



AKTUÁLNÍ ČÍSLO PŘINÁŠÍ:

Jak vidíme svět?

- Mnohé akciové trhy se vrátily na své „předbrexitovské“ úroveň.
- Americká centrální banka (Fed) i vzhledem k nejistotě panující na trzích v souvislosti s brexitem prozatím odsunula zvyšování sazeb. I tak k němu ale letos stále může dojít.
- Evropským autoritám dělají vrásky problémy italských bank.
- Ceny ropy se vlivem přibývajících důkazů o přebytku komodity na trhu dostávají opět pod 45 USD za barel.

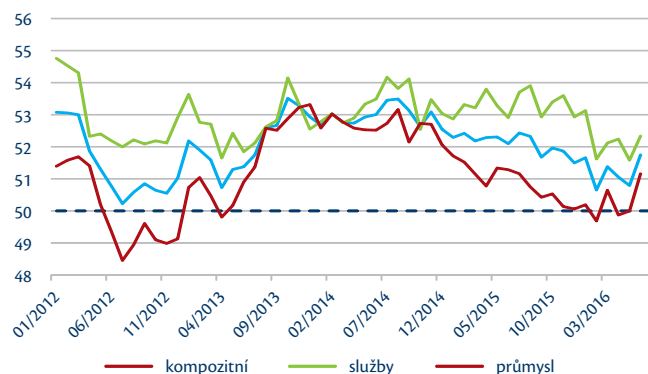
Co děláme v portfoliích?

- Kvůli zvýšeným rizikům na trzích držíme nadále podvážené akcie. Podíl nemovitostí opětovně mírně navyšujeme.

V reakci na výsledky referenda, v němž se Britové rozhodli pro odchod z Evropské unie, jsme upravili naše odhady týkající se tempa světového hospodářského růstu. Světová ekonomika se sice zatím vyvíjí víceméně v souladu s trendem a také indikátory přicházejí převážně příznivé, je však nutné si uvědomit, že tato data ještě nezahrnují dopady brexitu, a proto by měla být interpretována velmi opatrně.

Indexy PMI před brexitem poukazovaly na pokračující oživení ve světové ekonomice

(PMI nad 50 body = expanze; PMI pod 50 body = recese)



Zdroj: Bloomberg.

Celkový efekt brexitu na světovou ekonomiku v tuto chvíli ještě nelze přesně odhadnout. Lze však očekávat jeho negativní vliv na důvěru podnikatelů a spotřebitelů a odhodlanost centrálních bankéřů (ne)zvyšovat úrokové sazby. Brexit pravděpodobně povede k celkově uvolněnější politice světových centrálních bank:

- Zvyšování úroků americkou centrální bankou bylo prozatím odloženo, Fed si však ponechává otevřená vrátka pro možné navýšení sazeb v případě, že makroekonomická data potvrdí kondici americké ekonomiky.
- Britská centrální banka (BoE) sice zatím odložila očekávané snížení úroků, nicméně uvedla, že měnovou politiku uvolní při dalším zasedání (v té době už budou známa první makrodata odrážející prvotní dopady brexitu na Spojené království).
- Pravděpodobnost dalších stimulačních opatření, či alespoň prodloužení stávajících, ze strany Bank of Japan (BoJ) a Evropské centrální banky (ECB) se od brexitu zvýšila.

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)		Inflace (průměrná roční změna, v %)	
	2015	2016	2015	2016
CZ	4,5	2,3	0,3	0,6
EMU	1,7	1,6	0,0	0,2
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.

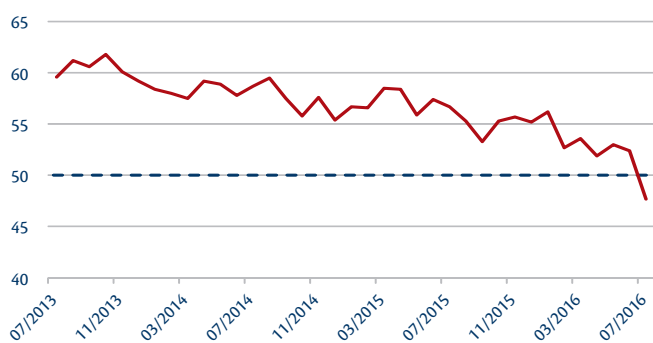
Britská ekonomika míří do recese

Díky jmenování nové premiérky Theresy Mayové je budoucí kurz britské politiky zřetelnější. I tak ale přetrvává velká nejistota. Hlavními otázkami zůstává, kdy bude aktivován článek 50¹, jak budou probíhat jednání o obchodních smlouvách s EU, zda se bude konat nové referendum o nezávislosti Skotska a jaké bude uspořádání na hranicích se Severním Irskem.

Kompozitní index podnikatelské nálady (PMI) se ve Spojeném království po hlásování o brexitu propadl na sedmileté minimum, a to na hodnotu 47,7 bodu. Tržní očekávání bylo nastaveno na 49 bodů, přičemž o měsíc dříve dosahoval indikátor hodnoty 52,4 bodu. Tento vývoj naznačuje, že britská ekonomika nakročila do recese. Propadla se především nálada ve službách, které přitom zajišťují 70 % výkonu britského hospodářství.

