



AKTUÁLNÍ ČÍSLO PŘINÁŠÍ:

Jak vidíme svět?

- Trhy napjatě očekávají blížící se britské referendum o členství v Evropské unii.
- Americká centrální banka se ke zvýšení úrokových sazeb pravděpodobně odhodlá již na jednom ze svých letních zasedání.
- Důvěra v ekonomiku eurozóny se zlepšuje, z čehož může těžit spotřebitelský sektor.

Co děláme v portfoliích?

- Provádíme taktickou úpravu akciové složky, kterou redukuje na mírně podváženou úroveň.

Světová ekonomika navzdory některým chmurným předpovědím pokračuje v pozvolném růstu, i když nepodává žádný excelentní výkon. Makroekonomická data přicházejí smíšená, například v oblasti služeb pokračovala v květnu obnova podnikatelské důvěry na západních trzích. Přestože na emerging markets byla kondice sektoru služeb slabší, horší sentiment v tomto regionu přímo neohrožuje významné západní trhy. Ve výrobě důvěra dále klesá, což potvrzuje přetrvávající zranitelnost sektoru.

USA za sebou mají první čtvrtletí s mezičtvrtletním anualizovaným růstem HDP 0,8 %. Ekonomiku nadále táhne spotřeba, přestože pozvolna ztrácí na síle. Maloobchodní prodeje se od minulého měsíce zlepšily, což vysílá trhům pozitivní signál. V dubnu USA zaznamenaly oproti očekávání slabší růst zaměstnanosti: Počet nových pracovních míst dosáhl „pouze“ 160 tisíc, míra participace¹ klesla a nezaměstnanost se stabilizovala na 5 %. Světovým bodem je ale skutečnost, že průměrná hodinová mzda vzrostla meziročně o 2,5 %. Zvýšení příjmů domácností představuje indikátor budoucího růstu spotřeby, inflace a inflačních očekávání.

Eurozóna vykázala mezičtvrtletní anualizovaný růst HDP 0,5 %. Při pohledu na jednotlivé regiony jsme však byli místy svědky ještě daleko silnějšího růstu. Evropskou ekonomiku podporuje zdravá spotřeba a nadále historicky nízké úrokové sazby. Exportéry ale trápí dražší euro: Dlouhou dobu těžili z výhody levnější měny, proto nyní, když euro opět posílilo, přispívají k ekonomickému oživení v menší míře.

Japonský mezičtvrtletní anualizovaný růst HDP ve výši 1,7 % pozitivně překvapil, přetrvávají však pochybnosti, zda je toto rychlejší tempo udržitelné i pro další čtvrtletí. Růst mezd zůstává slabý, což představuje pro investory zklamání. Dochází k tomu navzdory skutečnosti, že si japonský pracovní trh udržuje úroveň plně zaměstnanosti². Inflace nadále značně podstřeluje 2% cíl centrální banky a posilující japonský jen vytváří tlak na Bank of Japan (BoJ), aby oznamovala další a další podpůrná opatření pro oslabení měny. Znovu se rozhořela diskuze o tom, kde odložit plánované zvýšení daně z obrátu v dubnu 2017 (z 8 % na 10 %), předchodzí růst daní totiž stáhl japonskou ekonomiku do recese. Japonská vnitropolitická situace je rozkolísaná, ve vzduchu visí možnost předčasných voleb, pokud program Abenomyki nebude implementován v očekávané podobě.

Situace na rozvíjejících se trzích se postupně stabilizuje. Region využívá rostoucích cen ropy a uvolněné rétoriky světových centrálních bankéřů (ani americká centrální banka Fed, která je v cyklu měnové politiky ze všech vyspělých regionů nejdále, se zatím nechystá úrokové sazby zvyšovat překotným tempem a velmi dbá na jemnou komunikaci). Čínská ekonomika rostla v prvním čtvrtletí o 6,7 % meziročně, tedy v souladu s cílem stanoveným pro růst v roce 2016. Je ale zářející, že čínská vláda opět sahá po „starých“ nástrojích ke stimulaci ekonomického růstu, jako jsou například výdaje na infrastrukturu. Přejít na nový ekonomický model více orientovaný na spotřebu a služby se tím odsouvá dále do budoucna. V krátkodobějším horizontu je efekt pozitivní, protože z lepší kondice Číny může těžit mnoho zemí, které jsou na její ekonomice závislé, ze střednědobého a dlouhodobého pohledu ale nehodnotíme tyto kroky čínské vlády jako prozíravé a šťastné.

