA vytvořeno 215 tisíc nových pracovních míst (trh očekával 205 tisíc), průměrná hodinová mzda se zvýšila o 0,3 % ročně (taktéž oproti očekáváním více). Tento vývoj je jedním z prvních signálů příchodu zvyšující se inflace, i když její obnovu v USA zatím na tvrdých číslech nevidíme. Už druhý měsíc v řadě meziroční tempo růstu inflace zpomalilo (na 0,9 %). Tentokrát se ale snížila i jádrová inflace (tedy inflace, která nezahrnuje změny cen potravin a ropy), konkrétně na 2,2 %. Pozitivní je také po delší době výrazný nárůst důvěry výrobců v americkém průmyslu (index ISM).

Evropskou ekonomiku drží nad vodou silná spotřeba, nízká míra nezaměstnanosti a nízké úrokové sazby. Spotřebitelská důvěra v ekonomiku v březnu klesala, ale pobídka pro spotřebitele představuje růst úvěrů. Mírně nepříznivý vývoj spotřebitelské důvěry přičítáme skutečnosti, že eurozóna nemusí být zcela imunní vůči zpomalujícímu se růstu světové ekonomiky a tržním rizikům. Výraznější oslabení důvěry by se mohlo promítnout do snížení spotřebitelských výdajů.

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

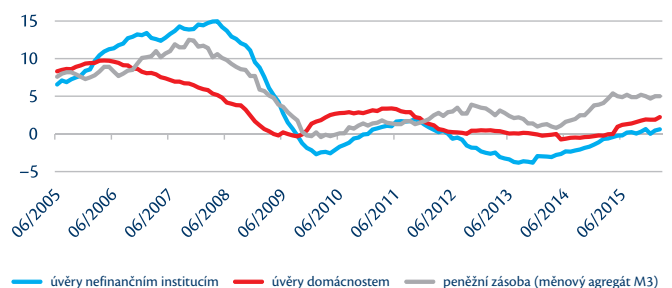
Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)		Inflace (průměrná roční změna, v %)	
	2015	2016	2015	2016
CZ	4,2	2,5	0,3	0,9
EMU	1,6	1,5	0,0	0,3
USA	2,4	2,0	0,1	1,3

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg.

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

Růst úvěrů soukromému sektoru EMU (meziroční změny v %)



Zdroj: Bloomberg.

V eurozóně bylo možné pozorovat pozvolný meziroční nárůst spotřebitelských cen. Jádrová inflace zamířila směrem k 1 %. Splnění 2% cíle inflace stanoveného ECB ale stále není ani na dohled. Vývoj však nepovažujeme za alarmující, protože při současně rostoucí ceně ropy lze očekávat i postupný růst inflace.

Situace na rozvíjejících se trzích se stabilizuje. Region profituje z vyšších cen ropy a uvolněné měnové politiky centrálních bank v rozvinutých ekonomikách. Také zájem investorů o rozvíjející se trhy roste. Čínská ekonomika vykazuje známky oživení. Ekonomický růst sice v prvním čtvrtletí zpomalil na 6,7 % ročně, poukazuje to však spíše na stabilizaci ekonomiky, než na hrozící recesi a odpovídá všeobecnému očekávání. V uplynulých týdnech došlo ke zlepšení u ukazatelů, jako jsou maloobchodní prodeje, spotřebitelská důvěra, průmyslová výroba nebo investice do dlouhodobých aktiv.

V Japonsku se ekonomické ukazatele dále zhoršují. Klesá důvěra v úspěch Abenomiky¹, která měla Japonsko znovu rozpožehovat, mimo jiné prostřednictvím oslabení jenu. Od začátku roku ale japonská měna opět výrazně posílila. Na jedné straně je na vině její mezinárodní status bezpečného přístavu, na straně druhé oslabení amerického dolaru po umírněném tónu centrálních bankéřů z Fedu v jejich posledních prohlášeních.

Ani neshody mezi členy OPEC nebrání oživení na trhu s ropou

Ceny ropy v posledních týdnech raketově vzrostly. A ropa nebyla zdaleka jedinou komoditou, která v uplynulých týdnech zdrazovala. Oživení na komoditních trzích svědčí o pozitivním vývoji světové ekonomiky.

17. dubna zasedali představitelé zemí, které jsou předními exportéry ropy, v Dauhá, dohody o zmrazení těžby ropy ale nedosáhli (zmrazení produkce by vedlo k nižší nabídce ropy na trhu, a potažmo k jejím vyšším cenám). Saúdská Arábie spolu s některými dalšími státy Perského zálivu nebyla ochotna uzavřít dohodu ohledně omezení produkce, pokud se nepřipojí také Írán. Nenaplněná očekávání ohledně zasedání v Dauhá přinesla komoditním investorům zklamání a bezprostřední prudký pokles cen ropy. Brzy však došlo k jejímu opětovnému oživení a vzestupu cen až nad hranici 45 dolarů za barel.