Kompozitní index nákupních manažerů (PMI) ve Spojeném království

(PMI nad 50 body = expanze; PMI pod 50 body = recese)



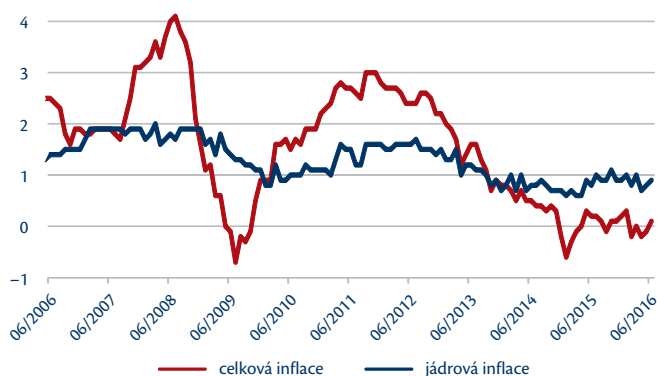
Zdroj: Bloomberg.

Eurozóna se nevyhne zpomalení růstu

Také v eurozóně očekáváme v důsledku brexitu několik kvartálů slabšího růstu. Výhodou evropské ekonomiky jako celku ale je, že se může opírat o zdravou spotřebu a přetrvávající stimulační politiku nízkých úroků. Meziroční míra inflace se v eurozóně opětovně přehoupá nad nulu. Deflační efekt nízkých cen energií se vyčerpává, a proto na konci druhé poloviny roku počítáme s dalším růstem inflace.

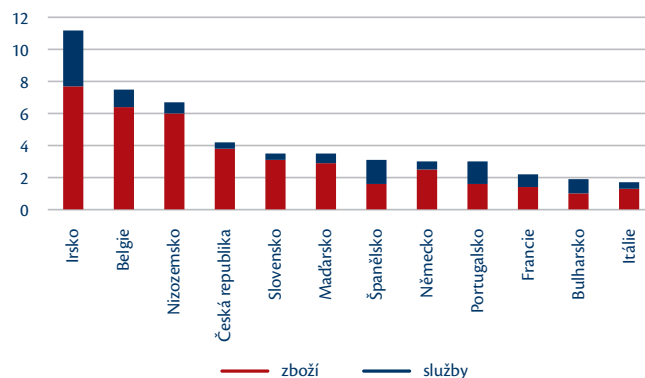
Nízká inflace v EMU přetrvává, deflační efekt cen energií už ale postupně odeznívá

míra inflace (v %)



Zdroj: Bloomberg.

Jak jsou jednotlivé členské země navázány na britskou ekonomiku? podíl vývozu do Spojeného království (v % HDP)



Zdroj: Bloomberg.

Otázkou však zůstává, do jaké míry představuje brexit hrozbu pro jednotlivé členské státy EU. Stále více vyvolává italský bankovní sektor, který tíží nespáčené úvěry a naléhavě potřebuje kapitálové injekce. Kvůli novým pravidlům evropské regulace² musí ale nejprve na záchraně bank participovat investoři a až poté jsou případně osloveni daňoví poplatníci. Vzhledem k velkému zapojení drobných investorů do financování bank však tato cesta ozdravení bankovního sektoru vyvolává velké politické obavy. Na podzim se bude v Itálii konat celonárodní referendum o klíčové reformě ústavy, které by mohlo vést k pádu vlády premiéra Mattea Renziho a růstu vlivu populistických stran, jako je Hnutí pěti hvězdiček Beppeho Grilla.

Amerika na cestě ke stabilnějšímu oživení

Růst americké ekonomiky se podle posledních makrodat jeví jako stabilnější. Silná důvěra spotřebitelů představuje pozitivní znamení pro ekonomický růst ve druhém čtvrtletí, a osobní příjmy rostou. Kromě toho ukázaly oficiální statistiky na opětovný nárůst nových pracovních míst. Poté, co se v květnu růst prakticky zastavil, přibýlo v červnu 287 tisíc nových pracovních míst, a šlo tak o nejvyšší měsíční přírůstek od loňského října.

Vliv brexitu na americkou ekonomiku považujeme za spíše omezený, i přesto se ale s ním spojená nejistota může odrazit na rozhodování centrálních bankéřů Fedu ohledně měnové politiky. I když celková inflace v USA nadále zůstává nízká (index spotřebitelských cen CPI vzrostl v červnu meziročně jen o 1 %), jádrová inflace už je takřka nadohled 2% cíli centrální banky. Fed sice nemá důvod se zvyšováním úroků spěchat, svá budoucí rozhodnutí ale podmiňuje příchozími makrodaty. Nelze vyloučit, že by v září mohlo skutečně dojít ke zvýšení sazeb. Především trh práce je v dobré kondici.

Silný jen aneb hrozba pro japonskou ekonomiku

Není jisté, zda se japonské ekonomice podaří udržet silný růst z prvního čtvrtletí. Nejnovější zprávy nejsou příliš příznivé: indexy nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském průmyslu a v sektoru služeb nadále ukazují na pokles, růst mezd zůstává velmi nízký (což představuje zklamání vzhledem k plné zaměstnanosti) a silný jen začíná pomalu negativně dopadat na vývoz. Vítězství premiéra Abeho ve volbách uvolňuje cestu k měnové a fiskální stimulaci, zůstává však otázkou, jak efektivní tyto politiky jsou v reálné ekonomice.

¹ Článek 50 Lisabonské smlouvy, který obsahuje klauzuli o dobrovolném a jednostranném vystoupení členské země z Evropské unie.

² Cílem záchranných mechanismů EU podle Směrnice pro ozdravné postupy a řešení krize úvěrových institucí a investičních podniků (Bank Recovery and Resolution Directive – BRRD) je eliminovat použití prostředků z veřejných rozpočtů na kapitálové injekce krachujícími systémově důležitým finančním institucím (tzv. bail-out). Místo toho je záchranný program financován převážně ze soukromých zdrojů (tzv. bail-in). Stát se do procesu zapojuje až ve chvíli, kdy se soukromí investoři účastní rekapitalizace ve výši minimálně 8 % závazků instituce.