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	1,7
EMU	1,6	1,4	0,0	0,1
USA	2,4	2,2	0,1	1,3

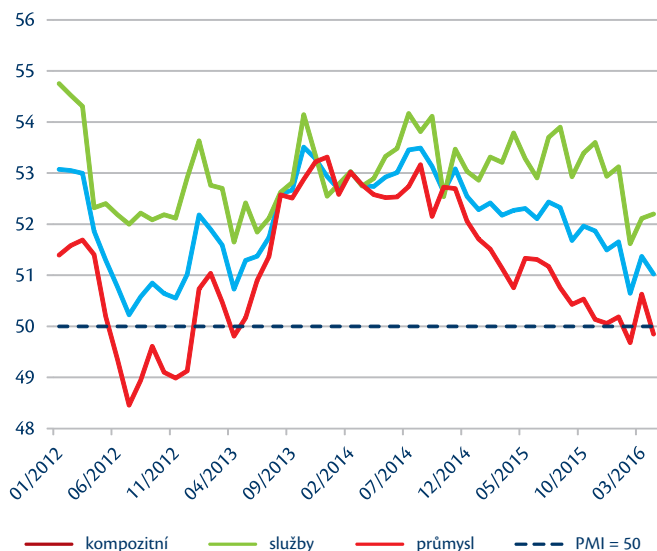
Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg.

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

¹ Podíl pracovní síly na produktivní populaci.

² Úroveň zaměstnanosti, která odpovídá stavu ekonomiky na úrovni potenciálního produktu.

Indexy nákupních manažerů (PMI): Důvěra ve službách se zlepšuje, ve výrobě dále klesá



Ceny ropy na půlročních maximech

Ceny ropy se v uplynulých měsících zvýšily ze dna kolem 30 USD za barel na současné téměř 50 USD za barel. Zdražily tak na nejvyšší úroveň za uplynulý půlrok. Převís nabídky nad poptávkou na trhu této klíčové komodity výrazně klesl, především vlivem náhlých výpadků produkce (například kvůli mimořádně velkým požárům v Kanadě, ale i problémům v Libyi, Nigérii či Venezuele). Nekonenční výroba z břidlic se výrazně omezuje a investice do nové těžby zůstávají pozastaveny. Domníváme se však, že nejsilnější růst cen ropy je za námi a v následujících měsících očekáváme na komoditním trhu stabilizaci.

Geopolitická rizika sílí

Řada největších hrozeb současnosti je geopolitického charakteru. Zjistěte nejdůležitějším momentem pro Evropu bude v následujících týdnech britské referendum o členství v Evropské unii (které se koná 23. června 2016). Evroptí investoři budou ale také bedlivě sledovat nové volby ve Španělsku po nezdařených pokusech o sestavení vlády. Naopak téma Řecka se zdá být pro letošek vyřešeno. Váhající Mezinárodní měnový fond vyslovil svou tichou podporu pro pokračování záchranného programu a ministři financí eurozóny schválili uvolnění potřebných prostředků. Faktem zůstává, že Řekové protentokrát v zásadě splnili své dohodnuté domácí úkoly.

Ani na druhé straně Atlantiku není situace zcela klidná. Pomalu, ale jistě se blíží americké prezidentské volby a roste riziko, že bude zvolen populistický kandidát (Američané si budou nového prezidenta volit 8. listopadu 2016).

Referendum ve Spojeném království: Brexit, či Bremain?

Již 23. června 2016 vyrazí k volebním urnám Britové, aby rozhodli v referendu o svém členství v EU. V analýze Brexitu versus Bremainu figuruje mnoho proměnných, a to jak v oblasti ekonomiky, tak politiky. Je téměř jasné, že by případný Brexit neměl negativní dopad jen na Spojené království, ale na celou eurozónu. Předběžné průzkumy dlouho indikovaly vyrovnaná čísla a existovalo mnoho nerozhodnutých voličů. V posledních dnech však vyšlo několik průzkumů, dle kterých se počet nerozhodnutých snížil především ve prospěch tábora zastánců členství v EU. Trh je z referenda nervózní a libra i burzy na nové průzkumy pohotově reagují.

Ačkoli trhy zatím nebyly výše uvedenými geopolitickými hrozbami zasaženy a ceny aktiv nereflektují nejhroší scénáře, s blížícím se referendem o Brexitu očekáváme odpovídající zvýšenou tržní volatilitu.

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.

