



## AKTUÁLNÍ ČÍSLO PŘINÁŠÍ:

### Jak vidíme svět?

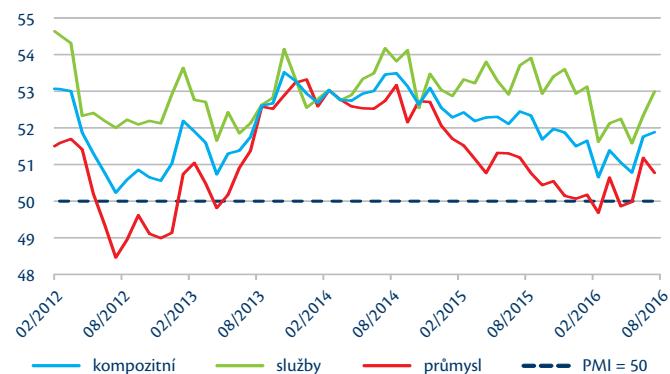
- Americké akcie jsou opět na maximech. Fed ohledně zvyšování úroků nevysílá jasný signál, ale letošní rok zůstává ve hře. Příchozí data rozhodnou.
- Negativní dopady brexitu se zatím mimo Spojené království nematerializují.
- Výsledková sezóna sice překonala očekávání analytiků, zisky ale klesají již více než rok.
- Nejistota vyvolávají blížící se americké prezidentské volby a problémy evropských (zejména italských) bank.

### Co děláme v portfoliích?

- Vzhledem k uklidnění situace po referendu o brexitu jsme mírně dokoupili akcie a nemovitosti na úkor hotovosti a alternativ.

Trhy se z prvotního šoku, který jim přivodil překvapivý výsledek britského referenda, velmi rychle oklepaly. Přední akciové indexy již odmazaly ztráty, jež v souvislosti s brexitem utrpěly. Jeho ekonomické dopady se zatím omezují pouze na hospodářství Spojeného království.

### Globální indikátory důvěry (PMI) zůstávají příznivé i po referendu o brexitu (PMI > 50 = expanze; PMI < 50 = recese)



Zdroj: Bloomberg.

Politická nejistota v Británii přetrvává, a to zejména v otázkách, jak dlouho bude vláda odkládat aktivaci článku 50 Lisabonské smlouvy, jak dopadnou jednání o nových obchodních smlouvách s Evropskou unií a jestli budoucí vývoj neohrozí soudržnost Spojeného království. První makrodata, která již zohledňují rozhodnutí o brexitu, potvrzují, že se britská ekonomika dostává do potíží. Ve druhém čtvrtletí sice dosáhlo tempo hospodářského růstu 2,2 % ročně a překonalo očekávání, o zdravém vývoji ekonomiky můžeme ale hovořit jen stěží, protože právě do tohoto údaje není ještě zahrnut výsledek referenda. Naproti tomu předstihové indikátory již poukazují na to, že se ekonomická aktivita v uplynulých týdnech výrazně zhoršila. Aby však bylo možné zodpovědně zhodnotit skutečné dopady brexitu, je třeba v následujících týdnech vyčkat na tvrdá data.

Stále je také příliš brzy na to, abychom mohli činit závěry ohledně dopadů brexitu na EU, potažmo celou světovou ekonomiku. Budoucí vývoj bude z velké části záviset na vyjednaných podmínkách vystoupení Británie z EU. Hospodářský růst eurozóny ve druhém čtvrtletí podle předběžných údajů mírně oslabil na 1,6 % ročně. Tento vývoj byl ale v souladu s očekáváním vzhledem k tomu, že v předchozím čtvrtletí dosáhl růst vysokého tempa vlivem dočasných faktorů. Inflace v červenci překvapivě zrychlila na 0,2 %, a rostla tak nejrychleji od letošního ledna. Většina indikátorů důvěry se po referendu vyvíjí příznivě (i když vidíme drobná zakolísání) a dopady brexitu na eurozónu se zatím projevují jen omezeně.

## 1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

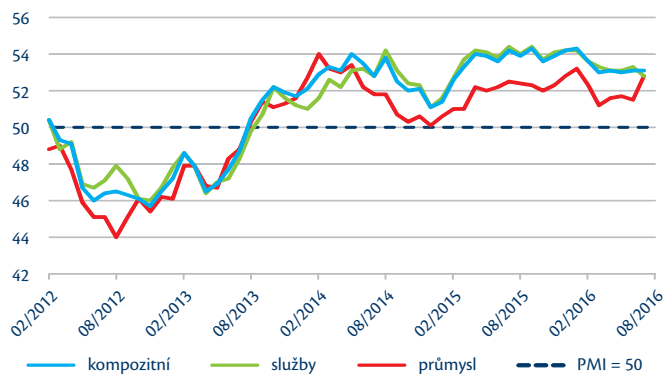
### Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)		Inflace (průměrná roční změna, v %)	
	2015	2016	2015	2016
CZ	4,5	2,5	0,3	0,6
EMU	1,7	1,6	0,0	0,2
USA	1,9	2,0	0,1	1,4

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg.