Další zasedání OPEC je naplánováno na 2. června. Důležitější jsou však signály, že nabídka ropy klesá: nekonvenční výroba ropy z břidelic je omezována a investice do nových průzkumů se škrtají.

(Staro)nová geopolitická rizika

Finanční trhy zatím rizika spíše přehlížejí, v následujících měsících ale bude třeba mít se na pozoru před řadou nových problémů geopolitického rázu, jako jsou například:

- referendum Spojeného království o setrvání v EU;
- implementace reformy a splátky dluhu v Řecku;
- brzké předčasné volby ve Španělsku v červnu;
- americké volby a riziko, že se prezidentem stane extrémistický či populistický kandidát.



¹ Abenomika (pojmenovaná po premiérovi Šinzó Abem) si kladla 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.

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.

Aktivní přítomnost evropské centrální banky na evropském dluhopisovém trhu velmi zásadním způsobem ovlivnila jeho současnou podobu. ECB reagovala na počátky krize implementací standardních úrokových nástrojů, a to nejčastěji v podobě snížení klíčových úrokových sazeb. Postupem času přistoupila k aplikaci celé řady netradičních nástrojů, které byly doprovázeny i její zvyšující se aktivitou na dluhopisovém trhu. Svůj mandát nově s účinností od června letošního roku rozšířila i o nákupy některých podnikových dluhopisů. Toto rozhodnutí bylo v uplynulých dvou měsících jednou z příčin poměrně výrazného poklesu rizikových přírážek těchto dluhopisů (včetně bankovních). Jejich absolutní úroveň je aktuálně násobně nižší, než je tomu u amerických protějšků, kde je centrální banka ve srovnání s tou evropskou o poznání méně aktivní. Lze předpokládat, že tento stav bude trvat i po dobu následujících několika měsíců, během kterých bude přítomnost ECB na trhu tlačit na další pokles rizikových přírážek podnikových a bankovních dluhopisů, a tím i jejich výnosů.



Pro investory usilující o dosažení zajímavějších výnosů je tak žádoucí kombinace úrokových nástrojů s dalšími typy aktiv, jakými jsou akcie, případně alternativní investice.

Jan Bureš, portfolio manažer ČSOB Asset Management

Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a kurzů

		05/2016	08/2016	11/2016	05/2017
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	10Y sazba	0,45	0,60	0,70	1,00
	USD/CZK	23,93	25,02	25,25	25,73
	EUR/CZK	27,04	27,02	27,02	27,02
EUR	Základní sazba	0,00	0,00	0,00	0,00
	10Y sazba	0,30	0,40	0,50	0,80
USD	Základní sazba	0,50	0,75	1,00	1,25
	10Y sazba	1,90	2,00	2,25	2,60
	USD/EUR	1,13	1,08	1,07	1,05

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

Dluhopisové investice

Strategie uplynulých období, charakteristická navyšováním pozic podnikových a bankovních dluhopisů splatných v horizontu 3 až 5 let, které jsme do portfolií průběžně pořizovali navzdory jejich klesajícím cenám (rostoucím rizikovým maržím), byla díky následnému obratu a příznivému vývoji na trhu rizikových aktiv úspěšnou. Rizikové přírážky (výnosy) dluhopisů investičního stupně poklesly během uplynulých dvou měsíců v průměru o 0,3 až 0,6 %, což pro portfolia investovaná výhradně v podnikových nebo bankovních dluhopisech představovalo zisky v rozmezí 0,4 až 0,9 %.

Osvědčuje se i strategie podvážení pozic vládních dluhopisů, u kterých došlo v letošním roce k poklesu jejich cen, zvláště pak na kratším a středním konci výnosové křivky (do 9 let).

Pro další období hodláme nadále upřednostňovat bankovní a podnikové dluhopisy, případně tam, kde je výběr přímých dluhopisových pozic omezen koncentračními limity, využívat podobně zaměřených dluhopisových fondů s vhodnou mírou durace (do 2 let). Pozici vládních dluhopisů hodláme podvažovat i v následujících obdobích, a to s ohledem na extrémně nízkou úroveň výnosů krátkých a středních splatností. Vyhybat se budeme i delším splatnostem, které navzdory svému kladnému výnosu disponují nadměrným úrokovým rizikem.

Část cizoměnové pozice vybraných portfolií ponecháváme nadále nezajištěnou. Zatímco u eurových investic je hlavní příčinou stabilita kurzu, u dolaru svou roli hraje i perspektiva jeho možného posílení.