Když zhruba před rokem David Cameron v boji o voličské hlasy britským občanům slíbil referendum o setrvání Británie v EU, pravděpodobně ani neočekával, jak brzy k němu dojde. Preference voličů byly totiž tou dobou rozdrobeny napříč celým politickým spektrem, čímž se koncentrace moci v rukou jeho konzervativní strany, a tím i příslib referenda, zdály silně nereálnými. Když konzervativci získali ve volbách překvapivě většinu, dostala se na pořad dne chťe nechtě i otázka potvrzení důvěry voličů ve společný evropský projekt.



Přestože necelý měsíc před referendem nehovoří statistiky zcela jasnými čísly (průzkumy předběžně dávají mírně za pravdu zastáncům setrvání země v EU), z pohledu řízení portfolií bylo vhodné se vůči případným nežádoucím pohybům trhů, které by Brexit nepochybně doprovázel, vymezit s dostatečným předstihem.

Jedním z opatření, které jsme v uplynulých měsících realizovali, bylo snížení podílu akciové složky v portfoliích, převážně pak v segmentu evropských akcií, u kterých lze logicky předpokládat vyšší provázanost s britskou ekonomikou a citlivost na její výkyvy.

Z podobného důvodu jsme reagovali i u smíšených fondů s ochranou, u kterých jsme květnovou emisí Portfolií Pro investovali ve sníženém objemu. Poměrně zásadní byla agregace expozice ve fondech rizikových dluhopisů do jednoho fondu, který z pohledu absorpce potenciálních rizik vnímáme jako nejvhodnější.

V segmentu zbylých dluhopisů byly úpravy minimální. Dále jsme pokračovali v duchu předchozích měsíců, což spočívalo ve výběru dluhopisů dostatečně bonitních emitentů, případně tam, kde to neumožňovaly limity portfolií, ve volbě vhodných dluhopisových fondů.

Jan Bureš, portfolio manažer ČSOB Asset Management

Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a kurzů

		06/2016	09/2016	12/2016	06/2017
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	10Y sazba	0,50	0,60	0,70	1,00
	USD/CZK	24,13	25,02	25,25	25,73
	EUR/CZK	27,02	27,02	27,02	27,02
EUR	Základní sazba	0,00	0,00	0,00	0,00
	10Y sazba	0,15	0,30	0,40	0,80
USD	Základní sazba	0,50	0,75	1,00	1,25
	10Y sazba	1,85	2,00	2,25	2,60
	USD/EUR	1,12	1,08	1,07	1,05

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

Dluhopisové investice

Rizikové přírůstky podnikových a bankovních dluhopisů v uplynulém měsíci lehce vzrostly (ceny dluhopisů poklesly), nadále se ale nacházejí hluboko pod letošními (únorovými) maximy. Strategii uplynulých období, charakteristickou navyšováním pozic podnikových a bankovních dluhopisů splatných v horizontu 3 až 5 let, můžeme hodnotit jako úspěšnou a její příspěvek k celkové výkonnosti portfolií jako jednoznačně pozitivní.

Úspěšnou byla také strategie podvážení pozic vládních dluhopisů, u kterých došlo v letošním roce k poklesu cen, zvláště pak na krátkém a středním konci výnosové křivky (do 9 let).

V následujícím období nadále hodláme 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 s ohledem na extrémně nízkou úroveň jejich výnosů dále podvážovat. Vyhýbat se budeme i delším splatnostem, které navzdory kladnému výnosu disponují nadměrným úrokovým rizikem.

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. Nízkých valuací, kterých bylo dosaženo v druhé polovině února, jsme využili k navýšení jejich pozic, a to zhruba na čtvrtinu vymezeného limitu. Fondy v následujících měsících výrazně těžily z pozitivního sentimentu, který příznivě působil prakticky na všechna riziková aktiva.

Z rizikových dluhopisů nadále upřednostňujeme eurové tituly, které oproti dolarovým dluhopisovým investicím nejsou tolik zatíženy výhledem růstu amerických sazeb a současně disponují nižším podílem energetického a těžebního sektoru, který je stále pod tlakem nárůdu komoditního trhu. Expozici vůči fondům rizikových dluhopisů jsme v měsíci koncentrovali do jediného fondu, který je z pohledu absorpce rizik spojených s červnovým referendem Británie o setrvání v EU vhodnější. Fond se vyznačuje nižším podílem britských firem a nižší expozicí na finanční tituly.

Z pohledu řízení měnového rizika část investic denominovaných v dolaru stále ponecháváme nezajištěnou, a to převážně z důvodu perspektivy jeho možného posílení. Eurové pozice jsme se rozhodli naproti tomu opětovně plně zajišťovat. Obnovu zajištění jsme provedli s ohledem na velmi příznivé tržní podmínky, při kterých jsou budoucí valuty eurové měny obchodovány s premii.