Základní pohled na portfolia našich klientů z řad právnických osob. Aktuální komentář portfolio manažera Jana Bureše popisuje naše reakce na aktuální dění na trzích.

Téma Brexitu rezonovalo napříč finančními trhy navzdory celkové důležitosti poměrně krátkou dobu. K uklidnění situace nemalou měrou přispěla nová britská premiérka, která se nechala slyšet, že bude hledat cestu, jak udržet Británii v EU. Zároveň dodala, že letos nebude aktivovat článek 50, který by formálně spustil proceduru brexitu. Trhy tak mají dostatek času soustředit se na jiná, výhledově důležitější témata.

Těmí bývají již tradičně ekonomické statistiky. Poslední data z amerického trhu ukázala, že jak hospodářský růst, tak tamní trh práce zůstávají ve velmi dobré kondici. Trhům rizikových aktiv i dluhopisů současně prospívají klesající sázky na růst amerických sazeb, ke kterým pravděpodobně nedojde dříve než po listopadových prezidentských volbách, přičemž sázky na zvýšení sazeb zůstávají relativně malé (35% pravděpodobnost).

Situace v EU je o něco komplikovanější, už z toho důvodu, že hospodářské dopady brexitu se budou do statistik EU propisovat se zpožděním, navíc jejich reálný vliv na ekonomiku nemusí být, s ohledem na snahu zachovat stávající status quo, ve finále nijak zásadní. Největším rizikem tak zůstává posílení odstředivých tendencí uvnitř EU, které mohou mít na její fungování větší vliv než "ztráta" významného obchodního a strategického partnera.

Trhy nijak výrazně nezakolísaly ani v souvislosti s nezdařilým pučem v Turecku z poloviny měsíce. Veškeré poklesy byly prakticky izolovány a soustředěny výhradně na tamní trh. Vliv této události na výkonnost portfolií hodnotíme jako zanedbatelný. Podíl akcií exponovaných na turecký trh je v portfoliích minimální a pokles cen přímých dluhopisových pozic tureckých emitentů, držných napříč vybranými portfolii, byl překonán cenovým zhodnocením zbývajících emisí.

Celkově můžeme uplynulý měsíc hodnotit jako příznivý pro všechny typy portfolií (dluhopisová, smíšená i ryze akciová).

Jan Bureš, portfolio manažer, ČSOB Asset Management



Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a měnových kurzů

		08/2016	11/2016	02/2017	08/2017
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	10Y sazba	0,35	0,35	0,45	0,55
	USD/CZK	24,34	24,91	25,05	25,67
	EUR/CZK	27,02	27,15	27,05	26,70
EUR	Základní sazba	0,00	0,00	0,00	0,00
	10Y sazba	-0,02	-0,20	-0,20	0,00
USD	Základní sazba	0,50	0,50	0,50	1,00
	10Y sazba	1,48	1,40	1,40	1,60
	USD/EUR	1,11	1,09	1,08	1,04

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

Dluhopisové investice

Podnikovým a bankovních dluhopisům se v uplynulém měsíci dařilo. Přestože výnosy mezibankovních swapových sazeb zůstaly prakticky bez viditelných změn, rizikové přírážky dluhopisů poklesly, což přispělo k růstu cen podnikových a bankovních titulů (pokles jejich výnosů). Podobně jako i v uplynulých měsících hodláme i nadále preferovat nestátní dluhopisy, případně tam, kde je výběr přímých dluhopisových pozic omezen koncentračními limity, využívat podobně zaměřených dluhopisových fondů s odpovídající mírou durace (do 2 let). Výnosový potenciál vládních dluhopisů zůstává s ohledem na jejich extrémně nízké výnosy nulový a v mnoha případech i dokonce záporný. Expozici vůči vládním dluhopisům se tak snažíme v co nejvyšší možné míře omezit na opravdu nezbytné minimum. U portfolií, kde je smluvně stanoven vyšší podíl státních dluhopisů, se snažíme vyvarovat fixně úročeným emisím středních i delších splatností (3 a více let) a naopak preferovat variabilně úročené emise.

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.

Z rizikových dluhopisů dáváme přednost eurovým titulům, jež nejsou oproti dolarovým protějškům tolik zatíženy výhledem růstu amerických sazeb a současně disponují nižším podílem energetického a těžebního sektoru, který je stále pod tlakem náklad komoditního trhu. Expozici vůči rizikovým dluhopisům jsme ještě před výsledky britského referenda koncentrovali do jediného fondu, který oproti ostatním vykazuje nižší podíl britských společností a současně i nižší zastoupení finančních titulů.

Zabezpečené investice

Portfolio Pro

Fondy reagovaly na oživení akciového trhu aktivním zvýšením akciové části. Průměrný podíl akciové složky v Portfoliích Pro 90/95 byl zvýšen na 25,3 %, respektive 9,7 %. V závěru července bude probíhat reset hraniční hodnoty srpnové emise Portfolia Pro. Na emisi hodláme participovat sníženým (třicetivtečným) objemem vymezeného limitu připadajícího na každou dílčí emisi fondu.

Fondy Portfolií Pro 90/95 připsaly za uplynulý měsíc v průměru 0,6 %, respektive 0,26 %.

V portfoliích navrhujeme místo dosavadních fondů se zabezpečením minimálně 95 % využívat spíše fondů se zabezpečením minimálně 90 %. Míra ochrany je sice na jednu stranu poloviční, nicméně za předpokladu, že je investována poloviční objemu limitu, původně vyhrazeného Portfoliím Pro 95, je míra celkového rizika identická. Fondy se zabezpečením 90 % rychleji reagují na pozitivní obraty na trhu a snaže se vyrovnávají s jeho drobnějšími výkyvy a obecně vyšší volatilitou trhu.