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

## Indikátory důvěry (PMI) v eurozóně se i po brexitu udržují na slušné úrovni (PMI > 50 = expanze; PMI < 50 = recese)

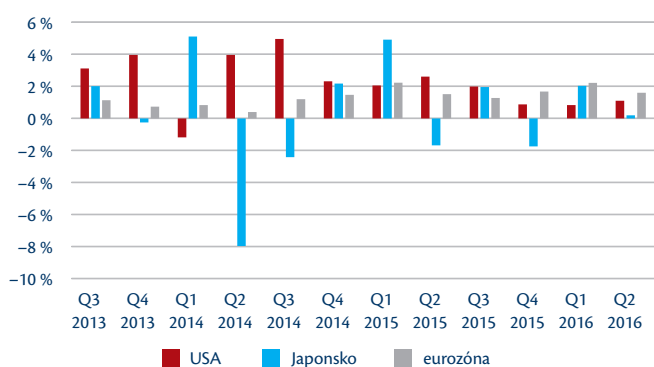


Zdroj: Bloomberg.

Růst americké ekonomiky ve druhém čtvrtletí dosáhl podle revidovaných dat tempa 1,1 % ročně, tedy méně oproti původnímu odhadu i našim očekáváním (údaj byl však v souladu s konsenzem trhu). Investice firem a vládní výdaje zůstávají slabé, nižší tempo růstu lze ale z velké části přičítat snižování zásob neprodaného zboží. Pozitivně přispělo zvýšení spotřeby, a to zejména díky silnému pracovnímu trhu a stabilnímu růstu mezd.

Japonský HDP dosáhl ve druhém čtvrtletí růstu jen o 0,2 % ročně. Investice firem už klesají druhé čtvrtletí v řadě a exportéři se potýkají s brzdou nečekaně silného jenu. Ekonomika se navíc nemůže opřít ani o spotřebu, která ve stejném období vzrostla jen o 0,2 %. Japonská vláda v reakci na neuspokojivý vývoj ohlásila nový stimulační balíček ve výši 21 bilionů japonských jenů. Jako obvykle byly dopady programu silně přeceňovány – balíček po očistění o dvojnásobek obsahuje nově veřejné výdaje jen ve výši 7 bilionů jenů (okolo 1 % HDP).

### Růst reálného HDP v jednotlivých kvartálech (anualizovaný)



Zdroj: Bloomberg.

Růst čínské ekonomiky zůstal beze změny a podle očekávání na úrovni 6,7 % ročně. Je však patrné, že rozsáhlé měnové a fiskální stimuly mohou ekonomiku nanejvýš stabilizovat, ne však přinést další růst.

## Bank of England (BoE) reaguje na brexit uvolněním měnové politiky

BoE následuje Evropskou centrální banku (ECB) a Japonskou centrální banku (BoJ) v intenzivnější stimulaci ekonomiky. Do jejího rozhodování vstupují specifické domácí politicko-ekonomické souvislosti. Ve snaze předcházet očekávanému výraznému zpomalení hospodářského růstu v důsledku brexitu snížila BoE hlavní úrokovou sazbu na 0,25 %. Mimoto oznámila nákupy státních dluhopisů v hodnotě 60 miliard GBP a korporátních cenných papírů za 10 miliard GBP. Otázkou zůstává, zda budou tato mimořádná opatření účinná.

Šéfka americké centrální banky (Fedu) zůstává ve své rétorice opatrná a nevyšlává trhům žádný jasný signál ohledně konkrétního načasování zvýšení sazeb. Na jedné straně je optimistická ohledně pokračujícího oživení ekonomiky, silného pracovního trhu a vývoje inflace, která je podle ní na cestě k cíli centrální banky, na druhou

stranu ale zdůrazňuje, že proces zvyšování úroků musí být jen pozvolný, závislý na přicházejících makrodatech a musí reagovat na případná vnější rizika (jakým bylo například červnové rozhodnutí Britů o vystoupení z EU – i když je třeba dodat, že trhy si z tohoto faktu hlavu nelámou). Ve svém proslulu na výročním summitu v Jackson Hole ale zmínila, že se šance na zvýšení úroků v posledních měsících zvyšuje. Trhy zatím dávají zvýšení sazeb na zářijovém zasedání jen 36% pravděpodobnost, nadpoloviční většina ale sází na utažení měnové politiky do konce letošního roku. Nemyslíme si, že by Janet Yellenová chtěla šokovat trh, proto sazby pravděpodobně zvýší až ve chvíli, kdy si bude jistá, že na to jsou trhy skutečně připravené.

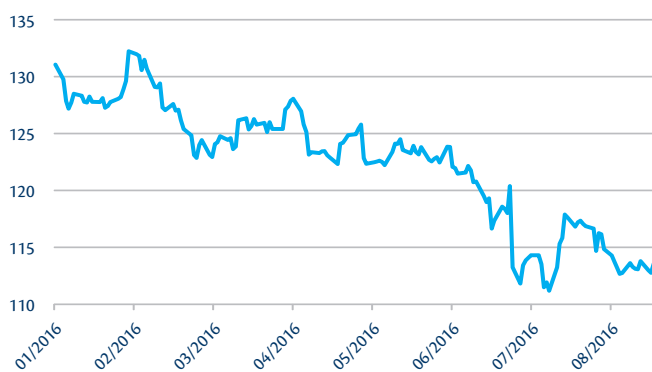
## Další slabá výsledková sezóna

V USA zatím zůstávají zisky na nižší úrovni (o 4 %) v porovnání s minulým rokem. Analytici však byli ve svých očekáváním ještě pesimističtější, takže výsledky zatím přináší mnohá pozitivní překvapení. Jde přitom už o více než rok klesajících zisků a tržeb. „Černým Petrem“ zůstává sektor energií, na který stále dopadají dlouhotrvající období relativně nízkých cen ropy. Zisky však klesaly také v sektoru základních materiálů a financí. Naopak nejnvýkonnějšími sektory byly zdravotní péče, síťová odvětví, IT a spotřební sektor.

