



AKTUÁLNÍ ČÍSLO PŘINÁŠÍ:

Jak vidíme svět?

- Tempo růstu západních ekonomik zvolňuje.
- Dopady rozhodnutí Britů opustit Unii se zatím neprojevují, faktický brexit ještě nezačal.
- Americká centrální banka v září úroky nezvýšila. USA napjatě očekávají prezidentské volby.
- Rozvíjející se trhy se znovu probouzí k životu a hlásí zrychlení růstu.
- OPEC překvapil svým odhodláním omezit produkci ropy.

Co děláme v portfoliích?

- Udržujeme podváženou akciovou pozici, navýšili jsme naše sektorové sázky.

Tempo růstu světové ekonomiky zůstává po nevyzpytké dlouhou dobu extrémně pomalé. Mírně negativní revizi celoročního růstu se nejspíš nevyhnou USA kvůli slabšímu výkonu ekonomiky v prvním pololetí. Eurozóna a Japonsko nehlásí výraznější zlepšení růstu, dobrou zprávou však je, že se zde ekonomická situace navzdory působení řady negativních faktorů nezhoršuje. Světovým bodem světové ekonomiky jsou asijské rozvíjející se trhy jako Čína a Indie. Také recesemi ztížené Brazílie a Rusko jsou snad z nejhroššího venku a vykazují známky zlepšení.

USA

Americká ekonomika, která byla doposud ostrůvkem prosperity, prochází z pohledu nákupních manažerů slabším obdobím. Index ISM v průmyslu vykázal překvapivě silný pokles z 52,6 bodu na 49,4 bodu (ekonomové přitom očekávali 52 bodů) a nálada manažerů se tak propadla nejnižší od letošního ledna. Zklamání přinesl také index ISM ve službách, které tvoří 70 % ekonomiky USA, když překvapivě klesl na nejnižší úroveň od února 2010 (na rozdíl od průmyslu se však udržel nad hranici 50 bodů, což indikuje expanzi). Zásadním pozitivem ale zůstává silná spotřebitelská důvěra. Ta v září stoupla dokonce na předkrizovou úroveň. Spotřebitelé hodnotí ekonomické podmínky (zejména na pracovním trhu) tak optimisticky, že ukazatel vystoupal na maximum od srpna 2007 a výrazně předčil očekávání analytiků (104,1 bodu versus očekávaných 99 bodů).

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

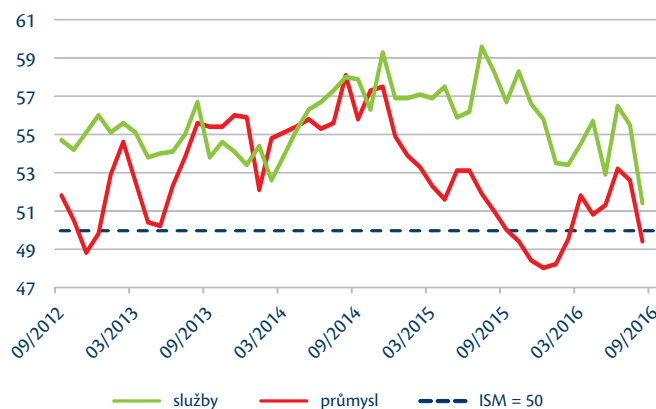
Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)		Inflace (průměrná roční změna, v %)	
	2015	2016	2015	2016
CZ	4,5	2,3	0,3	1,7
EMU	2,0	1,7	0,0	0,2
USA	2,6	1,8	0,4	1,3

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg.

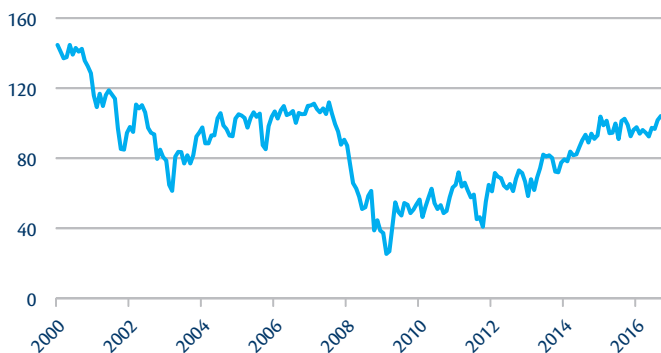
Přinášíme vám exkluzivní pohled našich investičních expertů a analytiků z ČSOB a KBC na aktuální dění na trzích.

USA: Indexy nákupních manažerů (ISM)
(expanze > 50; recese < 50)



Zdroj: Bloomberg.

USA: Spotřebitelská důvěra



Zdroj: Bloomberg.

Pracovní trh, který je ostře sledovaný zejména kvůli nastavení měnové politiky centrální banky (Fedu), hlásí vcelku uspokojivé výsledky. Srpen je sice podle sezónních vzorců obvykle slabším měsícem, což se potvrdilo i v letošním roce, kdy bylo v americké ekonomice za tento měsíc vytvořeno pouze 151 tisíc nových pracovních míst, podprůměrné číslo ale přichází po dvou velmi silných reportech (v červenci a srpnu vznikalo v průměru 263 tisíc pracovních míst měsíčně). Dobrou zprávou jsou také pozitivní revize předošlých pěti měsíců. Míra nezaměstnanosti zůstala v srpnu beze změny na 4,9 % (analytici čekali pokles na 4,8 %) a růst mezd zpomalil na 2,4 % ročně.