Zabezpečené investice

Portfolio Pro

V závěru dubna jsme participovali na květnové emisi Portfolií Pro. Vzhledem k riziku zvýšené volatility, která bude pravděpodobně akciové trhy v následujících měsících vlivem blížícího se britského referenda doprovázet, a s ohledem na charakter Portfolií Pro, jimž vyšší volatilita příliš nesvědčí, jsme do fondů investovali ve sníženém (třičtvrtěním) objemu vymezeného limitu připadajícího na každou dílčí emisi fondu.

Místo dosavadních fondů se zabezpečením minimálně 95 % navrhujeme využívat v portfoliích spíše fondů se zabezpečením minimálně 90 %. Míra ochrany je sice na jednu stranu poloviční, za předpokladu ale, že je investována polovina objemu limitu, původně vyhrazeného Portfoliím Pro 95, je míra celkového rizika identická. Fondy se zabezpečením 90 % také rychleji reagují na pozitivní obraty na trhu a snáze se vyrovnávají s jeho drobnějšími výkyvy.

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

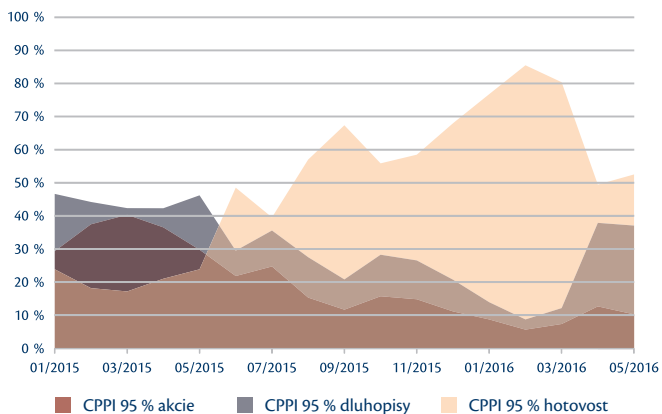
Mírný pokles akciového trhu byl v uplynulém měsíci důsledkem jak vybírání zisků, tak i slabších makroekonomických čísel v USA. Data z evropského trhu byla sice příznivá a v zásadě potvrdila rostoucí trend regionu, rizikový apetit investorů byl na druhou stranu zatížen hrozbou spojenou s britským referendem o setrvání země v EU. Přestože věříme, že evropské akcie budou i nadále těžit z expanzivnějšího charakteru měnové politiky, rozhodli jsme se v alokaci reflektovat i výše uvedené politické riziko. Snížili jsme zastoupení evropských akcií a celkový podíl akcií lehce podvážujeme.

Alternativní investice

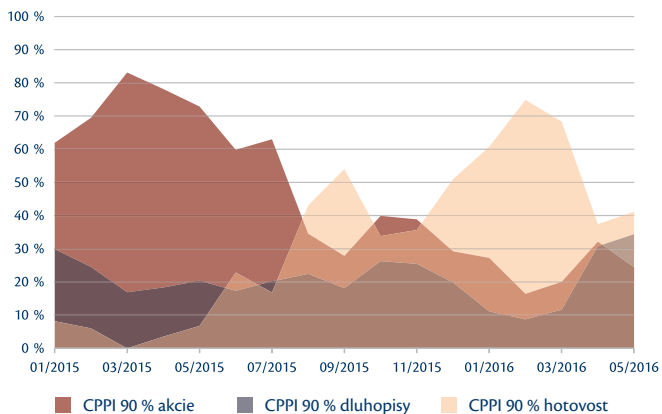
K alternativním investicím řadíme fond Celest Andromeda (Volatility). Do fondu je vhodné vstupovat v okamžiku očekávaného déletrvajících poklesu, případně růstu volatility. Fond následně využívá algoritmů, jimiž usiluje o generování zisků na rostoucím i klesajícím trhu. Předpokladem úspěšného naplnění 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 denominovaný v EUR.