Evropským firmám poklesly v uplynulém kvartálu zisky výrazněji, a to o více než 10 %. I zde zaznamenaly nejhorší výsledky energetika a finanční sektor.

Japonskému akciovému trhu se s poklesem zisků o zhruba 22 % dařilo ještě hůř. Velký vliv na výsledky exportérů měl zejména silný jen.

## Japonský jen výrazně posiluje (EUR/JPY)



Zdroj: Bloomberg.

## Americké volby: Nové riziko pro trhy?

Z amerických primárek vzešel překvapivý prezidentský kandidát za republikánskou stranu – miliardář Donald Trump. Na začátku volebního kolotoče by na jeho úspěch přitom sázel jen málokdo. U demokratů nominace proběhla bez překvapení, Hillary Clintonová se ve vysoké politice pohybuje už řadu let.

Volební programy obou kandidátů jsou od sebe na míle vzdálené. S Clintonovou v čele by v americké politice nastalo pravděpodobně jen málo změn:

- Byla by obnovena milionářská daň (neboli „pravidlo Warrena Buffetta“, pojmenované podle slavného investora) a zpřísnily by se postihy proti těm, kteří se snaží vyhýbat daním.
- Reforma by postihla sektor zdravotní péče, aby bylo dosaženo větší cenové dostupnosti léků.
- V oblasti obchodu má Clintonová v úmyslu přísněji vystupovat proti Číně a jejím dumpingovým praktikám.
- V otázkách migrace by prezidentská kandidátka neprosazovala žádné významné změny.

Ačkoli byl Donald Trump kdysi demokratickým politikem (například manžele Clintonovy dokonce pozval na svoji svatbu), v jeho programu to již téměř není znát:

- Chce zjednodušit daňový systém, ale současně snížit i daňové sazby – zejména pro milionáře.
- Velké firmy se snaží přesvědčit nižším zdaněním, volnějšími pravidly na ochranu životního prostředí a velkými projekty v oblasti infrastruktury.
- Americké dělnické třídy slibuje navrácení pracovních míst v průmyslu, o která přišla kvůli globalizaci.

- Není také žádným překvapením, že se Trump vydává cestou protekcionismu: chce zrušit obchodní smlouvy, jako je například Severoamerická dohoda o volném obchodu (NAFTA) s Mexikem a Kanadou, a na Čínu se chystá uvalit vysoká dovozní cla a obchodní sankce.
- K migraci se staví jednoznačně negativně. Pro nové migranty již podle něj není v USA místo. Tento přístup nejlépe ilustruje Trumpův návrh vystavět na hranici s Mexikem zeď.

Pro mnoho analytiků zůstává velkým otazníkem, čím chce Trump zacelit díry v rozpočtu, které způsobí nižší příjmy z daní a zároveň vyšší vládní výdaje. Kromě toho má Trump málo spojenců v Kongresu, což vyvolává pochyby, zda by své plány byl schopen vůbec realizovat.

Bez ohledu na to, který z kandidátů se nakonec stane prezidentem, budou následky pro dolar pravděpodobně jen omezené, protože na měnu má vliv zejména měnová politika americké centrální banky. Očekáváme, že se po volbách Fed rozhodne velmi zvolna pokračovat na své cestě zvyšování úroků, což bude pro americký dolar znamenat vítr do plachet.

Případné vítězství Donalda Trumpa může přinést na trhy vyšší volatilitu. Ekonomická nejistota, kterou by s sebou jeho zvolení prezidentem jistě přineslo, by investory – zejména ty akciové – určité znervóznila. Při slovech o politice protekcionismu, která by měla za následek zpomalení světového růstu, přechází investorům mráz po zádech. V případě Trumpova vítězství nelze vyloučit tržní korekci (pokles trhu minimálně o 10 %). Trhy by ocenily zajištění kontinuity americké politiky, tedy zvolení Hillary Clintonové. Historicky měly prezidentské volby na americké akcie jen omezený vliv.