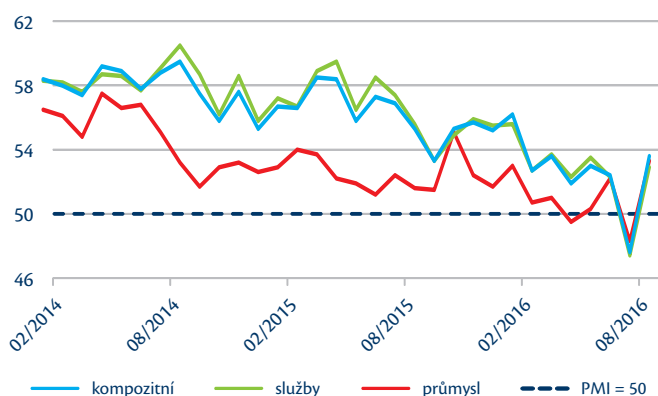
Čísla z pracovního trhu (v kombinaci s dalšími slabšími daty z ekonomiky) sice nebyla dost přesvědčivá na to, aby přiměla americkou centrální banku zvyšovat úrokové sazby již na zářijovém zasedání, její předsedkyně Janet Yellenová ale naznačila, že pro pokračování cyklu utahování měnové politiky postačí, když bude v americké ekonomice vznikat v průměru 180 tisíc pracovních míst měsíčně. Průměr od začátku letošního roku je 181 500, za posledních 12 měsíců pak 204 tisíc. Trhy v současnosti dávají prosincovému zvýšení úroků 54% pravděpodobnost. Také my počítáme s jedním zvýšením sazeb ještě v tomto roce za podmínky, že se ekonomické ukazatele výrazněji nezhorší.

Evropa

Dopady referenda o brexitu na Spojené království se zatím projevují pouze omezenou měrou. Koneckonců faktický brexit ještě ani zdaleka nezačal, odstartuje až po aktivaci článku 50, který spouští proceduru odchodu členské země z Unie. Tento krok ale britská vláda odkládá až na začátek příštího roku. Za příliv relativně příznivých ekonomických ukazatelů z ostrovního království vděčíme v nemalé míře preventivním opatřením britské centrální banky (BoE), která provedla na začátku srpna (snížení úrokových sazeb a opětovné spuštění programu nákupů dluhopisů). Britští spotřebitelé nepřestávají utrácet a slabá libra prospívá exportně zaměřeným firmám. Důvěra výrobců se vrátila na úroveň, kde byla před referendem, a také dopad na pracovní trh zůstává zatím omezený. Je ale nutné počítat s tím, že brexit bude mít následky v dlouhodobém horizontu. Jednání o obchodních vztazích mezi EU a Spojeným královstvím zatím nebyla ani zahájena a dosavadní vývoj naznačuje, že budou v mnoha aspektech problematická.

Spojené království: Indexy nákupních manažerů (PMI)

(expanze > 50; recese < 50)



Zdroj: Bloomberg.

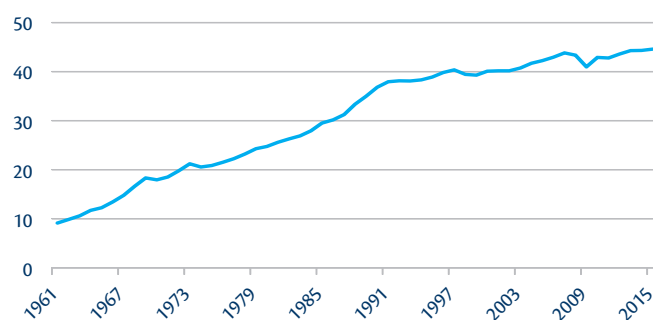
Z eurozóny na rozdíl od Spojeného království chodí od referenda o brexitu spíše slabší data. Většina indikátorů důvěry vykazuje pokles (jak u spotřebitelů, tak u výrobců), nadále se však drží na vysokých úrovních. Pravděpodobně je to důsledkem odeznívání efektu předchozích příznivých faktorů (nižších cen ropy a levnějšího eura). Na očekávání mají negativní vliv obavy z brexitu a další rizika (problémy se zdravím evropského bankovního sektoru či blížící se italské referendum o změně ústavy). Ekonomika se však nadále může opírat o silnou spotřebu a pokračující měnovou politiku nízkých úrokových sazeb.

Evropská centrální banka (ECB) sice oproti očekávání trhu v září neoznámila další opatření na uvolnění měnových podmínek, efekty jejích dosavadních kroků se ale v eurozóně již projevují: rozdíly mezi výnosy dluhopisů jádrových a periferních zemí se zmenšují a přibývá úvěrů soukromému sektoru. Program nákupů dluhopisů ECB nicméně začíná pomalu narážet na své limity. Dostupný objem německých dluhopisů na trhu klesá a centrální banka musí zkoumat další možnosti, jak zajistit pokračování programu. V úvahu přichází změny pravidel nebo úprava tempa nákupů aktiv. Je stále patrnější, že měnová politika centrálních bank není všelék a v určité chvíli jí musí přijít na pomoc politika fiskální. Prostor k navyšování státních rozpočtů je ale v eurozóně vzhledem k historicky naakumulovanému dluhovému břemenu velmi omezený.

Japonsko

Z Japonska přichází v současnosti jen málo pozitivních zpráv. Tamější ekonomika již celé roky v podstatě stagnuje, přičemž vlny růstu se střídají s obdobími zpomalení. Bohužel se nemůže opírat ani o spotřebu, protože spotřebitelské vzorce chování tamních obyvatel jsou v porovnání s ostatními zeměmi specifické. Na vině však nemusí být pouze tradiční japonská spořivost, nýbrž i nepříznivý demografický vývoj. Při jeho zohlednění není situace Japonska tak chmurná, po přepočtu na obyvatele HDP setrvale roste.

Japonsko: HDP na obyvatele (v tisících USD)



Zdroj: Bloomberg.