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

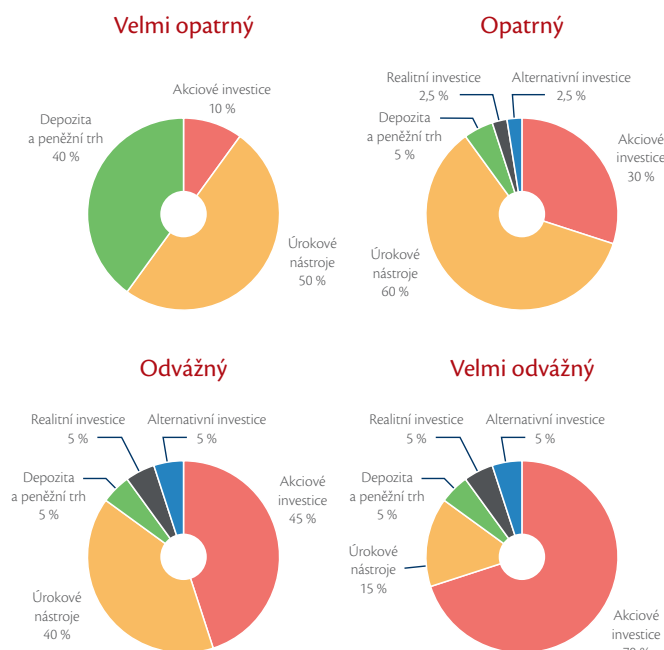
Akciovou složku v portfoliích jsme i nadále ponechali na podvážené úrovni. Preferujeme americký trh, který je sice oproti evropskému ohodnocen draž, nemůžeme ale na druhou stranu opominout i jeho nižší rizika. Z hlediska sektorové alokace klademe důraz na defenzivní (necyklická odvětví). Udržíme nižší podíl finančního sektoru, a naopak vyšší podíl firem produkujících zboží běžné spotřeby, farmaceutický průmysl a sektor veřejných služeb.

Alternativní investice

K alternativním investicím řadíme fond Celest Andromeda (Volatility). Do fondu je vhodné vstupovat v okamžiku očekávaného déletrvajícího poklesu, případně růstu volatilit. Fond následně využívá algoritmu, 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. Aktuálně fond v portfoliích nevyužíváme (jeho úplný prodej jsme realizovali ještě před konáním britského referenda), nicméně za předpokladu odpovídajících podmínek na trhu jsme odhodláni k jeho opětovnému nákupu.

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. Fond za uplynulý měsíc připsal zhruba 0,56 %.

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



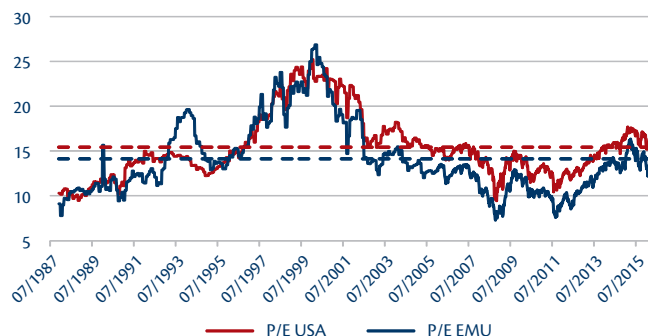
Minulé tržní korekce jsme považovali za přehnané a v rozporu s růstem ekonomiky USA a eurozóny, a proto jsme v nich spatřovali příležitost k nákupům, což se vyplatilo. Také tentokrát jsme připraveni akcie a ostatní riziková aktiva dokoupit zpět, zůstáváme však ostražití kvůli pomalejšímu růstu světové ekonomiky a slabším korporátním výsledkům v některých regionech.

Překvapivé rozhodnutí Britů ukončit svazek s EU srazilo trhy na kolena pouze dočasně. Odložení aktivace článku 50, která odstartuje proces odchodu členské země z EU, nová britská vláda a opětovná „holubičí“ rétorika centrálních bankéřů znamenaly pro akcie podporu. Trhy ale zůstávají velmi zranitelné, a to zejména v případě, že by se recese britské ekonomiky dotkla i zbytku Evropy.

Na Západě zůstává tahounem růstu spotřeba a oživení ekonomiky nadále zažívá jak eurozóna, tak USA a zbytek světa. Spojené království pravděpodobně čekají těžší časy (možná se nevyhne škrtům ve vládních výdajích a zvýšení daní), tudíž evropské akcie vybíráme velmi obezřetně. 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.

Doposud zveřejněné výsledky z USA za druhý kvartál ukazují sice na pokračující pokles korporátních zisků, ale výrazně méně dramatickým tempem, než se očekávalo. Nutno dodat, že „laťka“ ze stejného období loňského roku byla nastavena velmi vysoko. Průměr indexu S&P 500 navíc značně negativně ovlivňovalo silné zastoupení těžce zkoušeného ropného sektoru. Zlepšení zisků očekáváme směrem ke konci letošního roku. Připomínáme, že právě příznivý vývoj ziskovosti je důležitou podmínkou pro růst cen akcií. Pozitivem zůstává, že firmy „sedí“ na hromadách hotovosti, což nabízí potenciál vyšších dividend, programů zpětných odkupů akcií nebo lukrativních akvizic.

Akcie už nejsou vysloveně levné: Ocenění amerického trhu převyšuje dlouhodobý průměr, v Evropě se k průměru zatím přibližuje poměr ceny k ziskům (P/E)



Zdroj: Bloomberg.