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

		09/2016	12/2016	03/2017	09/2017
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	10Y sazba	0,25	0,30	0,30	0,50
	USD/CZK	24,13	24,79	25,25	26,70
	EUR/CZK	27,02	27,02	27,02	26,70
EUR	Základní sazba	0,00	0,00	0,00	0,00
	10Y sazba	-0,05	0,00	0,00	0,10
USD	Základní sazba	0,25–0,50	0,50–0,75	0,50–0,75	1,00–1,25
	10Y sazba	1,60	1,60	1,75	2,00
	USD/EUR	1,12	1,09	1,07	1,00

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

## Dluhopisové investice

Investiční příležitosti aktuálně vidíme převážně v podnikových a bankovních dluhopisech splatných kolem pěti až sedmi let. U těchto investic preferujeme variabilní dluhopisy, nevylučujeme ale ani investice do fixně úročených dluhopisů, za předpokladu dostatečně atraktivní výnosové marže. Delší splatnosti hodláme v portfoliích využívat pouze okrajově, s přihlédnutím k potenciálnímu vyššímu úrokovému (duračnímu) a kreditnímu riziku. V portfoliích, kde je výběr přímých dluhopisových pozic omezen koncentračními limity, využíváme podobně zaměřených dluhopisových fondů s odpovídající mírou durace. Expozici vůči vládním dluhopisům omezuje na nezbytné minimum. U portfolií, kde je smluvně stanoveno vyšší podíl státních dluhopisů, dáváme přednost variabilně úročeným emisím.

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 evropským 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 nálad komoditního trhu. Expozici vůči rizikovým dluhopisům momentálně koncentrujeme do jediného fondu, který vykazuje nižší podíl finančních titulů.

Vybraná portfolia jsme v uplynulém měsíci rozšířili o dluhopisový fond podřízených dluhopisů. Prostředky fondu jsou investovány zejména do dluhopisů finančních společností (banky, pojišťovny), které oproti tradičním dluhopisům těchto společností vykazují zvýšenou míru rizika plynoucího z jejich nižší seniority (v případě bankrotu emitenta jsou závazky pramenící z takto emitovaných dluhopisů uspokojeny až po úhradě dluhopisů nadřazených). Odměnou za vyšší podstupované riziko je pro investora vyšší očekávaný výnos takové investice.

## Zabezpečené investice

### Portfolio Pro

Průměrný podíl akciové složky v Portfoliích Pro 90/95 byl v uplynulém měsíci zvýšen na 35 %, respektive 15 %. Zvýšení podílu akcií bylo z části důsledkem jak pokračujícího oživení akciového trhu, tak i resetu hraniční hodnoty srpnové emise, což vyústilo v navýšení akciového podílu této emise zpět na výchozí (neutrální) úroveň. Fondy Portfolií Pro 90/95 si připsaly za uplynulý měsíc v průměru 0,18 %, respektive 0,11 % (data k 22. 8.).

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 polovina objemu limitu, původně vyhrazeného Portfoliím Pro 95, je míra celkového rizika identická. Fondy se zabezpečením 90 % rychleji reagují na pozitivní obraty na trhu a snáze se vyrovnávají s jeho drobnějšími výkyvy a obecně vyšší volatilitou trhu.

## 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.

Rizikové přírůstky podnikových a bankovních dluhopisů, včetně těch s nižší bonitou (tzv. high yield) v uplynulém měsíci dále klesaly. To ve svém důsledku vedlo k růstu jejich cen a dalšímu poklesu dostupných výnosů, jež se v celé řadě případů, zejména u dluhopisů vyšší bonity, propadly až na hodnoty blízké nule (záporné výnosy nejsou u některých titulů výjimkou). Tlak na růst cen přispěl k vyšším ziskům dluhopisových investorů, současně ale významnou měrou zúžil okruh investičních příležitostí dluhopisového trhu (klesající výnos do splatnosti dluhopisů).



Příčinu trvající vysoké poptávky po dluhopisech shledáváme zejména v expanzivním charakteru politik centrálních bank, které vytváří přebytečnou likviditu na finančním trhu (čímž stimuluje poptávku po těchto instrumentech z řad institucionální i privátní klientely) a současně samy vystupují v roli poptávajícího a skupují některá vybraná aktiva do svých bilancí.

V prostředí extrémně nízkých úroků tak pro dluhopisové investory usilující o dosažení zajímavějších výnosů považujeme za žádoucí kombinaci úrokových nástrojů s dalšími typy aktiv, jakými jsou akcie, případně alternativní investice.

Dařilo se i akciovému trhu. Evropské akcie byly pozitivně motivovány ekonomickými daty, která ukázala, že se ekonomiky nacházejí v dobré kondici a současně pobrexiovská data prozatím nepotvrdila obavy ze zpomalení regionu. Zisky amerického trhu byly naproti tomu i navzdory povzbudivým číslům z amerického trhu práce o něco nižší, neboť solidní kondice americké ekonomiky opět oživila téma růstu úrokových sazeb, k němuž by mohlo dojít ještě v tomto roce.