Exportně zaměřené společnosti v posledních měsících zápasí se silným jemen, na který je i japonská centrální banka (BoJ) krátká. Přestože v létě oznámila stimulační balíček a koncem září provedla strategické změny měnové politiky, které přivítaly jak akciové, tak dluhopisové trhy, dalšímu zhodnocování měny nezabránila. Nový cíl stimulačního programu BoJ spočívá v řízení úrokových sazeb podél celé výnosové křivky (centrální banka se nově nebude soustředit pouze na krátkodobé splatnosti, ale bude kontrolovat i úroky dlouhodobé). Po zářijovém zasedání oznámila, že se bude snažit udržet 10leté výnosy dluhopisů v okolí nuly. Zda se do budoucna chystá snížit základní sazbu hlouběji do záporu, však neoznámila.

Rozvíjející se trhy

V uplynulých týdnech bylo možné pozorovat mírné zlepšení vývoje ekonomiky v Číně, a to zejména v oblasti průmyslu, z čehož vyvozujeme, že stimulační opatření vlády (například výdaje v oblasti infrastruktury) přináší kýžené ovoce. Důvěra producentů ve výrobě roste a zlepšuje se také obchodní bilance. Dalším pozitivem jsou stále rostoucí maloobchodní tržby a částečná stabilizace trhu s nemovitostmi (strach z hrozící bubliny na trhu s nemovitostmi opadává). Nezbyvá než vyčkat na další důkazy, které by měly potvrdit, zda jsou rozvíjející se trhy skutečně na cestě stabilního ekonomického oživení.

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

České vládní dluhopisy zejména krátkých splatností (1 až 3 roky) si v uplynulém měsíci připsaly poměrně solidní zisky (v průměru +0,35 %). Svou intenzitou tak překonaly i výkonnost eurových vládních a korporátních protějšků. Pokles domácích dluhopisových výnosů (růst jejich cen) připisujeme zejména zvýšené poptávce zahraničních investorů o domácí krátkodobá aktiva. Příčinu jejich rostoucího zájmu sledujeme v prohlášení některých čelních představitelů ČNB, kteří blíže specifikovali pravděpodobný termín ukončení kurzových intervencí a s ním souvisejícího potenciálního zhodnocení domácí měny.

Jakkoli nepředpokládáme, že ČNB bude záměr upustit od intervencí komunikovat konkrétním datem, je pravděpodobné, že tlak na pokles krátkodobých výnosů může v předvečer ukončení intervencí ještě o něco zesílit (růst cen dluhopisů).

Navzdory potenciálním ziskům spojeným s držbou vládních dluhopisů ponecháváme ale dluhopisovou strategii beze změny a roli státních dluhopisů v portfoliích omezuje na minimum, zejména pak ve prospěch bonitních podnikových emisí, případně, umožňuje-li to statut portfolia, ve prospěch akcií nebo alternativních investic.

U portfolií, u nichž jsme smluvně vázáni investicemi do státních dluhopisů, dáváme přednost variabilně úročeným dluhopisům s delší dobou do splatnosti.

Akciové trhy byly v uplynulém měsíci bez zjevného trendu. Důvodem byla absence zásadních kurzotvorných dat, která by akciovým trhům po minulých měsících růstu, následujících po červnových výprodejích spojených s brexitem, udělila další růstový impuls. Zdrojem zvýšené volatility akciového trhu byla i očekávání spojená s výsledky zasedání americké, evropské i japonské centrální banky.

Jan Bureš, portfolio manažer, ČSOB Asset Management



Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a měnových kurzů

		10/2016	01/2017	04/2017	10/2017
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	10Y sazba	0,20	0,30	0,30	0,40
	USD/CZK	24,13	24,79	25,25	25,24
	EUR/CZK	27,02	27,02	27,02	26,50
EUR	Základní sazba	0,00	0,00	0,00	0,00
	10Y sazba	-0,15	0,00	0,00	0,10
USD	Základní sazba	0,25–0,50	0,50–0,75	0,75–1,00	0,75–1,00
	10Y sazba	1,55	1,60	1,70	1,80
	USD/EUR	1,12	1,09	1,07	1,05

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 citlivostí na změny úrokových sazeb (mírou durace). Expozici vůči vládním dluhopisům omezuje na nezbytné minimum. U portfolií, kde je smluvně stanoven vyšší podíl státních dluhopisů, dáváme přednost variabilně úročeným emisím delších splatností před krátkými, které jsou obchodovány na extrémně vysokých cenových úrovních (roční vládní dluhopis je obchodován s výnosem -0,8 % p. a.).

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

Ve vybraných portfoliích využíváme i 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 podstoupené riziko je pro investora vyšší očekávaný výnos takovéto investice.

Zabezpečené investice

Portfolio Pro

Průměrný podíl akciové složky v Portfoliích Pro 90/95 byl v uplynulém měsíci zvýšen na 39 %, respektive 19 %. K navýšení akciové části došlo zejména u květnové emise Portfolia Pro 95 a srpnové emise Portfolia Pro 90, které v závěru měsíce naplnily technické parametry pro její zvýšení. Akciové podíly zbylých emisí Portfolií Pro byly navýšeny jen mírně.

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.