Investice do rizikových dluhopisů (tzv. high yield) jsou v portfoliích realizovány výhradně 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 minulém roce a převážně pak na události v prvních měsících letošního roku poměrně výraznými poklesy, jejich pozici jsme ale dlouhodobě podvažovali. Nízkých valuací, kterých bylo dosaženo v druhé polovině února, jsme následně využili k navýšení jejich pozic, a to zhruba na čtvrtinu vymezeného limitu. Fondy, podobně jako i ostatní riziková aktiva v uplynulých dvou měsících výrazně profitovaly, jejich dubnový příspěvek byl ale ve srovnání se silnými březnovými zisky o něco nižší.

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, který je stále pod tlakem nálad komoditního trhu.

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 těchto fondech byly v závěru ledna vychýleny směrem vzhůru vlivem reflexu hraniční hodnoty únorové emise Portfolia Pro, která navýšila akciový podíl zpět směrem k neutrální úrovni. Participaci na únorové emisi jsme s ohledem na napětí panující na trhu rizikových aktiv realizovali zhruba v tříčtvrtiněm objemu vymezeného limitu připadajícího na každou dílčí emisi fondu.

S propadem akciového trhu v první polovině února, během nichž akciové chyby odepaly v průměru 6 % (měřeno akciovým indexem MXWO), souviselo i snížení akciové složky v Portfoliích Pro. Zhruba od druhé poloviny února se situace na trzích postupně konsolidovala a podíl akciové složky byl ve fondech mírně zvýšen (podíl akcií vzrostl v průměru u Portfolií Pro 95 z únorových 5,8 % na současných 7,4 %, u Portfolií Pro 90 narostl podíl z 16,4 % na 20,3 %). Podíl rizikové složky květnové a srpnové emise Portfolia Pro 95 zůstal navzdory zotavení akciového trhu neměnný na nulové úrovni. Aktiva obou z fondů (květen i srpen) tak zůstanou do reflexu hraničních hodnot plně zainvestována do hotovostních nástrojů. Vzhledem k extrémně nízké úrovni sazeb peněžního trhu jsme se rozhodli nahradit dočasně polovinu pozice v srpnové emisi některým z fondů z nabídky našeho dluhopisového portfolia. Zbylou část prodané srpnové emise jsme ponechali v hotovosti. Květnovou emisi jsme s ohledem na blízký termín reflexu (konec dubna) ponechali beze změny.

V závěru dubna hodláme participovat na květnové emisi Portfolií Pro. Vzhledem k riziku zvýšené volatility, která může doprovázet akciové chyby s blížícím se britským referendem o setrvání země v EU a s ohledem na charakter Portfolií Pro, jimž vyšší volatilita příliš nesvědčí, budeme květnovou emisi do portfolií pořizovat v tříčtvrtiněm podílu vymezeného limitu na jednu emisi fondu.

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

poze 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 drženy 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

Akciové trhy úspěšně pokračovaly ve svém růstu i v uplynulém měsíci. Zatímco americkým akciím se již podařilo překonat výchozí hodnoty z počátku roku, evropské akcie za úvodními hodnotami roku stále ještě zaostávají.

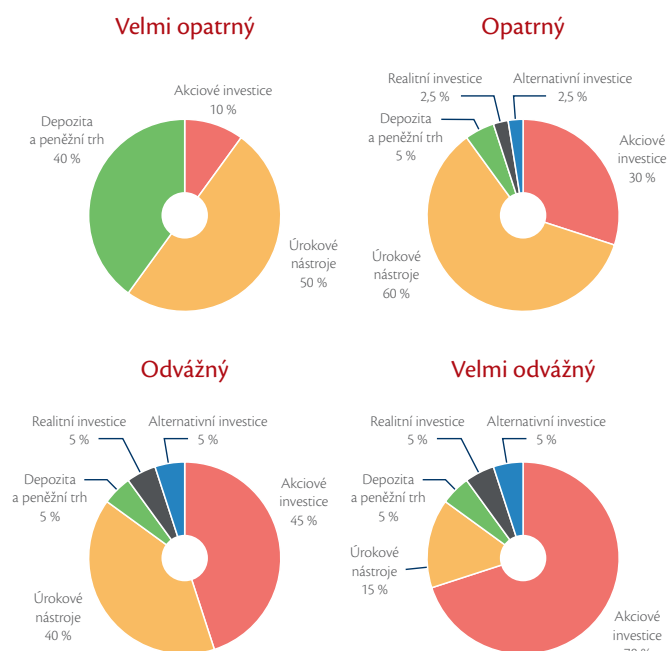
Podíl evropských akcií jsme s ohledem na potenciální rizika spojená s blížícím se britským referendem o setrvání země v EU lehce snížili (podíl akcií jako celku stále nadvažujeme). Předpokládáme, že evropské akcie budou těžít ze slabé úrovně eura a expanzivnějšího charakteru měnové politiky. Naopak americký 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 poklesu, 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 omezuje na úzkou skupinu portfolií s vymezeným odpovídajícím limitem. Fond za duben stagnoval, od začátku roku zhodnotil o 1 %. Pozici ve fondu jsme v průběhu dubna zcela zredukovali, primárně pak v reakci na výrazný propad volatility, který souvisel s konsolidací akciového trhu a který současně snížil výnosový potenciál fondu pro nejbližší období a zvýšil rizika jeho poklesu. V případě vhodných podmínek nevyklučujeme návrat ke strategii.