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

Jan Bureš, portfolio manažer, ČSOB Asset Management



## 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

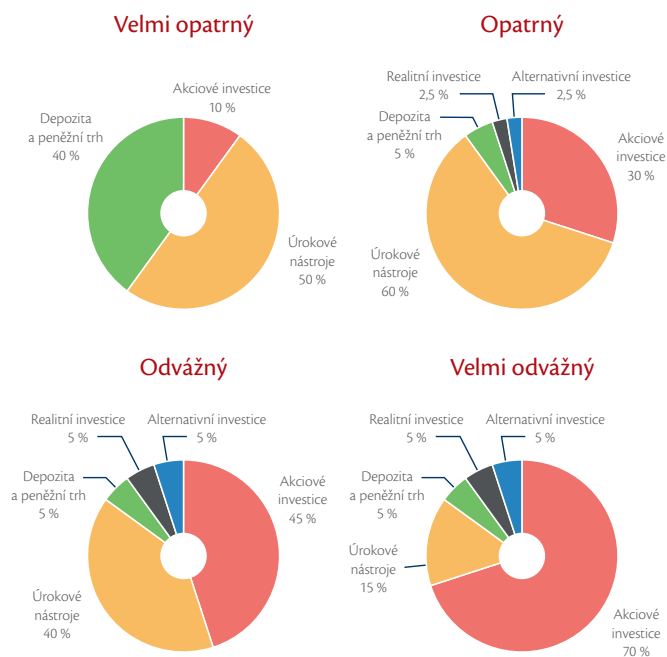
Akciovou složku v portfoliích i nadále podvážujeme. Míra jejího podvážení se ale vlivem uplynulého růstu trhů snížila. Preferujeme americký trh, který je sice oproti evropskému ohodnocen dráž, nemůžeme ale na druhou stranu současně opominout i jeho nižší rizika. Z hlediska sektorové alokace klademe důraz na defenzivní (necyklická odvětví). Naším favoritem je v současnosti sektor zdravotní péče. Z cyklických odvětví preferujeme pouze IT. S ohledem na prostředí nízkých úrokových sazeb nadvážujeme realitní trh.

### 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 algoritmů, jimiž usiluje o generování zisků na rostoucím i klesajícím trhu. Předpokladem úspěšného naplnění strategie fondu je trendové chování trhu. Využití fondu zpravidla omezuje na úzkou skupinu portfolií s vymezeným odpovídajícím limitem. Aktuálně fond v portfoliích nedržíme (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 odepsal zhruba 0,60 %.

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



## 3

## TYPY AKTIV

## A PREFEROVANÁ TÉMATA

Pohled analytiků ČSOB a KBC na jednotlivé třídy aktiv a preferovaná témata se od minulého měsíce mírně pozměnil. V globální akciové alokaci udržujeme nadváženou severoamerické trhy a emerging markets jihovýchodní Asie. Sektorově nyní vnímáme pozitivně pouze informační technologie a zdravotní péči. 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 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.

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 nebo dokonce celé světové ekonomiky (to však v současné době není příliš pravděpodobné).

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 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. Porovnáme-li poměr ceny k ziskům na mezinárodních trzích s historickými průměry, zjistíme, že se pohybují v pásmu poblíž dlouhodobě obvyklého ocenění, jsou už však spíše dražší. 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 2,7 % a překonává tak průměr 2,2 % za posledních 20 let.

Růst akciových trhů nyní bohužel ohrožují specifická rizika (v určité formě jsou však rizika 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.

Zavedené firmy s kvalitním managementem a přebytkem hotovosti mohou volně peníze využít jen omezeně: investovat do dlouhodobých aktiv, snižovat míru zadlužení nebo hotovost vyplácet 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 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). Tyto hrozby sice nepovažujeme za příliš pravděpodobné, nelze je však zcela ignorovat. Vzhledem k aktuálně klesajícím korporátním ziskům stoupá firmám dividendový výplatní poměr (podíl zisku, který je rozdělován mezi akcionáře ve formě dividend). U některých méně stabilních společností je tak otázkou udržitelnost stávající dividendové politiky. Příznivý vývoj ekonomiky se ale může postarat o atraktivní kapitálové zhodnocení dividendových akcií.

Odkup vlastních akcií společností je typický zejména pro firmy z USA. Investořům 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. S přihlédnutím k protichůdným politikám centrálních bank je pravděpodobné, že výnosy zdejších dluhopisů zůstanou ještě dlouho poblíž současných nulových úrovní. Průměrný očekávaný dividendový výnos dosahuje v Evropě 3,8 % (nebo ještě o něco více v případě českých akcií), v porovnání s tím nabízí globální akciový index MSCI World 2,7 %.

## Preferované regiony

### Severní Amerika

Preference severoamerických akcií má hned několik důvodů. Tím hlavním a nejaktuálnějším je nedávný neklid na evropských trzích vyvolaný nečekaným výsledkem britského referenda, který logicky přivedl investory k hledání alternativ. Zároveň řada rozvíjejících se trhů zápasí s vlastními problémy, jako jsou 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 ve druhém čtvrtletí podle revidovaných údajů o 1,1 % ročně. Důvěra podnikatelů ve zpracovatelském sektoru i 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.

Propad těžby ropy v důsledku snížení jejích 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. Podnikům z energetického sektoru, potýkajícím se kvůli nízkým cenám ropy s problémy, klesly zisky až o 80 %. To se negativně promítlo také do průměrného zisku na akcii, který americkým firmám zahrnutým do indexu S&P 500 klesá už více než rok (o 4 % meziročně ve 2Q 2016). Bez vlivu energetického sektoru by se jim přitom zisk na akcii snížil jen o 1 %. Očekávání růstu zisků byla pro výsledkovou sezónu za druhý kvartál nastavena extrémně nízkou, což otevřelo prostor pro mnohá pozitivní překvapení. Ziskové marže zůstávají pod tlakem kvůli prosazujícím se růstu mezd a brzdě silného dolaru, na druhou stranu ale další zvýšení cen ropy a pouze umírněné zvyšování úroků mohou pro výrobní sektory představovat podporu.