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 (doby do 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

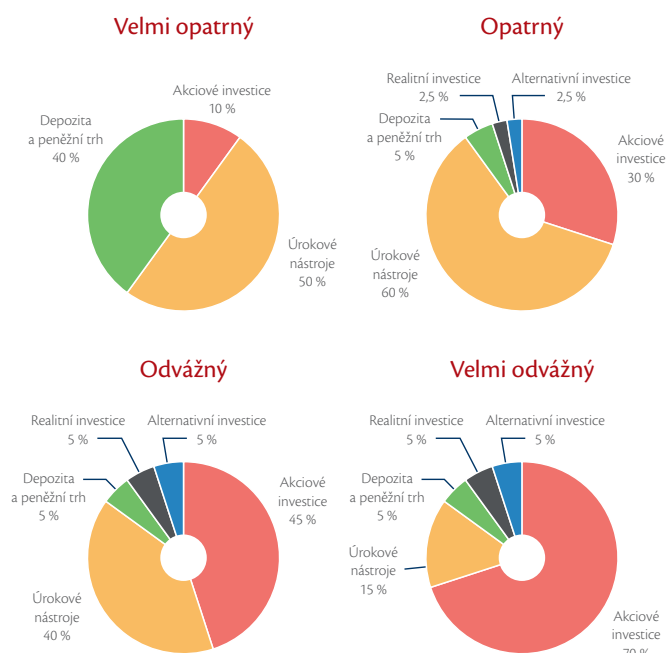
Akciovou složku v portfoliích i nadále mírně podvažujeme. Preferujeme americký trh, který je sice oproti evropskému ohodnocen draž, nemůžeme ale na druhou stranu současně opominout i jeho nižší rizika. Z hlediska sektorové alokace klademe důraz na defenzivní (necyklická odvětví). Naším hlavním favoritem je v současnosti sektor zdravotní péče. Z cyklických odvětví preferujeme pouze IT. S ohledem na prostředí nízkých úrokových sazeb mírně nadvažujeme 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 denominován v EUR. Hodnota fondu zůstala za uplynulý měsíc beze změny.

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 nezměnil, prohloubily se však naše investiční sázky. V globální akciové alokaci udržujeme nadřazené severoamerické trhy a emerging markets jihovýchodní Asie. Sektorově nyní vnímáme pozitivně pouze zdravotní péči a informační technologie. Nenechte si ujít sloupek analytika ČSOB Asset Management Miroslava Adamkoviče.

AKCIE

Akciové trhy mají za sebou poměrně klidné léto, i tak ale nelze přehlédnout, že jsou v posledním roce v porovnání s předchozím vývojem 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 v současnosti

obchodují poblíž maxim. Vzhledem k zatím nepříliš růzovým vyhlídkám růstu zisků akcie na těchto úrovních považujeme za spíše drahé.

Minulé tržní korekce jsme hodnotili jako přehnané a v rozporu s ekonomickými fundamenty, a proto jsme v nich spatřovali příležitost k nákupům, což se vyplátilo. Také tentokrát jsme připraveni akcie a ostatní riziková aktiva dokoupit zpět, zůstáváme však ostražití kvůli pomalejšímu růstu světové ekonomiky, slabším korporátním výsledkům v některých regionech a relativně vysokému ocenění.

Oddalování brexitu a pokračující „holubičí“ rétorika centrálních bankéřů znamenají pro akcie podporu. Trhy ale zůstávají velmi zranitelné, jak bylo konečnou viditelné před zářijovým zasedáním Fedu, kdy dokázalo několik ostřejších komentářů z úst centrálních bankéřů s tržním vývojem významně zahýbat.

Na Západě zůstává tahounem spotřeba a pokračuje růst ekonomiky. Eurozónu však trápí řada strukturálních problémů (od očekávaného brexitu po problémy bankovního sektoru), proto evropské akcie vybíráme velmi obezřetně. V Číně by mělo dle našeho názoru dojít k řízenému měkkému přistání. Země přechází z ekonomického modelu růstu pohaněného 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 „lačka“ ze stejného období loňského roku byla nastavena vysoko. Průměr indexu S&P 500 navíc značně negativně ovlivňovalo silné zastoupení těžce zkušného 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 spíše dražší). I přesto jsou ale akcie 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 volatilit může zejména v souvislosti s politickou nejistotou v EU a blížícími se prezidentskými volbami v USA nějakou dobu přetrvávat, proto v současnosti vkládáme důvěru především do defenzivnějších odvětví a regionů s pozitivními vyhlídkami růstu ekonomiky i firemních zisků.

Akcie s vysokými dividendami a zpětnými odkupy

Akcie firem s atraktivní dividendou poskytují stabilnější výnos oproti ostatním a jsou také méně cyklické. Přetrvávající politická nejistota a geopolitická rizika 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 vyplatit akcionářům – ve formě dividend či prostřednictvím zpětných odkupů vlastních akcií, eventuálně realizovat akvizice. Vysoké výplaty zisku jsou výrazem efektivní finanční politiky, v jejímž rámci se spouštějí pouze projekty s pozitivní čistou přidanou hodnotou a přebytečná hotovost se nekumuluje ve společnosti ani 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). 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. Investorům vysílá pozitivní signál, že akcie jsou dle názoru managementu (který má o stavu firmy logicky mnohem lepší informace než veřejnost) oceněny příliš nízkou. Program může být zastaven rychleji než výplata dividend (která vytváří mnohem větší očekávání investorů do budoucna), pokud se vyskytne příležitost pro produktivní využití hotovosti. Podniky nakupují vlastní akcie většinou po období jednoho až čtyř let. Firmy provádějící zpětné odkupy jsou u amerických investorů vyhledávané.

ny 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 či dokonce záporných 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

Preferance severoamerických akcií má hned několik důvodů. Tím hlavním jsou strukturální problémy v Evropě, které investory logicky přivádějí k hledání alternativ. Jedinou neznámou zůstávají prezidentské volby.

Přestože poslední ukazatele důvěry podnikatelů ve zpracovatelském sektoru i ve službách přinesly zklamání, hlavním motorem růstu americké ekonomiky zůstává vyšší kupní síla domácností díky příznivému vývoji na pracovním trhu. Ve druhém čtvrtletí rostla ekonomika USA podle revidovaných údajů o 1,4 % (přepočteno na roční bázi).