Porovnáme-li poměr ceny k ziskům na mezinárodních trzích s historickými průměry, zjistíme, že se pohybují v pásmu poblíž dlouhodobě obvyklého ocenění. Akcie jsou nadále oceněny atraktivněji než pevně úročené investice (vládní i firemní dluhopisy) a hotovost, na něž dopadá měnová politika nulových až záporných úroků. Současný dividendový výnos akcií z indexu MSCI World dosahuje 2,6 % a překonává tak průměr 2,2 % za posledních 20 let.

Růst akciových trhů nyní bohužel ohrožují rizika, která jsou však v určité formě přítomna v každé době. Období tržní volatility může zejména v souvislosti s politickou nejistotou v EU a blížícími se prezidentskými volbami v USA určitou dobu přetrvávat, proto v současnosti vkládáme důvěru především do defenzivnějších odvětví.

Akcie s vysokými dividendami a zpětnými odkupy

Akcie firem s atraktivní dividendou poskytují stabilnější výnos oproti ostatním a jsou také méně cyklické. Výsledek referenda o brexitu a nejistota ohledně jeho dopadu na růst světové ekonomiky pravděpodobně povedou centrální banky k ponechání úrokových sazeb na nízkých úrovních. V důsledku toho dividendy na všech západních trzích budou i nadále převyšovat úroky ze státních dluhopisů.

3

TYPY AKTIV A PREFEROVANÁ TÉMATA

Pohled analytiků ČSOB a KBC na jednotlivé třídy aktiv a preferovaná témata se od minulého měsíce příliš nezměnil. V globální akciové alokaci udržujeme nadřazené severoamerické trhy a emerging markets jihovýchodní Asie. Sektorově nyní vnímáme pozitivně zboží běžné spotřeby, informační technologie a zdravotní péči. Nenechte si ujít sloupek hlavního investičního štratega ČSOB Asset Management Aleše Prandstettera.

AKCIE

Akciové trhy jsou od loňského léta v porovnání s vývojem v předchozích letech mnohem rozkolísanější. Výrazné korekce v srpnu 2015, na přelomu roku a na konci letošního června byly vždy následovány silným oživením a mnohé z akciových indexů se tak v současnosti obchodují poblíž maxim, kterých dosáhly zhruba před rokem.

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 přebytkem 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 využití hotovosti. Podniky nakupují vlastní akcie většinou po období jednoho až čtyř roků. 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 nulových úrovní. Průměrný očekávaný dividendový výnos dosahuje v Evropě 3,6 % (nebo ještě o něco více v případě českých akcií), v porovnání s tím nabízí globální akciový index MSCI World 2,6 %.

Preferované regiony

Severní Amerika

Preferance severoamerických akcií má hned několik důvodů. Tím hlavním a nejaktuálnějším je nedávný neklid na evropských trzích vyvolaný nečekaným výsledkem britského referenda, který logicky vede investory k hledání alternativ. Zároveň řada rozvíjejících se trhů zápasí s vlastními problémy, jako jsou recese, politická krize (Brazílie), přílišná závislost na ropě a jiných surovinách (Rusko, JAR) či rostoucí zadluženost soukromého sektoru (Čína). Vylučovací metodou se tak Severní Amerika, jeví jako ideální cíl. Jedinou neznámou zůstávají podzimní prezidentské volby.

Ekonomika USA rostla v prvním čtvrtletí podle finálních údajů o 1,1 % mezičtvrtletně (anualizovaně). Ve druhém čtvrtletí očekáváme růst blížící se 3 %. Důvěra podnikatelů ve zpracovatelském sektoru se zlepšuje a ve službách zůstává stabilně nad hranicí 50 bodů, která dělí expanzi od recese. Hlavní motor růstu americké ekonomiky představuje vyšší kupní síla domácností díky příznivému vývoji na pracovním trhu.

Jedním z dalších argumentů hovořících pro investice do amerických akcií je stabilizace cen ropy po dramatických propadech na začátku roku, která po dlouhé době vedla ke zvýšení počtu aktivních vrtných souprav v USA a Kanadě. Propad těžby ropy v důsledku snížení jejich cen byl jedním z hlavních důvodů poklesu průmyslové aktivity, neboť se mimo samotné ropné společnosti dotkl také navazujících odvětví včetně dodavatelů těžebního vybavení a oceláren. Podniky z energetického sektoru vykázaly v prvním čtvrtletí ztráty, což se negativně promítlo v průměrném zisku na akcii amerických firem, který klesá už šesté čtvrtletí v řadě. Očekávání růstu zisků jsou tak v současnosti nastavena extrémně nízká, což otevírá prostor pro pozitivní překvapení. Další budoucí zvýšení cen ropy a pouze umírněné zvyšování úroků mohou pro výrobní sektory představovat podporu. Na druhou stranu ale ziskové marže zůstávají pod tlakem kvůli prosazujícímu se růstu mezd a brzdě silného dolaru.

Referendum o brexitu nemělo na trh (kromě krátkodobé korekce) téměř žádný vliv. Kvůli tomu již není americký trh s P/E poměrem 18,4 levný. AVERAGE k rizikům

v Evropě ale způsobuje, že investoři akcie v USA považují za bezpečný přístav. Díky výhledu pokračujícího růstu ekonomiky (okolo 2 %) nám Spojené státy připadají jako vhodný region pro diverzifikaci portfolia evropského investora při zachování slušných šancí na růst a dividendový výnos převyšující úroky z dluhopisů. Také programy zpětných odkupů podporují růst cen akcií. Silnější oživení ekonomiky a růstu zisků firem v USA čekáme v druhé polovině roku.

Jihovýchodní Asie

Rozvíjející se trhy zápolí s poněkud obtížnější fází ekonomického cyklu, nicméně i zde již dochází ke stabilizaci situace. Investoři, kteří v minulých letech na emerging markets zcela zanevřeli, se začínají do těchto regionů postupně vracet, protože věří v obrát k lepšímu.