Dalším z rodiny alternativních fondů, o který jsme rozšířili některá z portfolií, je fond Celest Lacerta (Currency). Cílem fondu je nákup vybraných cizích měn, u kterých je předpoklad jejich posílení vůči EUR a naopak prodej těch měn, u kterých je očekáváno jejich oslabení vůči evropské měně. Měnový koš je pravidelně revidován a to s ohledem na výhledy jednotlivých měn. Následně je upravena i strategie fondu pro nejbližší období. Fond je denominován v EUR.

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



Pohled analytiků ČSOB a KBC na jednotlivé třídy aktiv a preferovaná témata se v reakci na aktuální události od minulého měsíce pozměnil. V globální alokaci již neupřednostňujeme akcie eurozóny, z vyspělých trhů nadále udržujeme nadváženou japonské akcie. Nově zařazujeme téma emerging markets jihovýchodní Asie. Sektorově vnímáme pozitivně cyklický spotřební sektor, informační technologie a energetiku. Nenechte si ujít sloupek analytika ČSOB Asset Management Miroslava Adamkoviče.

AKCIE

Akciové 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, což se vyplatilo. Investoři znovu upírají pozornost 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 dlou-

hodobého 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, opětovný růst pracovních příležitostí, a uvolněná monetární politika (extrémně nízké úroky) v kombinaci s méně restriktivní fiskální politikou (ukončení éry 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 podle nás 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 zpomaluje, ekonomika se ale vyloženě nezastaví.

Výsledky z USA za první kvartál zatím ukazují na pokles korporátních zisků a dá se tak tvrdit, že zde jejich růst dosáhl v minulém roce vrcholu. Nutno však dodat, že „laťka“ z předchozího období byla nastavena velmi vysoko se zisky na rekordních úrovních. Průměr indexu S&P 500 navíc negativně ovlivňovalo silné zastoupení ropného sektoru. Zlepšení zisků očekáváme směrem ke konci letošního roku. Připomínáme, že právě zlepšení zisků je důležitou podmínkou pro další růst cen akcií. Pozitivem zůstává, že firmy „sedí“ na hromadách hotovosti, což nabízí potenciál vyšších dividend, programů zpětných odkupů akcií nebo lukrativních akvizic.

Většina jednotlivých akcií se obchoduje stále 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 poblíž dlouhodobě obvyklého ocenění. Akcie jsou tak nadále oceněny atraktivněji než pevně

Před rokem oznámila společnost General Electric (GE) rozhodnutí zbavit se své finanční divize GE Capital. Dnes se díky tomu připravujeme na největší IPO v Praze od roku 2008. Proč se tak GE rozhodla a má český investor novou firmu na burze vítat?

Tržní kapitalizace GE ve výši 285 miliard dolarů překonává hodnotu českého ročního HDP a skupina se díky tomu řadí do desítky největších firem světa. GE Capital vznikla v osmdesátých letech a do roku 2008 rostla natolik, že potřebovala k přežití vládní záruku ve výši 60 miliard dolarů, a to vinou byznys modelu postaveného na financování se z mezibankovního trhu místo depozit. Při velikosti GE Capital se tak každá turbulence na finančním trhu a každé utažení regulace projevilo na ceně akcií skupiny.

Management loni definitivně rozhodl, že GE Capital je příliš velká a odlišná na to, aby byla řízena pod hlavičkou GE, a že prodej bude mít pozitivní dopad na peněženky jejich akcionářů. Menší část GE Capital si mateřská skupina ponechá a propojí ji s průmyslovými divizemi. Napříště tedy budou finanční služby přidávanou hodnotou průmyslové GE, a nikoli již jedním z pilířů skupiny s vlastní strategií.

GE Capital byla přítomna v takřka padesátce zemí a prodej GE Money Bank je jen střípkem v mozaice. Nedávno GE oznámila prodej jádra svého bankovního byznysu v Polsku a plány na prodej ostatních tamních aktiv. Další části byly prodány již dříve, což bylo hlavním důvodem výrazného poklesu hodnoty celkových aktiv skupiny v minulém roce o 160 miliard dolarů.

Jak je na tom česká GE Money Bank?