Do průměrného zisku na akcii, který americkým firmám zahrnutým do indexu S&P 500 klesá už více než rok (o 4 % meziročně ve 2Q2016), se negativně promítl propad těžby ropy v důsledku snížení jejích cen. Bez vlivu energetického sektoru by se 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 pozitivní překvapení. Ziskové marže zůstávají pod tlakem kvůli prosazujícímu se růstu mezd a brzde silnějšího dolaru, na druhou stranu ale další zvýšení cen ropy a pouze umírněné zvyšování úroků mohou pro výrobní sektory představovat podporu.

Americký trh s P/E poměrem 17,5 již není levný. Averze k rizikům v Evropě způsobuje, že investoři akcie v USA považují za bezpečný přístav. Díky výhledu pokračujícího růstu ekonomiky (okolo 2 %) nám ale i nadále 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 zhodnocení akcií. Silnější oživení korporátních zisků v USA čekáme ke konci letošního roku.

Jihovýchodní Asie

Rozvíjející se trhy se podle všeho vyrovnaly s obtížnější fází ekonomického cyklu a vykazují známky stabilního oživení. 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 dochází ke stabilizaci růstu a pokračuje transformace dřívě 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.

Indie, druhá největší ekonomika z regionu, roste setrvale a posledních několik let dokonce svými vysokými tempy růstu překonává Čínu. Podnikatelská důvěra dále posiluje.

V návaznosti na zotavení čínské ekonomiky lze také již v Jižní Koreji a na Tchaj-wanu pozorovat známky zlepšení. Dochází k obnově důvěry a díky relativně slabším lokálním měnám také k růstu konkurenceschopnosti a vývozu.

Asijské trhy jsou považovány za zranitelné v prostředí zvyšujících se úrokových sazeb v USA a problémů se zpomalením růstu v Číně. I když k utahování americké měnové politiky dojde, půjde pouze 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 odhalily růst zisků. Region proto vnímáme nadále pozitivně.

Preferované sektory

Zdravotní péče

Zdravotnictví je dlouhodobě téma související s převládajícím demografickým trendem dnešní doby – stárnutím populace. Výdaje na péči o zdraví v důsledku toho nepoměrně 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 (+9,2 %) a zisků (+4,5 %). Byl to jeden z mála sektorů, který v této výsledkové sezóně vykázal růst zisku.

V posledních měsících na zdravotnický byznys v negativním tónu dopadala kampaň prezidentské kandidátky Hillary Clintonové. Sázkou na zdravotnictví proto bereme tak trochu jako „pojistku proti zvolení Donalda Trumpa americkým prezidentem“. Clintonová je známa svou ostrou rétorikou proti cenové politice farmaceutických firem, kvůli čemuž v minulosti akcie z odvětví poklesly. V případě zvolení Trumpa tak lze očekávat (možná i poměrně silný) pozitivní efekt. Nebojíme se však ani scénáře vítězství Clintonové. Případné cenové turbulence u akcií ze sektoru zdravotní péče bychom považovali za krátkodobé a obavy za přehnané (koneckonců většina z nich je již reflektována v současných cenách akcií).

Zdravotnické společnosti 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 slevou – 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.

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 inovacím produktů. Datová mobilita, cloud computing, e-commerce a internet věci představují bezpochyby nejrychleji rostoucí segmenty a prosazují se i na rozvíjejících se trzích.

Slibný výhled IT sektoru je spojen s atraktivním oceněním – sektor se obchoduje bez přírůžky k průměrnému ocenění celého trhu. Investoři jsou u něj přitom zpravidla ochotni platit až 30% prémii. 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 cyklický¹, 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 prémii v porovnání s průměrem sektoru. Růstový potenciál vidíme zejména u firem aktivních v oblasti e-commerce. Software představuje 60 % sektoru a jeho dobré vyhlídky nás vedou k tomu, abychom i vůči IT jako celku zaujali pozitivní postoj.

V oblasti regionů máme 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. Ve druhém čtvrtletí letošního roku byly korporátní výsledky amerických IT společností lepší oproti velmi nízkému nastaveným očekáváním, zisky firem ze subsektoru softwaru dokonce meziročně vzrostly o více než 8 %.

¹ Jeho beta (ukazatel korelace s trhem) je menší než jedna, což poukazuje na malou závislost na vývoji širokého trhu.

DLUHOPISY

Současné úrokové sazby jsou udržovány uměle nízkou prostřednictvím velmi uvolněné monetární politiky předních světových centrálních bank, která si klade za cíl podpořit anemické ekonomické oživení. Ve většině případů nenabízí dluhopisové trhy zajímavé možnosti investování. Místy se najdou atraktivní segmenty (korporátní dluhopisy nebo dluhopisy zemí s vyššími výnosy), většinou ale jen pro investory, kteří se nebojí podstoupit určité kreditní riziko.

Úrokové sazby zůstávají v blízkosti nuly nebo v některých případech dokonce pod nulou (-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 kolem nuly 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 politickou nejistotou a očekáváním extrémně dlouhého období téměř nulové inflace.

Pro dluhopisové investory může nastat obtížnější období s přibývajícím důkazy o tom, že je ekonomické oživení trvalejší povahy a inflace se odráží ode dna. Inflační očekávání se ale zvyšují jen pomalu a snadno je naruší špatné zprávy z ekonomiky nebo tržní či politické šoky (zlepšení čekáme směrem ke konci roku, kdy by měl ze statistik 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. Takového 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. Do překérní 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.