Přehnaný strach z recese čínské ekonomiky z počátku tohoto roku opadl. 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. Nadále se ale ve velké míře uchyluje k tradičním nástrojům, jako je podpora masivních investic zaměřených na průmysl a stavebnictví. Zůstává proto otázkou, do jaké míry je tamní ekonomický růst trvale udržitelný.

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. Pokud k tomu dojde, ať už letos či později, půjde o umírněný proces zvyšování sazeb.

Akcie zemí asijských emerging markets jsou vzhledem k výše uvedenému levné, což nám dává prostor pro opatrný vstup na tyto trhy.

Preferované sektory

Zboží běžné spotřeby

Akcie společností vyrábějících zboží běžné spotřeby se vyznačují nižší cenovou volatilitou a stabilnějšími výsledky hospodaření.

Na hospodaření tradičních producentů negativně dopadá zostřující se konkurence ze strany diskontů a internetových obchodů, které vytvářejí tlak na ziskové marže. Velký potenciál ale nabízejí zlepšující se výhledy sektoru na rozvíjejících se trzích.

Co se týče tržní výkonnosti akcií, firmám vyrábějícím zboží běžné spotřeby se od začátku roku opět dařilo lépe než širšímu trhu, což dokládá, že investoři preferují jistotu stabilních příjmů a dividend. Od sektoru sice neočekáváme výrazný růst, je to ale vyváženo nižším rizikem propadu. Firmy produkují výrobky pro nezbytnou potřebu, takže se jejich nákup spotřebitelů nemožno vyhnout ani v recesi. Velké společnosti si navíc mohou díky silnému tržnímu podílu a nízké cenové elasticitě popotávkou čas od času výrazněji vylepšit marže. Sektor nabízí dividendový výnos okolo 2,8 %, tedy spolehlivě nad úrovní úrokových sazeb bezpečných dluhopisů.

Zdravotní péče

Zdravotnictví je dlouhodobé téma související s převládajícím demografickým trendem dnešní doby – stárnutím populace. Výdaje na péči o zdraví v důsledku toho nadproporcionálně rostou.

Jde o defenzivní růstový sektor, který byl v uplynulých letech velmi výkonný a částečně nadhodnocený, protože využíval velkého objemu investic do nových produktů a zažíval vlnu akvizic. Velcí výrobci léčiv zefektivnili svůj výzkum a vývoj a popotávají produkci biotechnologických firem (jde zejména o terapie, které jsou méně vystaveny konkurenci generických léčiv). Výsledným efektem je rozšíření nabídky nových produktů.

Hospodaření firem ze sektoru zůstává zejména v USA v dobré kondici. V prvním čtvrtletí roku 2016 vykázal tento sektor (jako jeden z mála) silný růst tržeb a zisků.

V posledních měsících na zdravotnický byznys v negativním tónu dopadá kampaň prezidentské kandidátky Hillary Clintonové, která kritizovala růst cen léčiv. Její protikandidát Donald Trump zase hrozí utlumením programu Obamacare. Podobné debaty mohou mít na celé odvětví vliv i v dlouhodobějším horizontu.

Také současné změny v daňové legislativě v USA snížily atraktivitu akvizic, kterými si firmy dopomáhaly k optimalizaci daní.

Sektor nabízí nadprůměrný očekávaný růst ziskovosti, který dosahuje v Evropě i USA dvojnásobných hodnot. Je oceněn mírně nad desetiletým průměrným poměrem ceny a zisků (P/E), nicméně vzhledem k nízkým úrokovým sazbám věříme, že má značný prostor k růstu. Defenzivní investoři se mu při minulých korekcích vyhýbali kvůli relativně nízkým dividendám. Díky dobré finanční situaci a stabilním příjmům jde ale o sektor, který dokáže udržet slušnou výkonnost i na klesajících trzích.

Informační technologie

IT je cyklický sektor zaměřený na růst a inovace, který využívá změn v našich návycích trávení pracovního i volného času 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 nezdlužené 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 prodejí stojí spíše poptávka po výměně.

Ve střednědobém horizontu roste IT sektor rychleji než širší trh. Kromě toho je jeho slibný výhled spojen s atraktivním oceněním. Sektor se obchoduje prakticky bez přírůžky k průměrnému ocenění celého trhu, navíc 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 a je cyklický, tudíž není oblíbený mezi defenzivními investory. Je však méně cyklický, než se mnozí domnívají, díky čemuž není tak náchylný na očekávané zpomalení růstu v Evropě po referendu o brexitu.

Nejpozitivněji se stavíme k softwaru, který je tradičně nejdefenzivnějším subsektorem v rámci tématu IT, mimo jiné díky dlouhodobým kontraktům v oblasti B2B (produktů a služeb pro firemní klientelu), vysokým maržím a relativně malým prémie 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.

V oblasti regionů zaujímáme nejpozitivnější stanovisko vůči USA. Sektor technologií se nachází zejména v Americe, je ale velmi mezinárodně zaměřen. Protože americké IT firmy vytvářejí více než polovinu svého obrátu v zahraničí, rizikem pro jejich růst zisků by mohlo být dlouhodobé posilování dolaru.



Investování v dobách brexitu, puče a atentátů

Letošní rok připomíná událostmi, které mohou mít vliv na výkonnost světového hospodářství, minové pole. Přičemž některé miny vybuchují víceméně předvídatelně, zatímco jiné zcela nečekaně.

Za uplynulý půlrok jsme zažili mnohé, nejdříve obnovené pochybnosti o zdraví čínské ekonomiky, poté britské referendum. Přelom pololetí přitopil tureckým pučem a sérií teroristických vražd. Co nás přesně čeká v následujících měsících, nevíme, ale nervozita může přijít z amerických prezidentských voleb, z voleb v Nizozemsku nebo ze stále křehčího zdraví bank a pojišťoven.