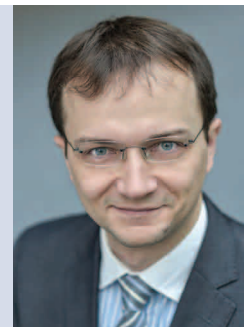
Nabízená cena akcií (68–85 Kč/ks) oceňuje celou banku mezi 34 a 43 miliardami korun, což odpovídá tržní kapitalizaci podobných bank v regionu. Ziskovost v poměru k aktivům je silně nadprůměrná s 3,2 % (proti tomu KB 1,4 % a Erste 0,5 %). Za tímto rozdílem je zejména silná pozice GE Money na trhu spotřebitelských úvěrů, které nabízejí vyšší úrokové marže. To však vyvolává dotaz, proč se prodej neodehrál mimo burzu do rukou strategického investora?

Plán na posílení podílu na trhu spotřebitelských úvěrů zmiňovala například Komerční banka. Dodatečný tržní podíl by se mohl hodit i firmám ze skupiny PPF. Nejen tyto dva zájemci by si mohli dovolit utratit uvedenou částku.

GE Money chce vyplácet na dividendách 70 % zisku, což by při ocenění na horní hranici rozpětí a při zachování zisku na loňské úrovni znamenalo výnos přes 7 %.

Tím by se titul zařadil mezi dividendové hvězdy, kterým mnoho investorů odpustí absenci růstu. Dividendový výnos by převýšil i výnos u srovnatelné Komerční banky.

Faktorem, který případného strategického investora mohl odradit, či alespoň přimět snížit nabízenou cenu, byla podle našeho názoru udržitelnost stávající ziskovosti. Výsledková GE Money Bank ukazuje, že klesající úrokové výnosy a také výnos z poplatků byly kompenzovány částečně klesajícími úrokovými náklady, a zejména pak klesajícími náklady na úvěrové riziko. Problémem GE Money Bank do budoucna však může být, že zatímco úroková marže zřejmě bude klesat i nadále, prostor pro kompenzaci na straně levnějších zdrojů a lepšího řízení rizika je značně omezen.



Analýza změny celkových výnosů po nákladech na riziko v letech 2013–2015 (mil. Kč)



Zdroj: GE Money Bank; ČSOB AM

Cestou ke zmírnění dopadu může být přehodnocení poplatkové politiky, zeštíhlení pobočkové sítě, agresivnější nabídka úvěrů, nabídka doplňkových služeb či cross-selling. Každý z těchto směrů má ale také odvrácenou stranu a jejich správné vybalancování bude po IPO i v dalších letech hlavním úkolem managementu.

Investice do akcií GE Money Bank bude podle našeho názoru sázkou na dividendový výnos vysoko nad hranici, kterou nabízejí dluhopisy, a přiláká spíše dlouhodobější investory, jimž nebude vadit očekávatelný pokles ziskovosti.

Miroslav Adamkovič, analytik, ČSOB Asset Management

úročené investice (vládní i firemní dluhopisy) a hotovost, na které dopadá měnová politika nulových až záporných úroků.

I v případě, že násobek tržní ceny k ziskům (poměr P/E) nestoupne, mají akcie kam zhodnocovat za předpokladu růstu zisků. Ten aktuálně odpovídá nominálnímu růstu světového HDP, který výrazně převyšuje krátkodobé i dlouhodobé úrokové sazby (ty mnohdy nedosahují ani 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.

Růst akciových trhů ohrožují rizika, která jsou však v určité formě přítomna v každé době. Obavy v Evropě vyvolává červnové referendum o Brexitu. Negativně ovlivňuje důvěru výrobců, spotřebitelů i investorů. I když Brexit není nejpravděpodobnějším výsledkem hlasování, nelze toto riziko zcela přehlížet. V Americe panuje nejistota zejména v souvislosti s prezidentskými volbami v listopadu letošního roku.

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 silnějším 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 akciových 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 výplaty vyšších dividend, které plynou ihned k akcionářům. Dividendy jsou 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 Evropu. Tento region není v ekonomickém cyklu tak daleko jako USA a výnosy zdejších dluhopisů zůstanou nejspíš ještě dlouho poblíž současných úrovní. Nasvědčuje tomu skutečnost, že ECB činí kroky k dalšímu uvolňování měnové politiky. Průměrný očekávaný dividendový výnos dosahuje v Evropě 3,9 % (nebo ještě o něco více v případě českých akcií), v porovnání s tím nabízí globální akciový index MSCI World 2,7 %.

Vůči americkým podnikům zaujíme obezřetný postoj. Důvodem je omezený potenciál růstu amerických korporátních zisků a skutečnost, že mezi bezrizikovými desetiletými výnosy (1,9 %) a výnosy z dividend (2,2 %) v USA není tak zřetelný rozdíl jako v eurozóně. V tomto roce navíc očekáváme další dvě zvýšení sazeb Fedu, která 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

Japonsko

Očekávané oslabení jenu, programy zpětných odkupů vlastních akcií a akciové nákupy ze strany centrální banky a penzijních fondů by měly představovat pro japonský trh podporu.