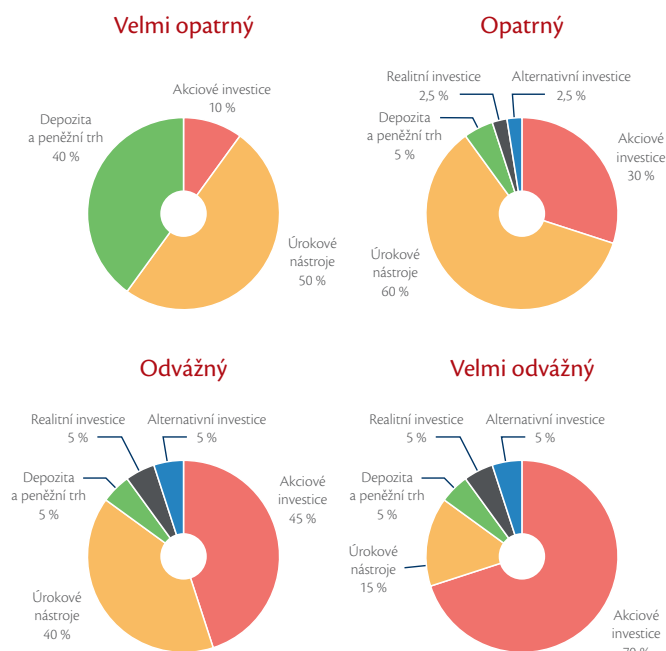
Průměrný podíl akciové, dluhopisové a hotovostní složky v Portfoliích Pro 95



Průměrný podíl akciové, dluhopisové a hotovostní složky v Portfoliích Pro 90



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



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 příznivý vývoj ziskovosti 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 pohybují v pásmu poblíž dlouhodobě obvyklého ocenění, byť jsou mírně dražší. Akcie jsou ale i tak nadále oceněny atraktivněji než pevně 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. Také jejich 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 přehlédnout, na evropských trzích by mohl krátkodobě vyvolat turbulence. 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 – 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 neutráčí 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 dividendovému výnosu 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 využití hotovosti. Podniky nakupují vlastní akcie většinou po období jednoho až čtyř let. 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 3,71 % (nebo ještě o něco více v případě českých akcií), v porovnání s tím nabízí globální akciový index MSCI World 2,67 %. Vůči americkým podnikům zaujíme obezřetný postoj. Důvodem je omezený potenciál růstu amerických korporátních zisků a skutečnost, že mezi bezrizikovými

3 TYPY AKTIV A PREFEROVANÁ TÉMATA

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 nadále udržujeme nadvážené japonské akcie a emerging markets jihovýchodní Asie. Sektorově vnímáme pozitivně cyklický spotřební sektor a informační technologie. Nenechte si ujít sloupek hlavního investičního стратега ČSOB Asset Management Aleše Prandstettera.

AKCIE

Akciové trhy jsou od loňského léta v porovnání s vývojem v předchozích letech rozkolísanější. Přestože byly výrazné korekce v srpnu 2015 a na přelomu roku vždy následovány silným oživením, akcie se v současnosti obchodují níže oproti maximům, kterých dosáhly zhruba před rokem. Prudké tržní propady vyvolané panikou jsme považovali za přehnané a v rozporu s růstem ekonomiky USA a eurozóny, a proto jsme v nich spatřovali příležitost k nákupům, což se vyplátilo. Investoři by měli znovu upírat pozornost k dobrým fundamentům společností i rozvinutých ekonomik jako celku.

Pesimismus ohledně globálního růstu nesdílíme. Růst světové ekonomiky se sice od konce roku 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 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.

desetiletými výnosy (1,85 %) a výnosy z dividend (2,20 %) v USA není tak zřetelný rozdíl jako v eurozóně. V tomto roce navíc očekáváme 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.

Zisky firem a jejich vývoj – dojde letos k obratu?

Poslední vývoj ziskovosti evropských a amerických korporací způsobil vrásky na tvářích investorů. Zisky se propadly a neradostný pohled byl i na vývoj tržeb, a to na obou březích Atlantiku. Neměly by tedy ceny akcií být po takovém zjištění daleko níže?

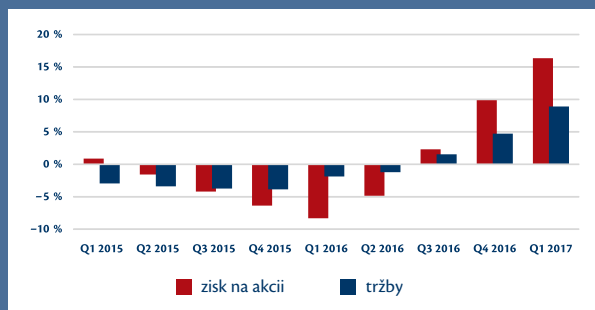
Podrobnější pohled na strukturu odhalí dvě problémová odvětví. Těžební sektor a finance. Bohužel jsou to zrovna odvětví, která jsou „těžkými indexy“ a jejichž vývoj celkovou výkonnost akcií hodně ovlivňuje.