Referendum o brexitu nemělo na trh (kromě krátkodobé korekce) téměř žádný vliv. Kvůli tomu již není americký trh s P/E poměrem 17,5 levný. Averse 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 obrat 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 i 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 vysoké tempo ekonomického růstu trvale udržitelné.

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 však k utahování americké měnové politiky dojde, ať už letos či později, půjde o umírněný proces zvyšování sazeb.

Akcie zemí asijských emerging markets zůstávají vzhledem k výše uvedenému levné. K výraznějšímu zdražení jejich cen nedošlo navzdory příznivým výsledkům tamních firem za druhé čtvrtletí, které poukázaly na růst zisků. Region proto vnímáme nadále pozitivně.

## Preferované sektory

### 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. Stárnoucí obyvatelstvo zajišťuje stabilní poptávku po produktech farmaceutických firem a příliv příjmů z nových zdravotnických technologií.

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 poptávají produkci biotechnologických firem (jde zejména o terapie, které jsou méně vystaveny konkurenci generických léčiv). Výsledným efektem je rozšíření nabídky nových produktů a vyšší ziskové marže.

Hospodaření firem ze sektoru zůstává zejména v USA v dobré kondici. Ve druhém čtvrtletí roku 2016 dosáhly zdravotnické společnosti silného růstu tržeb (+9 %) a zisků (+4 %). Byl to jeden z mála sektorů, který v této výsledkové sezóně vykázal růst zisku. 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.

Sektor nabízí nadprůměrný očekávaný růst ziskovosti, který dosahuje v Evropě i USA vysokých hodnot. Sektor není drahý ve srovnání se svým historickým průměrem, biotechnologie se oproti širokému trhu obchodují dokonce se selevou – politické riziko je, dle našeho úsudku, již započteno v cenách. Vzhledem k nízkým úrokovým sazbám věříme, že má sektor značný prostor k růstu. Defenzivní investoři se akciím zdravotnických společností při minulých korekcích vyhýbali kvůli nízkým dividendám. Díky dobré finanční situaci a stabilním příjmům jde ale o sektor, který dokáže udržet slušnou výkonnost i na klesajících trzích.

## Jsou akcie drahé?

Výše uvedená otázka trápí analytiku, manažery fondů i investiční laiky. Co je vůbec vodítkem pro nalezení správné odpovědi?

Nejdůležitějším ukazatelem je v akciovém světě poměr P/E, vztahující tržní cenu akcie k zisku, který na ni připadá. Na současných trzích dosahuje v průměru hodnot kolem 20, jinými slovy (pokud zlomek obrátíme), akcie dávají 5% výnosnost měřenou zisky společností. Z historického hlediska to není žádná láce, protože akcie bývaly podstatně atraktivnější – například P/E poměr mezi 12 a 13 dával zhruba 8% výnosnost.

Důležitým faktorem je však ještě očekávaný růst zisků. Většina firem si část zisků nechává na investice s vidinou vyššího zhodnocení do budoucna. V této oblasti jsme na tom ale dnes spíš hůře, než lépe a ani zajímavý budoucí růst zisků tak pravděpodobně nelze očekávat.

Jedním důvodem, proč akcie zůstávají atraktivní cílovou destinací pro naspořené peníze, je nedostatek alternativ v prostředí nízkých úroků. Vzhledem k tomu, že jsou úrokové sazby v zásadě nulové, je riziková přírůžka 5 procentních bodů pro akciovou výnosnost z historického hlediska v pořádku, a tudíž lze považovat jejich ocenění za přijatelné.

Klíčovou otázkou pro akcie tak zůstává, jak dlouho vydrží úrokové sazby takto nízké. Pokud by se jednalo o „nový normál“ a úrokové sazby se příliš nezvýšily ani v daleké budoucnosti, můžeme dojít k závěru, že jsou akcie i na současných úrovních stále ještě poměrně levné. Pokud bychom však přijali za svůj scénář postupného návratu do klasického světa financí minulých desetiletí, museli bychom je naopak považovat za příliš drahé.

Možná ale směřujeme ke snu socialistických revolucionářů, tedy ke světu, kde kapitál sám o sobě nepřináší výnos a v peněžní formě dokonce ztrácí. Pro někoho to může být lákavá představa, já bych se však takového světa trochu obával.

Aleš Prandstetter, hlavní investiční stratég, ČSOB Asset Management



## Informační technologie

IT je cyklický sektor zaměřený na růst a inovace, který využívá změn našeho životního stylu 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 inovačním produktům. Datová mobilita, cloud computing, e-commerce a internet věcí představují bezpečnou nejrýchlejší rostoucí segmenty a prosazují se i na rozvíjejících se trzích.

V rámci sektoru lze pozorovat rozdíly. „Staré“ technologické firmy jsou velmi levné a nezadlužené a mají stabilní cash flow, ale ztrácejí podíl na trhu. Růst jejich tržeb je poměrně nízký, jistotu podporu jim však mohou nabídnout akvizice. Mnohé z nových vývojových trendů přicházejí na úkor starších produktů. Akcie rostoucích segmentů jsou naopak poměrně drahé.