Japonská ekonomika již léta spíše stagnuje s pravidelnými vlnami růstu, ale také obdobími, v nichž zařazuje nižší rychlost. Ve čtvrtém čtvrtletí roku 2015 zažila opětovný pokles navzdory stimulační politice, takzvané abenomice. Ani v roce 2016 se nečeká žádné výrazné zrychlení ekonomického růstu. Indikátory podnikatelské důvěry zůstávají pod hranicí růstu 50, což indikuje recesi. 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 tlaky.

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 zklamání z vývoje ekonomiky a posílení jenu, které je nepříznivé pro ziskovost firem a vývoj akciového trhu, přiměje dle našeho názoru centrální banku k další akci, i když to možná nebude bezprostředně.

Bank of Japan (BoJ) vynakládá již delší dobu velké prostředky, aby oslabila japonský jen a zvedla inflaci. Zatím ale není ve svém úsilí příliš úspěšná. Snížení jedné z depozitních sazeb do záporu 29. ledna na trzích nepřineslo kýžený efekt, spíše naopak – měna překvapivě posílila. Další zintenzivnění 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 proporcionálnímu oživení akciového trhu.

Domácí podniky zaměřené na vývoz jsou díky jenu, který i přes 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 také 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).

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 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 16 vyloženě levný, v historickém srovnání je ale oceněn relativně příznivě. Výnos z dividend ve výši 2,0 % je na japonské poměry vysoký, ale poměrně nízký ve srovnání s ostatními trhy.

Jihovýchodní Asie ^{NOVÉ}

Rozvíjející se trh nadále zápolí s obtížnější fází ekonomického cyklu, my ale věříme, že i zde dojde k brzké stabilizaci situace. Investoři, kteří v minulých měsících na rozvíjející se trhy zcela zanevřeli, se začínají do těchto regionů postupně vracet, protože věří v obrát k lepšímu.

Strach z recese čínské ekonomiky považujeme za přehnaný. Makrodata potvrzují, že v Číně pomalu, ale jistě dochází k transformaci dříve převážně průmyslové ekonomiky směrem k růstovému modelu více orientovanému na služby a spotřebu. Čína se zaměřuje na podporu růstu, a to jak prostřednictvím fiskální, tak monetární politiky. Podle všeho se tato opatření vyplácejí, jelikož ukazatele důvěry poukazují na nové zrychlení růstu a úvěrové aktivity.

Zpomalení růstu v Číně od poloviny roku 2015 negativně dopadlo také na ostatní ekonomiky z regionu. Bylo možné pozorovat značný pokles vývozu a průmyslové výroby. Nejvíce byly postiženy Jižní Korea a Tchaj-wan, i když i v těchto zemích lze od prvního čtvrtletí pozorovat opětovné oživení. Pouze Indie roste setrvale a v současné době dokonce rychleji než Čína.

Asijské trhy jsou považovány za zranitelné v prostředí zvyšujících se úrokových sazeb v USA a problémů s ekonomickým růstem v Číně. Asijské měny vůči dolaru kvůli tomu významně oslabily. Naopak znehodnocení čínského jüanu se nakonec realizovalo jen kosmeticky, bylo řízeno centrální bankou díky vazbě čínské měny na dolar. I tyto kroky vedly k výraznému uklidnění situace na finančních trzích.

Akcie zemí rozvíjejících se asijských trhů jsou vzhledem k výše uvedenému levné, což nám dává prostor pro opatrný vstup na tyto 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 tohoto sektoru je totiž typické, že jejich nákup lze v období recese snadno odložit.

Nezaměstnanost ve vyspělých zemích 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 ve zlepšení kupní síly. Domácnostem se zvyšuje 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 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.

Příslib růstu nabízejí zejména automobilky. Skandály, kdy výrobci podváděli v testech emisí a spotřeby, zasáhly po Volkswagenu i další výrobce, jako je například Mitsubishi. Navzdory tomu ale zůstává tento subsektor ziskový a prodeje automobilů rostou. Přísnější pravidla pro výrobce aut po emisních skandálech prospívají dodavatelům, kteří musejí přijít s řešeními (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 březnu vzrostl (o 10,8 %). Vlivem dramatických reakcí na skandály automobilek a nepříliš příznivých zpráv z Číny je tento subsektor nadále spíše levný a obchoduje se s poměrem ceny k zisku (P/E) na úrovni recese. Díky poklesu cen benzínu lze na některých trzích pozorovat posun směrem k dražším segmentům.

Pozitivně vnímáme také subsektor médií, který je levný, zejména v USA. S rostoucí spotřebou mohou stoupat rozpočty na reklamu. 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 z vysílacích práv na televizní programy. V jejich prospěch může hrát i „mediální cirkus“ v souvislosti s americkými volbami.