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 předpokládalo. Ohledně možného prodloužení programu evropského kvantitativního uvolňování (jeho ukončení je zatím plánováno na březen 2017) zůstává trh ve svých očekáváním rozpolcený. Část investorů věří, že bude ECB vystupovat jako čistý nakupující dluhopisů minimálně do podzimu 2017 a teprve poté začne s postupným utlumováním nákupů.

Diverzifikace směrem k firemním dluhopisům nabízejícím o něco vyšší výnos i u krátkodobějších splatností je jistě rozumná (zejména v době, kdy firemní dluhopisy nakupuje do své rozvahy i ECB), ani zde ale nelze podceňovat úrokové riziko.

Dluhopisy na rozvíjejících se trzích v americkém dolaru (EMBI) ^{NOVÉ}

Pod zkratkou EMBI se skrývají dluhopisy rozvíjejících se ekonomik emitované v amerických dolarech. Investoři benefitují ze zlepšujících se vyhlídek regionu emerging markets a zároveň si mohou sáhnout na velmi atraktivní výnos. Investice jsou denominovány v americkém dolaru, u něhož očekáváme posílení v souvislosti s vývojem úrokových sazeb v USA a zbytku světa. Okrajovou investici do dluhopisů EMBI považujeme za zajímavý doplněk diverzifikovaného dluhopisového portfolia.

Aktuálně dosahují dané dluhopisy výnosy do splatnosti téměř 5 %. Takto atraktivní odměna plně kompenzuje jejich kreditní a úrokové riziko. Rozvíjející se trhy v současnosti zažívají zrychlení růstu ekonomik. Také vyšší ceny ropy v porovnání se začátkem roku 2016 uvolňují tlak, který pociťovaly zejména země vyvážející ropu. Vyšší úrokové riziko je dáno delší průměrnou dobou do splatnosti (durací), která je v současnosti nastavena lehce nad 8 let.

Proč dává smysl investice právě v americké měně? Dolar byl v loňském roce v páru s eurem jednou z nejvíce posilujících měn. V letošním roce sice zatím k jeho dalšímu zhodnocení nedošlo, situace by se však měla změnit v souvislosti s očekávaným prosincovým zpřísněním měnové politiky americké centrální banky (viz detailnější u tématu Americký dolar).

Dluhopisy na rozvíjejících se trzích v lokálních měnách (LEMBO) ^{NOVÉ}

Pod zkratkou LEMBO se skrývají dluhopisy rozvíjejících se ekonomik emitované v lokálních měnách. Investoři benefitují ze zlepšujících se vyhlídek regionu emerging markets a zároveň si mohou sáhnout na velmi atraktivní výnos. V rámci tohoto tématu hledáme na rozvíjejících se trzích dluhopisy v podhodnocených měnách s potenciálem posílení. Okrajovou investici do dluhopisů LEMBO považujeme za zajímavý doplněk diverzifikovaného dluhopisového portfolia. Atraktivní zhodnocení investice do dluhopisů LEMBO je v porovnání s dluhopisy klasických zemí spojeno s vyšší kolísavostí (volatilitou). Strategie je proto určena pro odvážnější investory.

S dluhopisy rozvíjejících se ekonomik v lokálních měnách je spojeno několik rizik. Patří mezi ně především obavy ze zpomalení v Číně a dopady utahování měnové politiky americké centrální banky (Fedu). Výrazně vyšší americké úroky a dražší dolar by mohly způsobit potíže při financování zemí s vysokými zahraničními dluhy a schodky běžného účtu.

Tyto hrozby se ale zatím v letošním roce nenaplní: Americká centrální banka staví do popředí velmi postupnou normalizaci úrokových sazeb a Čína hlásí stabilizaci ekonomické situace. Lepšího růstu díky zvýšení cen ropy dosahují také ekonomiky závislé na exportu komodit (jako například Rusko).

Výrazně vyšší úroky z dluhopisů a prostor pro posilování podhodnocených měn dle našeho názoru investory za podstoupení výše zmiňovaných rizik plně kompenzuje.

HOTOVOST

Výnosy jsou velmi nízké (zůstávají poblíž nuly) a v bezprostřední budoucnosti ani neočekáváme jejich růst. Návrstnost 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 portfolích (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 posílení, pokud bude přetrvávat politická nejistota v Evropské unii a centrální banka v USA nakonec přikročí v tomto roce ke zvýšení 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 předpokládané rozdíly mezi měnovou politikou centrálních bank, inflačním očekáváním a úrokovými sazbami. V případě přesvědčivých makroekonomických dat počítá americká centrální banka se zvýšením úroků již na prosincovém 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 evropsští investoři někdy zapomínají) a jeho mezinárodní síla by se měla zvyšovat. Výnosy amerických desetiletých dluhopisů (1,58 %) 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 nevyšetřitelných výkyvů měnových kurzů.

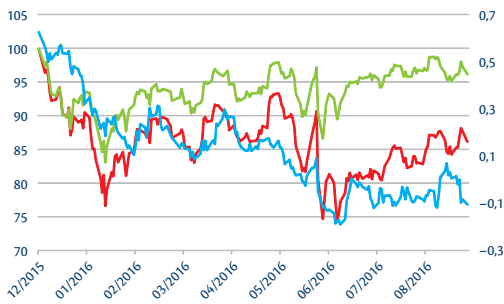
Zdraží nám politika ECB pojistky?

ECB drží již dva roky svou základní sazbu na nule a sazbu depozitní dokonce v záporných hodnotách. Od loňského března navíc nakupuje na trhu dluhopisy a výrazně přispívá k poklesu jejich výnosů. Stává se tak důležitým hybatelem na trhu s vládními dluhopisy a vytěsňuje jiné investory směrem k podnikovým dluhopisům a dluhopisům hůře hodnocených emitentů obecně.