Je pravděpodobné, že až se koncem prosince ohlédneme za rokem 2016, uvidíme, že největší vliv na finanční trhy měla událost, která vůbec nenastala – a to kolaps čínského hospodářského růstu a oslabení jüanu. Pouhé obavy, nebo chcete-li negativní emoce, byly schopné poslat akciové trhy o více než 10 % dolů. Naopak velký strašák brexit způsobil pouze krátkodobý pokles, který byl v rámci jednoho měsíce vymazán. Přitom brexit negativní dopady mít bude, přestože možná nebudou nakažlivé pro světovou ekonomiku. Nicméně opět se ukazuje nevyzpytatelnost trhů a fakt, že čekat s investováním na tržní korekci může nakonec vést jen k promarnění příležitostí.

Aleš Prandstetter, hlavní investiční stratég, ČSOB Asset Management



DLUHOPISY

Současné úrokové sazby jsou udržovány uměle nízkou prostřednictvím velmi uvolněné monetární politiky předních světových centrálních bank. Jejich cílem je podporovat ekonomiku. Centrální banky úrokovou sazbu ponechávají v blízkosti nuly nebo v některých případech dokonce pod nulou. Úroky nyní dosahují -0,1 % 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 v záporu a ani české dluhopisy, které se rovněž drží na historických minimech, svým držitelům prakticky nic nepřinášejí. Lze v tom jen stěží hledat náznaky racionality, tuto situaci zdůvodňuje pouze silná riziková averze investorů v souvislosti s nejistotou ohledně brexitu a očekávání extrémně dlouhého období téměř nulové inflace.

Pro dluhopisové investory může nastat obtížnější období s přibývajícím důkazem o tom, že je ekonomické oživení trvalejší povahy a inflace se odráží ode dna. Inflační sentiment se ale zlepšuje jen pomalu a snadno ho naruší špatné zprávy z ekonomiky nebo tržní či politické šoky. 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.

Rizika zůstávají 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 díky jejich povaze „bezpečného přístavu“, doporučujeme velmi krátké doby splatnosti (maximálně 2 roky). Vzhledem k relativně vyšším výnosům preferujeme americké treasuries před státními dluhopisy evropských zemí (jako jsou například německé bundy). Stejně tak české státní dluhopisy volíme jen v nezbytných případech.

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. Je možné, že v případě slušných makroekonomických dat Fed nabere odvahu ke zvýšení sazeb ještě letos.

Do překerní situace se dostala také Bank of England, u níž je v současnosti pravděpodobnější uvolnění měnové politiky (v souvislosti s očekávaným zpomalením

růstu HDP vlivem zpřetrhání ekonomických vazeb s EU) než původně plánovaná normalizace úroků na vyšších úrovních.

Ani v eurozóně se zatím neobáváme utahování měnové politiky v nejbližších měsících. ECB sice bude následovat úrokové kroky Fedu, proces zvyšování sazeb v USA bude ale vlivem vnějších rizik daleko pomalejší, než se dosud předpokládalo. ECB tak zatím bude 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, 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 jejich obchodních styků se sousedními státy. V posledních měsících se ale situace zlepšovala a rostoucí ceny ropy uvolnily tlak na hospodářství komoditně zaměřených rozvíjejících se zemí.

Pravděpodobnost růstu výnosů z amerických desetiletých dluhopisů je tu ale nadále, a to zejména pokud se v následujících měsících zvýší inflace a uvolní geopolitická rizika. Investoři se také obávají, že posilující americký dolar (případně 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 zatím nedotčené, táhnou ho ale i navzdory určitým pochybnostem z počátku roku nadále rozvinuté země. Obavy ohledně kondice světové ekonomiky nyní posílily spolu s problémy Evropské unie a Spojeného království, i tak by ale podle nás mělo být během následujících čtvrtletí opět možné pozorovat zrychlující se růst, zejména v USA.

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 však 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 konce roku 2017 zvýšila. Velkou výhodou hotovosti ale je, že při propadech finančních trhů její hodnota neklesá. Proto jsme také dočasně navýšili její podíl v portfoliích (zejména v reakci na brexit) v očekávání budoucích 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 bude přetrvávat politická nejistota v Evropské unii a centrální banka v USA navzdory spíše konzervativním očekáváním trhu nakonec v tomto roce zvýší úrokové sazby.

Americký dolar

Atraktivitu amerického dolaru podporuje stabilní oživení americké ekonomiky a 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 po dlouhé době 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 mírně mimo toto pásmo, na úrovni 1,11 USD za EUR. V krátkodobém horizontu může posílit směrem k paritě v důsledku faktorů, jako jsou zvěšující se rozdíly mezi měnovou politikou centrálních bank a očekávanými úrokovými sazbami. Rovněž inflační očekávání, lepší kondice americké ekonomiky a prohlubující se politická krize na evropském kontinentu v souvislosti s nedávným referendem o vystoupení Británie z Unie jsou faktory, které hrají dolaru do karet.

Komentáře z Fedu nevylučují, že by se americké úrokové sazby mohly zvednout ještě v tomto roce, normalizovat se budou ale jen velmi pomalu. V USA probíhá konjunktura, proto se i americká centrální banka (Fed) v prosinci loňského roku uchýlila k navýšení úrokových sazeb. Je možné, že v případě slušných makroekonomických dat Fed nabere odvahu ke zvýšení sazeb ještě letos.