Dalšími výrazně rostoucími subsektory jsou sportovní zboží a e-commerce, který přebírá tržní podíl tradičním distribučním společnostem.

Energetika

Sektor podporuje 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 stouply navzdory posilující poptávce zásoby ropy na rekordní úroveň. Její cena kvůli tomu od poloviny roku 2014 výrazně klesly ze 120 dolarů za barel na méně než 30 dolarů v prvních dvou měsících tohoto roku. Kvůli absenci Íránu na dubnovém zasedání v Dauhá skončilo jednání zemí vyvážejících ropu (OPEC) neúspěchem. Trh očekával dosažení dohody ohledně omezení výroby, proto byl bezprostřední reakcí krátkodobý prudký propad cen ropy Brent k 40dolarové hranici. Brzy nato ale došlo k opětovnému oživení a ceny ropy se tak poprvé v letošním roce vyšplhaly dokonce nad úroveň 45 dolarů za barel. Výroba většiny těžařů z OPEC v čele s Íránem, Venezuelou, Irákem a Nigérií je ale stále příliš vysoká na to, aby na trhu přestal vznikat přebytek.

Nízké ceny suroviny vedly k propadu tržeb a zisků ropných společností. Období mimořádně levné ropy ale nepotrvá věčně. 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. Návrat cen ropy k dřívějším hodnotám okolo 100 USD za barel však není pravděpodobný.

Dáváme přednost subsektoru rafinérií (vzhledem k jejich nižším nákladům). I volič hráči mohou nízké ceny dobře zvládnout díky úsporným opatřením. Kromě toho zůstává i nadále zaručen atraktivní výnos z dividend, zejména u velkých diver-

zifikovaných společností. Ceny akcií také může podpořit konsolidace v sektoru. Vyhýbáme se podnikům, které na ropném trhu poskytují služby, protože jsou kvůli škrtům a odkládání investic konfrontovány s poklesem obrátu a ziskových marží.

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.

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 jsou naopak poměrně drahé.

Zejména v sektoru hardwaru lze pozorovat zpomalení růstu. Prodej stolních počítačů klesá, protože ne všechna stará technika se vyměňuje. Částečně lze tento trend pozorovat i u novějších technologií, jako jsou smartphony nebo tablety, které jsou již tak masově rozšířené, že nových uživatelů přibývá jen pomalu a za prodeji stojí spíše poptávka po výměně.

Ve střednědobém horizontu roste IT sektor rychleji než širší trh. Kromě toho je jeho slibný výhled spojen s rozumným oceněním. Sektor se obchoduje prakticky bez přírážky k průměrnému ocenění celého trhu s vidinou vyššího růstu zisků. Investoři jsou u něj přitom obvykle ochotni platit až 30% prémii. V porovnání s ostatními sektory ale nabízí nejnižší průměrný dividendový výnos, tudíž není oblíbený mezi defenzivními investory.

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, ten by ale mohl v roce 2016 začít odezívat.

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 časem 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 (byť zde samozřejmě do kroků centrální banky promluví následná situace po referendu). Následně by se měly dluhopisové úroky „znormailizovat“ 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.

Pro dluhopisové investory nastává obtížnější období, jak přibývá důkazů o tom, že je ekonomické oživení trvalejší povahy a i inflace se odráží ode dna. Inflační sentiment se ale zlepšuje jen pomalu a snadno ho naruší špatné zprávy z ekonomiky. Inflační očekávání by se měla zvýšit ve druhé polovině roku, kdy by měl z inflačních statistik za uplynulý rok již zcela odeznít efekt výrazného poklesu cen ropy.

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 znormalizují 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 i rozvíjejících se zemí. Investujeme také v měnách, které považujeme za podhodnocené s cílem dosažení dalších zisků na kurzových pohybech.

V rámci této kategorie hledáme 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. Udržíme si tím defenzivnější pozici, tudíž i když usilujeme o vyšší výnos, zůstávají úrokové riziko a kolísavost trhu 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. V posledních týdnech se ale situace zlepšovala. Rostoucí ceny ropy uvolnily 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 umírněně.

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 zaujíme pozitivní postoj, plnou důvěru ale nyní vkládáme převážně do tradičních zemí, u nichž by si měly udržet pozornost silné ekonomické fundamenty.

HOTOVOST BEZE ZMĚNY

Výnosy jsou velmi nízké (zůstávají poblíž nuly) a v blízké budoucnosti ani neočekáváme jejich růst. Návržnost 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 1,14 USD za EUR, v krátkodobém horizontu může posílit směrem k paritě v důsledku faktorů, jako jsou zvětšující se rozdíly mezi měnovou politikou centrálních bank a očekávanými úrokovými sazbami. Vzhledem k pokračujícímu programu kvantitativního uvolňování ECB jsou nyní měnové politiky obou centrálních bank diametrálně odlišné a ještě dlouho by se na tom nemělo nic měnit.