Podle nedávno zveřejněné statistiky nabízí pouze 9 % z emisí eurových dluhopisů s ratingem alespoň A více než procentní výnos. Nejen vládní, ale i některé podnikové emise byly dokonce upsány s negativním výnosem (věřitel platí za to, že půjčuje důvěryhodnému dlužníkovi).



Pojišťovny letos nemají dobrý rok
vývoj evropských akciových indexů vs. výnosy německých státních dluhopisů



— Stoxx Europe 600 Insurance (levá osa)
— Stoxx Europe 600 (levá osa)
— výnos německého 10letého státního dluhopisu (pravá osa)
Zdroj: Bloomberg.

Vládám a nefinančním podnikům takové podmínky jistě vyhovují. Negativní dopad však mají na finanční sektor. Hodně se mluví o poklesu úrokových marží v případě bank, trochu stranou diskuse ale zůstávají pojišťovny, kde přitom delší období nízkých sazeb může vést až ke krachům, jak dokazuje srovnatelná zkušenost z Japonska.

Sama ECB ve své Zprávě o finanční stabilitě z listopadu 2015 uvedla, že v Japonsku na počátku tisíciletí vinou přetrvávajících nízkých sazeb zkrachovalo 7 životních pojišťoven, jejichž aktiva v roce 2000 tvořila 8,6 % celkových aktiv sektoru. Kromě akcionářů byli krachem postiženi i klienti, kteří přišli o 10 % svých úspor.

Pojišťovny, a ty životní zvláště, jsou přímým konkurentem ECB při investicích do dluhopisů. Klasický obchodní model životní pojišťovny zahrnuje prodej pojistky s délkou několika desítek let a garantovaným minimálním zhodnocením. Pojistné se následně investuje do dostatečně bezpečných dluhopisů s výnosem přesahujícím garantované zhodnocení a co nejdelší splatností, která ovšem málokdy dosahovala délky pojistky. Po splacení prvních dluhopisů tak pojišťovna nese riziko, že výnos dalších dluhopisů na pokrytí garantovaného zhodnocení stačit nebude.

Toto riziko se v posledních letech ukázalo jako velmi reálné a odkupy dluhopisů ze strany ECB jej dále zvýraznily. Naše země sice není členem eurozóny, ovšem nízké až záporné výnosy na dluhopisech se nás vinou spekulací na opuštění měnového závazku týkají rovněž. Ačkoli jsou tradiční typy pojistek v posledních letech na ústupu, historická portfolia jsou velmi významná. VIG například loni vykazala 60% podíl těchto produktů na rezervách v segmentu životního pojištění při průměrném garantovaném minimálním výnosu 2,4 % (Generali uvedla podíl 76 % a Allianz 71 %).

Nízké sazby působí na pojišťovny dvěma kanály. První je kapitálový a projevuje se při prvotním poklesu sazeb. Ten sice na jedné straně zvyšuje hodnotu dluhopisů v portfoliu, na straně druhé ale také zvyšuje hodnotu budoucích závazků u smluv se sjednanou minimální mírou zhodnocení. Vzhledem ke zmíněnému rozdílu mezi délkou trvání smluv a splatností proti nim nakoupených dluhopisů je přitom negativní efekt často vyšší. Tento směr se projeví relativně rychle při přecenění aktiv i závazků a pojišťovny jej z velké části vykazují přímo do kapitálu, a nikoli do běžného zisku.

Druhým kanálem je pokles úrokových výnosů při reinvesticích. Jelikož je průměrná doba do splatnosti dluhopisů v portfoliu životních pojišťoven poměrně dlouhá (ECB uvádí 8,6 roku), pokles sazeb a jejich setrvání na nízké úrovni bude snižovat úrokové výnosy pojišťoven v několika dalších letech.

Graf vpravo ukazuje dnešní nízké výnosy vládních dluhopisů ČR, Německa a Španělska na 2-, 5- a 10leté splatnosti a také pokles výnosu v případě, že takový dnes splatný dluhopis nahradíme novým se stejnou splatností.

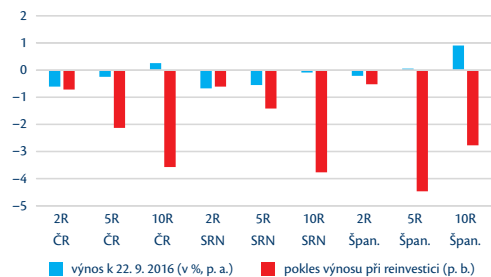
Při takto chmurném výhledu samozřejmě nelze očekávat, že by pojišťovny zůstaly jen nečinně přihlížet. Reakce mohou mít řadu forem:

- sníží nabízené minimální míry zhodnocení, a tím také atraktivitu garantovaných produktů pro nové klienty;
- nabídnou stávajícím klientům s vysokou zaručenou mírou zhodnocení převod do jiného produktu;
- změní distribuční strategii směrem k levnějším kanálům a poroste tlak na cross-selling;
- změní investiční strategii směrem k větší akceptaci rizika (ať už kreditního nebo úrokového);
- zvýší marže, tedy ceny pojistek proti očekávaným rizikům;
- zvýší poplatky a pokuty.

Ne všechna řešení se hodí pro všechny pojišťovny. Nicméně zdražení pojistek, a tím přesunutí problému z jednoho produktu na celou nabídku, bude zřejmě zvažovat většina z nich a lehce se tedy může stát, že konkurence bude místo boje o klienta raději první zdrazňující pojišťovnu následovat podobně, jako se to u nás děje na pivním trhu.