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 atraktivním oceněním. Sektor se obchoduje prakticky bez přírůžky k průměrnému ocenění celého trhu, navíc s vidinou vyššího růstu zisků. Investoři jsou u něj přítomni obvykle ochotni platit až 30% premii. V porovnání s ostatními sektory bohužel nabízí nejnížší průměrný dividendový výnos a je obvykle klasifikován jako cyklický, tudíž není oblíbený mezi defenzivními investory. Ve skutečnosti je však méně cyklický, než se mnozí domnívají, díky čemuž není tak náchylný na možné ekonomické výkyvy.

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 malé premii v porovnání s průměrem sektoru. Nejvyšší růst lze pozorovat ve firmách, které jsou aktivní v oblasti internetového e-commerce a na sociálních sítích. Software představuje 60% sektoru a jeho dobré vyhlídky nás vedou k tomu, abychom vůči IT jako celku zaujali pozitivní postoj.

Ve druhém čtvrtletí letošního roku byly korporátní výsledky v USA lepší oproti velmi nízkému nastaveným očekáváním.

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.

## 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 0,25% 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 těžko hledat náznaky racionality, tuto situaci zdůvodňuje pouze silná riziková averze investorů v souvislosti s politickou nejistotou a očekáváním extrémně dlouhého období téměř nulové inflace.

Pro dluhopisové investory může nastat obtížnější období s přibývajícím důkazem o tom, že je ekonomické oživení trvalější 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 současných úrovních 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 „znormální“ na výrazně vyšších úrovních. Tento růst potáhnou USA, které se v ekonomickém cyklu nacházejí o pár let před Evropou. Do překerní situace se dostala také Bank of England, která se odhodlala k opětovnému uvolnění měnové politiky (v souvislosti s očekávaným zpomalením růstu HDP) namísto původně plánované normalizace úroků na vyšších úrovních.

Ani v eurozóně se zatím v nejbližších měsících neobáváme utahování měnové politiky. ECB sice bude následovat úrokové kroky Fedu, proces zvyšování sazeb v USA bude ale vlivem vnějších rizik a jen pozvolného oživení americké ekonomiky 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 vedly k oslabení jejích obchodních styků se sousedními státy. V posledních měsících se ale situace zlepšovala a stabilizace cen ropy uvolnila 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, i nadále ho ale táhnou rozvinuté země, navzdory určitým pochybnostem z počátku roku. 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 zaujímáme 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 BEZE ZMĚN

Výnosy jsou velmi nízké (zůstávají poblíž nuly) a v blízké budoucnosti ani neočekáváme jejich růst. Návrh tak zcela jistě nedosáhne ani míry inflace, což povede k erozi kupní síly. Situace nevyhází 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 je také jediná z předních centrálních bank vyspělého světa, která je aktuálně na cestě utahování měnové politiky. 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 1,12 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. Rovněž inflační očekávání, lepší kondice americké ekonomiky a prohlubující se politická nejistota na evropském kontinentu jsou faktory, které hrají dolaru do karet.

V USA probíhá konjunktura a očekávání Fedu naplňuje silný pracovní trh, proto se také centrální banka v prosinci loňského roku uchýlila k prvnímu utažení měnové politiky od finanční krize. Komentáře z Fedu sice naznačují, že se úrokové sazby budou normalizovat postupně, je ale možné, že v případě slušných makroekonomických dat naberou centrální bankéři odvahu k dalšímu zvýšení sazeb již na některém z letošních zasedání.

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 evropská investiční komunita někdy zapomíná) a jeho mezinárodní síla by se měla zvyšovat. Výnosy amerických desetiletých dluhopisů (1,59 %) 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 fondy<sup>1</sup> nebo private equity<sup>2</sup>. 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. 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 BEZE ZMĚN

Investiční strategie fondu je založena na pečlivém výběru měn a následném využívání pohybů měnových kurzů. K diverzifikaci rizika dochází zaujímáním pozic 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 dlouhodobě a krátkodobě 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 rozložena mezi měny s vysokými výnosy. Dále fond investuje do státních dluhopisů zemí s bezpečným ratingem. Tímto způsobem kombinuje vyšší výnos s přiměřenou 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. Zahrnutím nemovitostí do portfolia rostou očekávané výnosy, zatímco riziko zůstává relativně omezené. Cenné papíry navázané na nemovitosti představují likvidní alternativu pro přímou investici do nemovitostí, která je kvůli své finanční náročnosti pro mnohé investory nedostupná. Jedná se navíc o vhodnou investici v době nízkých úroků.

Sestavení solidně diverzifikovaného portfolia z přímých investic do realit je pro většinu investorů nedosažitelným cílem z důvodu relativně značné velikosti projektů a omezené likvidity reálného trhu. Alternativu tvoří akcie reálních firem,

<sup>1</sup> Hedgeový fond je speciální investiční fond. Je vysoce rizikovou investicí, která může přinést vysoký výnos, ale také vysokou ztrátu. Snaží se o absolutní výnos nezávislý na obecném ekonomickém vývoji a vývoji kapitálových trhů.

<sup>2</sup> Private equity jsou typicky investicemi do začínajících, veřejně neobchodovaných společností, a to jak formou dluhového nebo kapitálového financování, či jejich kombinací. Jedná se o vysoce rizikové investice, které ale mohou přinést též vysoce nadstandardní výnos.