Komentáře z Fedu naznačují, že se americké úrokové sazby mohou zvyšovat i v průběhu letošního roku, normalizovat se budou ale jen velmi pomalu. Centrální bankéře vede ke zdrženlivosti nejistota ohledně růstu světové ekonomiky. 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. Měně coby bezpečnému přístavu by mohla napomoci také nejistota v Evropě vyplývající z blížícího se referenda o Brexitu.

Dolar zůstává vedoucí světovou měnou (na tuto skutečnost evropští investoři někdy zapomínají) a jeho mezinárodní síla by se měla nadále zvyšovat. Výnosy amerických desetiletých dluhopisů (1,9 %) zůstávají ve srovnání s nízkými úroky v eurozóně a Japonsku atraktivní, což dále podporuje zájem investorů o investice do dolaru. I tak by si ale 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 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 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

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.

pro mnohé investory nedostupná. Jedná se navíc o vhodnou investici v době nízkých úroků.

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, 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 vloženy levně, jejich výnos ale zůstává stále vyšší v porovnání s žalostnými 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 developerům zlevňují nové projekty, zvyšují jejich rentabilitu a navíc společně pomáhají snižovat zadlužení.

Americké nemovitosti jsou dražší a tamní realitní akcie přináší nižší dividendu. Britské nemovitostní akcie jsou sice také v porovnání se zbytkem Evropy dražší, avšak například Londýn hlásí stálý nedostatek kancelářských prostor. Určitou nejistotu vyvolává referendum o členství Spojeného království v Evropské unii a následky případného Brexitu na status Londýna jako finančního centra. Pokud se občané v referendu vysloví pro odchod z EU, negativně to postihne zejména poptávku po kancelářských budovách. Ceny nemovitostí na toto riziko již reagovaly, britský trh s nemovitostmi je proto významně níže oceněn v porovnání se začátkem tohoto roku. Pokud naopak skončí rozhodování britských voličů setrváním v EU, může to mít na realitní trh pozitivní efekt.

Komodity

Návratnost investic do komodit určují zejména dvě věci. Kromě cenového trendu dané komodity je druhým faktorem návratnost „rolování“ (znovuobnovování kontraktu), která souvisí se skutečností, že investor nenakupuje komoditu samotnou (tanker plný ropy, loď plnou obilnin nebo kontejner mědi), nýbrž investuje do forwardových (budoucích) kontraktů. Aby investice trvala, musejí být tyto kontrakty rolovány. Většinou je třeba zaplatit prémii, jediné v případě, že jsou dlouhodobé futures levnější než ty krátkodobé, získává dodatečný výnos. Výsledky těchto často spekulativních obchodů jsou však dost nepředvídatelné. Zejména na trhu s ropou byla nedávno tato prémie vysoká a forwardová křivka měla velmi strmý sklon. Nyní se situace postupně narovnáva.

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, protože si chtějí především zachovat tržní podíl. Kartel OPEC tak narazil při jednání na odpor Íránu, který chce naopak po uvolnění sankcí těžit více. Arabské země 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.

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.

Domníváme se, že krátkodobě zůstanou ceny ropy velmi nestabilní a budou se pohybovat mezi 30 a 50 dolary. Očekáváme, že k obnově rovnováhy na trhu dojde ve druhé polovině roku 2016 a současný přebytek 1,5 milionu barelů denně se bude postupně zmenšovat.

V současné době lze pozorovat pokles investic do nových a stávajících ropných polí. 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.

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 nespoteblovává, takže jeho celosvětové zásoby jen rostou. Zlato je také citlivé na „přestělování“: 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. Se zvyšující se nejistotou ohledně světového finančního systému, roste zpravidla také hodnota zlata. Letos akciové trhy krátkodobě poklesly o více než 15 % a mezitím se cena zlata vyšplhala nad 1 260 dolarů za unci.

Domníváme se, že byl strach investorů přehnaný. Nejsme svědky recese, navíc výhled růstu v eurozóně zůstává příznivý. Rozsah možných problémů souvisejících s úvěry ropným společnostem je mnohem menší, než byl kupříkladu na trhu s bytlením 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 nemuselo nutně vést až ke krizi celého evropského systému.

Upozornění:

Materiál Ekonomika, trhy a portfolia je připraven odborníky ze společnosti ČSOB Asset Management, a.s., investiční společnost, člen skupiny KBC. Při jeho tvorbě a šíření nepostupovali podle požadavků zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu v platném znění, upravujících pravidla pro analýzu investičních příležitostí nebo investiční doporučení. Při přípravě materiálu se vychází z aktuálně dostupných ekonomických informací a jejich zhodnocení v čase přípravy (tento materiál byl připraven k 29. 4. 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.