Positivní zprávou v tomto kontextu je fakt, že bychom se v současnosti měli pohybovat u obou sektorů poblíž dna a situace by se měla zlepšovat. Co se těžebního odvětví týče, vztlínající cena ropy dává těmto očekáváním za pravdu. Problematické může být zotavení finančních institucí, které jsou – zejména v Evropě – drceny nízkými úroky, nedostatkem poptávky po úvěrech a zpříšňující se regulací. Nicméně většina bank se aktuálně obchoduje za zlomek účetní hodnoty a historie nám ukazuje, že takový stav nemůže trvat dlouhodobě.

Proč však akcie nejsou ještě výrazně levnější? Zaprvé – skutečnost, že ziskovost firem nebude hvězdná, se postupně dostávala do povědomí investorů již mnoho měsíců předtím. Zadruhé – investoři v současnosti upírají zrak především k (zatím ne úplně špatnému) výhledu ziskovosti ve zbytku tohoto roku a v roce příštím, který jim dává naději, že výsledky za celý rok 2016 budou v porovnání s rokem 2015 alespoň stagnovat. Vzhledem k neexistenci výnosu na dluhopisech to investorům jako argument pro preferenci akcií postačuje.



Vývoj zisků a tržeb – S&P 500



Aleš Prandstetter, hlavní investiční stratég, ČSOB Asset Management

Preferované regiony

Japonsko

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

Japonská ekonomika již léta spíše stagnuje s pravidelnými vlnami růstu, ale také obdobími, v nichž zařazuje nižší rychlost. V prvním čtvrtletí tohoto roku vzrostla o 1,7 % anualizovaně, údaj ale mírně zkrlesl jeden dodatečný den přestupného roku. Ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku vykazala pokles navzdory stále probíhající stimulační politice, takzvané abenomice³ a ani v roce 2016 nečekáme výrazné zrychlení ekonomického růstu. Indikátory podnikatelské důvěry zůstávají pod hranicí růstu 50, což indikuje recesi. Relativně levnější 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. Po posledních vnitropolitických třenicích je však pravděpodobné, že se vláda rozhodne oddálat plánované navýšení daní z obratu, aby ekonomiku udržela v růstovém trendu. Také nedávné zklamání z 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 v posledních letech 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 16,8 vyloženě levný, v historickém srovnání je ale oceněn relativně příznivě. Výnos z dividend ve výši 1,96 % je na japonské poměry spíše vyšší, ale relativně nízký ve srovnání s ostatními trhy.

Jihovýchodní Asie

Rozvíjející se trhy zápolí s poněkud obtížnější fází ekonomického cyklu, my ale věříme, že i zde již dochází ke stabilizaci situace. Investoři, kteří v minulých měsících na emerging markets zcela zanevěřili, se začínají do těchto regionů postupně vracet, protože věří v obrat k lepšímu.

Přehnaný strach z recese čínské ekonomiky z počátku tohoto roku opadáva. 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. Čínská vláda se zaměřuje na podporu růstu, a to jak prostřednictvím fiskální, tak monetární politiky. Podle všeho se tato opatření vyplácejí, jelikož ukazatele důvěry poukazují na 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 asijských emerging markets jsou vzhledem k výše uvedenému levnější, což nám dává prostor pro opatrný vstup na tyto trhy.

Preferované sektory

Cyklický spotřební sektor

Nezaměstnanost ve vyspělých zemích klesá a přibývá nových pracovních příležitostí. To vytváří příznivé klima pro zvyšování mezd. Vzhledem k výrazně nižší inflaci a nadále přijatelným cenám ropy se každé zvýšení mezd projeví v nárůstu kupní síly. Domácnostem se zvyšuje bohatství mimo jiné díky stabilizaci cen nemovitostí, celosvětovému zhodnocení akciových investic v uplynulých letech (které nebylo dlouhodobě nijak výrazně narušeno ani nedávnými korekcemi) či

³ Abenomika (pojmenovaná po premiérovi Šinzó Abem) si klade za cíl oživení japonské ekonomiky po letech nízkého růstu. Kvůli deflaci a stárnutí obyvatelstva domácí poptávka v Japonsku dlouhodobě klesala a premiér Abe byl zvolen v roce 2012 díky svému programu, který měl dlouholeté problémy vyřešit. Představil politiku o třech pilířích, mezi něž patřily kvantitativní uvolňování, stimulační rozpočtová politika a strukturální změny. Cílem bylo dosažení hospodářského růstu a nastartování inflace.