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 3,5 %) přitahují mnoho investorů. Realitní akcie již nejsou vyloženě levné, jejich výnos ale zůstává stále vyšší v porovnání s žalostnými úroky z dluhopisů. Růst úrokových sazeb by mohl snížit atraktivitu sektoru, zatím ale 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.

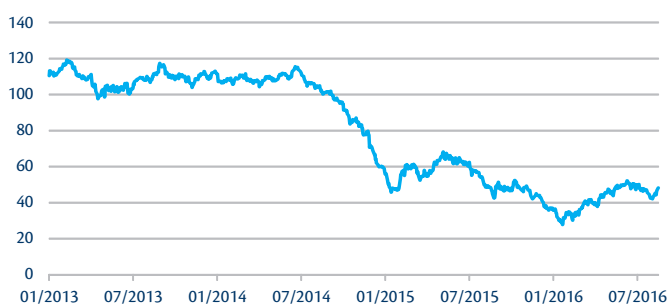
Preferujeme investice do nemovitostních akcií v Evropě, které mají zajímavější ocenění než jejich američtí protějšci. Také jejich výnos z dividend je atraktivnější a výrazně převyšuje úroky z dluhopisů. Nízké úrokové sazby developerům zlevňují nové projekty, zvyšují jejich rentabilitu a navíc společně pomáhají snižovat zadlužení. Americké nemovitosti jsou dražší a tamní realitní akcie přinášejí 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 postihuje zejména poptávku po kancelářských budovách. Ceny nemovitostí na tyto skutečnosti již reagují a britský realitní trh je proto navzdory červencovému oživení 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 prvním čtvrtletí tohoto roku ceny komodit na samé dno. Arabské země se dlouhodobě nejsou ochotny domluvit na snížení produkce, které by vedlo ke zvýšení ceny, protože si chtějí především zachovat tržní podíl. Kartel OPEC se v současnosti snaží dosáhnout dohody o zmrazení těžby, nezbytnou podmínkou ale zůstává, aby se k ní připojil i Írán, který chce naopak po uvolnění sankcí těžit co nejvíce. Země Perského zálivu jsou schopny udržovat produkci i při cenách ropy pod 30 USD za barel, takže mohou touto strategií vytlačovat z trhu konkurenty s vyššími náklady. Jejich rozpočty nastavené na střední příjmy z černého zlata ale v situaci dlouhodobě nízkých cen ropy trpí chronickými deficity.

Cena ropy Brent (v USD za barel)



Zdroj: Bloomberg.

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 letošního roku, 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 (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.

Domníváme se, že krátkodobě zůstanou ceny ropy velmi nestabilní mezi 40 a 60 dolary za barel. V tomto pásmu již převyšují výrobní náklady některých producentů (zejména arabských zemí), proto neočekáváme do konce letošního roku tlak na jejich výraznější růst ze současných úrovní. Přebytek nabídky se bude zmenšovat jen postupně a k obnově rovnováhy na trhu a zdražení ropy dojde pravděpodobně nejdříve v první polovině roku 2017. Výhled oživení komoditního trhu mohou navíc narušit horší zprávy z čínské ekonomiky. Komodity v současnosti nepreferujeme kvůli nízkému potenciálu růstu jejich cen, který nekompensuje vysoké náklady rolování při držbě futures kontraktů.

## Zlato

Tento drahý kov obklopují různé mýty, pravda je však taková, že zlato není tak vzácné, jak se tvrdí, v podstatě nemá ekonomický význam (zaručeně ne v monetárním ohledu) a nenabízí spolehlivou ochranu proti inflaci. Pro zahrnutí zlata do portfolia existuje jediný dobrý důvod, tj. jako forma pojistky pro případ války, revoluce či kolapsu peněžního systému. Nicméně ti, kdo se rozhodnou z tohoto důvodu investovat, si s jeho cenou starosti příliš nedělají, chtějí jen držet něco hmatatelného.

Z ekonomického hlediska nedává smysl zlato držet, jakmile se jeho cena pohybuje nad mezními náklady. Ty se nacházejí kolem 950 USD za uncii. Kromě toho se tento drahý kov skutečně nespotebovává, takže jeho celosvětové zásoby jen rostou. Zlato je také citlivé na „přestřelování“: během eurokrize v roce 2011 dosáhla jeho cena 1 900 dolarů za uncii. Také panika po hlasování o brexitu vyvolala prudkou reakci trhů a cena zlata se mezitím dotkla hranice 1 375 dolarů za uncii.

Strach investorů, kteří poptávají zlato jako zajištění proti krizi, je v současnosti pravděpodobně přehnaný. Zdaleka nejsme svědky recese světové ekonomiky a výhled růstu zůstává i přes ekonomická a geopolitická rizika příznivý. Otázkou zůstává odolnost evropských (zejména italských) bank vůči problémům s nesplácenými úvěry a dlouhodobé 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.

## Upozornění:

Materiál Ekonomika a trhy 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. 8. 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 svého privátního bankéře, který vám poskytne více informací o produktech a doporučí, jestli se konkrétní produkt hodí k vašemu rizikovému profilu a do vašeho portfolia. Investiční nástroj uvedený výše nezaručuje návratnost vložené investice. Hodnota investice může v čase kolísat, v závislosti na typu investice i výraznějším způsobem.