Měně coby bezpečnému přístavu by mohla dále napomoci eskalace problémů Evropské unie. Pokud vypukne panika na světových finančních trzích, mnoho investorů rádo uteče k americkým státním dluhopisům. Vzhledem k ratingu Spojených států, likvidnímu trhu s dluhopisy a rostoucím rizikům na světových finančních trzích získávají v současných nejistých dobách tyto „bezpečné“ investice na atraktivitě.

Dolar zůstává vedoucí světovou měnou (na tuto skutečnost evropští investoři někdy zapominají) a jeho mezinárodní síla by se měla zvyšovat. Výnosy amerických desetiletých dluhopisů (1,53 %) zůstávají ve srovnání s nízkými úroky v eurozóně a Japonsku atraktivní, což podporuje zájem o investice do dolaru. I tak by si ale investoři měli být stále 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 fondy³ nebo private equity⁴. 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. Atraktivita alternativních investic roste spolu s poklesem očekávaných výnosů z tradičních investic (který způsobují například velmi nízké úroky na dluhopisovém trhu nebo slabší korporátní výsledky u akcií).

Currency Lacerta ^{NOVÉ}

Investiční strategie fondu je založena na pečlivém výběru měn a následném využívání pohybů měnových kurzů. K diverzifikaci rizika dochází zaujímavým způsobem v různých cizích měnách současně. Základní měnou fondu je euro.

Cílem strategie je generovat potenciální výnos, který je spojen s pohyby měnových kurzů. Fond má možnost investovat do deseti měn, mezi něž patří euro, americký dolar, japonský jen, britská libra, švýcarský frank, norská koruna, švédská koruna, kanadský dolar, australský dolar a novozélandský dolar. K zaujímání pozic v těchto měnách jsou využívány forwardové kontrakty.

Fond může zaujmout buď dlouhou, krátkou, nebo případně žádnou pozici v příslušných měnách na základě matematického modelu. Model kombinuje tři nezávislé strategie, ve kterých vyhodnocuje vývoj na relevantních akciových trzích a dlouhodobé a krátkodobé úrokové sazby v určitém časovém období. Fond dále investuje do dluhopisů, depozit, peněžního trhu a hotovosti.

V rámci měn s potenciálem růstu představuje v současnosti jeho nejdůležitější pozici americký dolar jako „úniková měna“ v reakci na nejistotu ohledně dopadů brexitu na ekonomický růst v eurozóně a světové ekonomice (podrobněji viz samostatné téma Americký dolar). Další část portfolia je kromě amerického dolaru

³ 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.

⁴ 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.

rozložena mezi měny s vysokými výnosy. Dále investuje do státních dluhopisů zemi s bezpečným ratingem. Tímto způsobem kombinuje vyšší výnos s průměrnou volatilitou (kolísavostí), která může být spojena s investicemi do cizích měn.

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.

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 (v Evropě necelá 4 %) přitahují mnoho investorů. Realitní akcie již nejsou vyloženě levné, jejich výnos ale zůstává stále vyšší v porovnání s žalosnými úroky z dluhopisů. Růst úrokových sazeb by mohl snížit atraktivitu sektoru, ten ale zatím není na pořadu dne.

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 dividendy. Také britské nemovitostní akcie byly v porovnání se zbytkem Evropy dražší, avšak budoucnost Londýna jakožto finančního centra zůstává nejistá kvůli důsledkům brexitu pro celou ekonomiku Spojeného království. Britské „ne“ pro setrvání v EU negativně postihne zejména poptávku po kancelářských budovách. Ceny nemovitostí na tyto skutečnosti již reagují a britský realitní trh je proto významně níže oceněn v porovnání se začátkem tohoto roku. Kvůli nejisté budoucnosti po odchodu země z EU dáváme v současnosti od britských nemovitostí ruce pryč (výrazně jsme expozici zredukovali již před hlasováním). Celkově jsme znovu mírně navýšili podíl nemovitostí v portfoliu a využili jsme tak část volné hotovosti.

Komodity

Návratnost investic do komodit určují zejména dvě věci. Kromě cenového trendu dané komodity je druhým faktorem návratnost „rolování“ (znovu-obnovování kontraktu), která souvisí se skutečností, že investor nenakupuje komoditu samotnou (tanker plný ropy, loď plnou obilnin nebo kontejner mědi), nýbrž investuje do forwardových (budoucích) kontraktů. Aby investice trvala, musejí být tyto kontrakty rolovány. Většinou je třeba zaplatit prémii, jedině 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 nedávné době 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 vytačovat 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. V současné době lze pozorovat pokles investic i do stávajících ropných polí. Bez investic klesá produkce zejména mimo země kartelu OPEC (projekt 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.

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.

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.

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 monetárnímu 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 starostí příliš nedělají, chtějí jen držet něco hmatatelného.

Z ekonomického hlediska 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 čínského akciového trhu měly na jeho cenu jen omezený dopad.

Od začátku roku 2016 se však na obchodování se zlatem projevuje 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. Panika po hlasování o brexitu vyvolala prudkou reakci trhů a cena zlata se mezitím dotkla hranice 1 375 dolarů za unci.

Strach investorů je ale pravděpodobně přehnaný. Zdaleka nejsme svědky recese světové ekonomiky a výhled růstu zůstává i přes rizika spojená s vystoupením Spojeného království z EU příznivý (i když bude pravděpodobně mírně revidován směrem dolů). Otázkou zůstává odolnost evropských (zejména italských) bank vůči problémům s nesplácenými úvěry a dopady brexitu. Chod bankovního sektoru ale ovlivňuje regulace, přičemž kapitálové polštáře, a tím i solventnost bank, jsou dnes 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. Brexit nepovede ke krizi celého evropského systému, následky rozhodnutí Britů ale mohou cenu zlata ještě nějakou dobu udržovat na zvýšené úrovni.

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 28. 7. 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.