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

Přestože firmy ze sektoru v prvním čtvrtletí roku 2016 vykázaly dobré výsledky v USA i v Evropě, jsou ve svých výhledech opatrné. Rizikem může být snižující se vliv slabšího eura jako stimulu pro evropské exportéry.

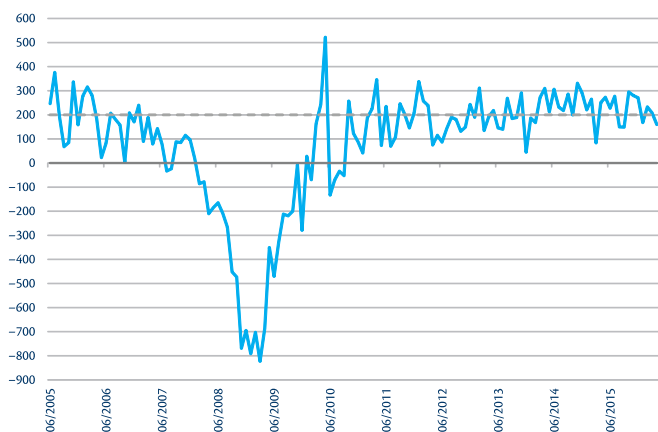
Ocenění sektoru po korekci ze začátku tohoto roku výrazně kleslo. Ceny akcií stáhl cyklický charakter odvětví a relativně nízké dividendy.

Příslib růstu nabízejí zejména automobilky. Skandály, kdy výrobci podvádějí v testech emisí a spotřeby, zasáhly po Volkswagenu i další výrobce. 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 dubnu vzrostl (o 9,1 %). 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.

Positivně vnímáme také atraktivně oceněný subsektor médií, 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 se zvyšují 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 společností.

Nových pracovních míst v USA vzniklo oproti očekávání méně (v tisících pracovních míst)



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 věcí 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 nezařazené 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.

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 prodej 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 přírůžky 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.

V prvním čtvrtletí letošního roku byly korporátní výsledky v USA horší oproti očekáváním. Růst tržeb i zisků evropských firem byl silnější, částečně díky pozitivnímu efektu levnějšího eura, ten by ale mohl v roce 2016 začít odeznívat.

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 negativní 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.

Výnosy německých desetiletých státních dluhopisů se obchodují poblíž historických minim a ani české dluhopisy svým držitelům prakticky nic nepřináší. Lze to jen stěží hledat náznaky racionality. Tuto situaci by bylo možné odvodnit pouze v případě očekávání extrémně dlouhého období téměř nulové inflace.

Pro dluhopisové investory nastává obtížnější období s přibývajícím důkazem 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 ze 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 současných úrovních 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 americká centrální banka (Fed) v prosinci loňského roku uchýlila k navýšení úrokových sazeb. Do konce roku počítáme s dalším utahováním americké měnové politiky, a to ve dvou krocích (pravděpodobně na letním a prosincovém zasedání), aby se úroková sazba postupně zvedla ze současných 0,25–0,5 % na výsledné 1 %. Obdobné kroky očekáváme i ve Velké Británii (byť zde samozřejmě do strategie centrální banky promluví následná situace po referendu). V eurozóně se zatím neobáváme takového změny v nejbližších měsících, i zde mohou ale po americkém vzoru mírně vzrůst výnosy dluhopisů. ECB sice bude muset jako vždy úrokové kroky Fedu následovat, dojde k tomu ale výrazně později a zatím bude vystupovat jako čistý nakupující dluhopisů (v březnu oznámila další rozšíření stimulačních programů).

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 dobu 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, v nichž dluhopisy nabízejí 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. Udržujeme 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 jejích obchodních styků se sousedními státy. V posledních měsících 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 rostoucí 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. Vzhledem k přetrvávajícím rizikům by ale investoři měli být připraveni na zvýšenou tržní volatilitu (kolísání kurzů).

HOTOVOST

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

Velkou výhodou hotovosti je, že při propadech finančních trhů její hodnota neklesá. Proto v ní dočasně necháváme část portfolia (částečně také v reakci na blížící se riziko Brexitu) 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 spíše 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 přistoupl 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 1,11 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 by se americké úrokové sazby měly zvyšovat i v průběhu letošního roku, normalizovat se budou ale jen velmi pomalu. Centrální bankéři 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. Méně 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 evropská investiční někdy zapomínají) a jeho mezinárodní síla by se měla nadále zvyšovat. Výnosy amerických desetiletých dluhopisů (1,85 %) 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 fondy⁴ nebo private equity⁵. Typickým rysem této skupiny investičních nástrojů je často omezená likvidita a nízká korelace s tradičními třídami aktiv, jako jsou akcie a dluhopisy.