Miroslav Adamovič, analytik, ČSOB Asset Management

Reinvestiční riziko v praxi
současný výnos a pokles výnosu během splatnosti maturujících vládních dluhopisů



Zdroj: Bloomberg.

ALTERNATIVNÍ INVESTICE

Kromě nemovitostí a komodit alternativní investice představují širokou škálu tříd aktiv, jako jsou hedgeové fondy² nebo private equity³. Typickým rysem této skupiny investičních nástrojů je často omezená likvidita a nízká korelace s tradičními třídami aktiv, jako jsou akcie a dluhopisy.

Jejich přidání hodnota do diverzifikovaného portfolia spočívá v kombinaci lepšího výnosu a snížení rizika ve střednědobém horizontu. Právě z důvodů těchto vlastností jsou alternativní investice v zásadě určeny k investování v dlouhodobějším horizontu. 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).

² Hedgeový fond je speciální investiční fond. Je vysoce rizikovou investicí, která může přinést vysoký výnos, ale také vysokou ztrátu. Snaží se o absolutní výnos nezávislý na obecném ekonomickém vývoji a vývoji kapitálových trhů.

³ Private equity jsou typicky investicemi do začínajících, veřejně neobchodovaných společností, a to jak formou dluhového nebo kapitálového financování, či jejich kombinací. Jedná se o vysoce rizikové investice, které ale mohou přinést též vysoce nadstandardní výnos.

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“ (podrobněji viz samostatné téma Americký dolar). Další část portfolia je rozložena mezi měny s vysokými výnosy. Fond rovněž 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 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. Silný pracovní trh a nízká inflace jsou faktory podporující kupní sílu domácností, a tedy investice spotřebitelů. Jde o pozitivní zprávu jak pro nákupní centra, tak i rezidenční trh jako celek.

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 3,8 %) přitahují mnoho investorů. Realitní akcie již nejsou vyloženě levné, jejich výnos ale zůstává stále vyšší v porovnání s žalosnými úroky z dluhopisů. Atraktivitu sektoru by mohla snížit snad jedině recese ekonomiky, nebo prudký růst úrokových sazeb (ten ale není na pořadu dne ani v USA, které jdou zatím cestou pouze pozvolného utahování měnové politiky).

Přerujeme 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.

Komodity

Návratnost investic do komodit určují zejména dvě věci. Kromě cenového trendu dané komodity je druhým faktorem návratnosti „rolování“ (znovuobnovování kontraktu), která souvisí se skutečností, že investor nenakupuje komoditu samotnou (tanker plný ropy, loď plnou obilnin nebo kontejner mědi), nýbrž investuje do forwardových (budoucích) kontraktů. Aby investice trvala, musejí být tyto kontrakty rolovány. Většinou je třeba zaplatit prémii, 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. V lednu a únoru

letošního roku zlevnila ropa až na 13letá minima (pod hranici 30 dolarů za barel) a v mnoha případech se ceny dostaly až pod úroveň mezních nákladů, což zastavilo nové investice do rozšiřování produkce a dražší těžební provozy. V současné době lze díky návratu cen nad 45 USD za barel pozorovat pozvolné obnovování produkce i mimo země kartelu OPEC (projekty těžby břidlicové ropy nebyly při nižších cenách rentabilní).

Arabské země se dlouhodobě nebyly schopny domluvit na snížení produkce, které by vedlo ke zvýšení ceny. Průlomem bylo až setkání OPEC v Alžírsku v posledním zářijovém týdnu, na němž dosáhly dohody o zmrazení těžby na úrovni 32,5 milionu barelů denně. Otázkou však zůstává, do jaké míry budou všechny zúčastněné země závazek dodržovat.

Domníváme se, že i přes tento nečekávaný vývoj zůstanou krátkodobě 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. Přebytek nabídky se bude zmenšovat jen postupně a k obnově rovnováhy na trhu a markantnějšímu zdražení ropy dojde pravděpodobně nejdříve v první polovině roku 2017. Výhled oživení komoditního trhu mohou navíc narušit horší zprávy z čínské ekonomiky, naopak tlak na zvýšení ceny může přijít v důsledku nárůstu geopolitických rizik na Blízkém východě, ale i v dalších regionech.

Komodity v současnosti nepreferujeme kvůli nízkému potenciálu růstu jejich cen, který nekompenzuje vysoké náklady rolování při držbě futures kontraktů.

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 (zaručené ne v monetárním ohledu) a nenabízí spolehlivou ochranu proti inflaci. Pro zahrnutí zlata do portfolia existuje jediný dobrý důvod, tj. jako forma pojistky pro případ války, revoluce či kolapsu peněžního systému. Nicméně ti, kdo se rozhodnou z tohoto důvodu investovat, si s jeho cenou starosti příliš nedělají, chtějí jen držet něco hmatatelného.

Z ekonomického hlediska 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. Obavy z brexitu a blížící se americké prezidentské volby v současnosti vyvolávají v investorech nejistotu, tudíž se může cena zlata ještě určitou dobu udržet nad hranicí 1 300 dolarů za unci.

Strach investorů, kteří poptávají zlato jako zajištění proti krizi, je ale v současnosti podle našeho názoru přehnaný. Zdaleka nejsme svědky recese světové ekonomiky a výhled růstu zůstává i přes ekonomická a geopolitická rizika příznivý. Snad jedinou závažnější otázkou zůstává odolnost evropských (zejména italských) bank vůči problémům s nespáčenými 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. 9. 2016). Materiál neslouží k poskytování osobního investičního poradenství, nepředstavuje investiční doporučení k nákupu či prodeji jakýchkoliv investičních nástrojů, nejedná se o nabídku ani veřejnou nabídku. 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 klesat, v závislosti na typu investice i výraznějším způsobem.