Jejich přidaná hodnota do 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 relativně bezpečný výnos. Sektor je oblíbený zejména u investorů do dluhopisů, kterým se tak při hledání výnosů otevírají nové možnosti. Zahnutím 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 nájmu.

Ačkoliv se REITs chovají podobně jako ostatní akcie, a tedy v portfoliu nabízejí menší diverzifikaci, díky své nemovitostní podstatě a relativně vysokým dividendám (v Evropě necelá 4 %) přitahují mnoho investorů. Realitní akcie již nejsou vyloženě levné, jejich výnos ale zůstává stále vyšší v porovnání s žalosťnými 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.

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

⁴ 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.

⁵ 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.

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 přinášejí nižší dividendy. Britské nemovitostní akcie jsou sice také v porovnání se zbytkem Evropy dražší, avšak například Londýn hlásí stálý nedostatek kancelářských prostor. 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 ale naopak skončí rozhodování britských voličů setrváním v EU, může to mít na realitní trh pozitivní efekt.

Komodity

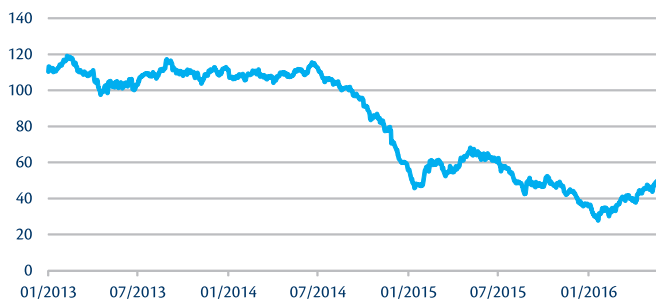
Návratnost investic do komodit určují zejména dvě věci. Kromě cenového trendu dané komodity je druhým faktorem návratnost „rolování“ (znovu-obnovování kontraktu), která souvisí se skutečností, že investor nenakupuje komoditu samotnou (tanker plný ropy, loď plnou obilnin nebo kontejner mědi), nýbrž investuje do forwardových (budoucích) kontraktů. Aby investice trvala, musejí být tyto kontrakty rolvány. 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.

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 těžít více. Arabské země jsou schopny těžít 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 ale dochází k poklesu a výpadkům dodávek a v posledních měsících tak již lze pozorovat jasný růstový trend cen komodit.

Domníváme se, že krátkodobě zůstanou ceny ropy velmi nestabilní a budou se pohybovat mezi 40 a 60 dolary za barel. Očekáváme, že k obnově rovnováhy na trhu dojde ve druhé polovině roku 2016 a přebytek nabídky se bude postupně zmenšovat.

Ceny ropy jsou na nejvyšší úrovni za poslední půlrok (v USD za barel ropy Brent)



V současné době lze pozorovat pokles investic do nových i stávajících ropných polí. Bez investic klesá produkce zejména mimo země kartelu OPEC (projekty těžby břidlicové ropy nejsou při nižších cenách rentabilní). A konečně zde jsou – jako

vždy – také geopolitická rizika na Blízkém východě, ale i v dalších regionech. 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 za barel, takže těžba ropy pro ně zůstává zisková i při minimálních cenách. Výnosy však stále nedostačují k tomu, aby udržely vyrovnané státní rozpočty. Země OPEC využívají příjmy z ropy k uspokojení svých obyvatel a ve štedrých letech nešetřily na výdajích.

Zlato BEZE ZMĚNY

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 předních světových 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 (zaručené ne v monetárním ohledu) a nenabízí spolehlivou ochranu proti inflaci. Pro zahrnutí zlata do portfolia existuje jediný dobrý důvod, tj. jako forma pojistky pro případ války, revoluce či kolapsu peněžního systému. Nicméně ti, kdo se rozhodnou z tohoto důvodu investovat, si s jeho cenou starosti 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 „přestřelování“: během eurokrize v roce 2011 dosáhla jeho cena 1 900 dolarů za unci. Události jako řecká krize nebo volatilita čínské 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 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 na 1 260 dolarů za unci.

Domníváme se, že byl strach investorů přehnaný. Nejsme svědky recese, navíc výhled růstu zůstává příznivý. Rozsah možných problémů souvisejících s úvěry ropným společností je mnohem menší, než byl kupříkladu na trhu s bydlením v USA. Kromě toho chod bankovního sektoru ovlivňuje regulace. Kapitálové pošťáře, 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 by však 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 30. 5. 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.