



AKTUÁLNÍ ČÍSLO PŘINÁŠÍ:

Jak vidíme svět?

- Fed zvedl dle očekávání úroky. Přípravuje trh na trojí zvýšení sazeb v roce 2017.
- ECB natáhla tisk peněz o 9 měsíců. QE ale pokračuje ve sníženém objemu.
- OPEC se dohodl na omezení produkce. Připojí se i země mimo kartel.

Co děláme v portfoliích?

- Akciovou pozici ponecháváme na neutrální úrovni, v reakci na tržní vývoj mírně upravujeme regionální a sektorové preference.

Spojené státy americké (USA)

Optimismus korporátní Ameriky by se dal krájet

Americká ekonomika v posledních měsících dokazuje, že má stále dost impulzů k růstu. Předstihové indexy nákupních manažerů ISM vykázaly za listopad lepší čísla jak ve zpracovatelském sektoru (53,2 bodu vs. očekávaných 52,5 bodu), tak ve službách (57,2 bodu vs. očekávaných 55,5 bodu).

Slabší data, než očekával trh, ale přišla z amerického maloobchodu a průmyslu. Listopadové maloobchodní tržby mírně zaostaly za odhady (+0,1 % meziměsíčně) a investory zklamala také průmyslová produkce (-0,4 % meziměsíčně). Také deficit americké obchodní bilance se oproti očekávání výrazněji prohloubil (na 42,6 miliardy USD). Nicméně i když šlo o jeden ze slabších výsledků poslední doby, v delším horizontu sledujeme stabilizaci trendu po předchozím zhoršování bilance. Data z nemovitostního trhu přicházela smíšená.

Výhled přísnější měnové politiky Donaldovi za trest?

14. prosince americký Fed podruhé od finanční krize zvýšil své sazby (na 0,50–0,75 %). Tento krok byl plně v souladu s očekáváním trhu. Po kvartálech spíše slabšího hospodářského růstu USA následovalo silné třetí čtvrtletí, v němž ekonomika podle finálních údajů zrychlila tempo na 3,5 % (přepočteno na roční bázi). Také míra nezaměstnanosti v listopadu pozitivně překvapila. Poklesla na 4,6 %, což je dokonce minimum od srpna 2007. Míra participace pracovní síly², která zaznamenala propad v důsledku recese, se již dokázala o třetinu zvednout – mimochodem nejrychlejším tempem od roku 1985.

V listopadu bylo v americké ekonomice vytvořeno 178 tisíc pracovních míst, předchozí měsíc byl ale revidován výrazně dolů a příliš optimismu nepřinesl ani mzdový růst (zpomalil zpět na 2,5 % meziročně). Dostatečně vysoký dlouhodobý průměr tvorby pracovních míst a postupné zvyšování inflace směrem k cíli byly ale pro Fed důležitějšími argumenty pro okamžité zvýšení sazeb.

Spotřebitelské ceny v USA rostly v listopadu o 1,7 % meziročně, stály za tím zejména vyšší ceny energií. Inflation by měla také v následujících měsících dále stoupat kvůli zdražení cen ropy v důsledku koordinované akce OPEC na omezení produkce a rostoucích mzdových tlaků. Jádrová inflace (PCE) dosáhla v říjnu meziročního růstu 1,7 %. I když se nachází stále pod 2% cílem Fedu, je vyšší než 1,4 % před rokem, kdy americká centrální banka zahajovala cyklus zvyšování sazeb.

Janet Yellenová investory nejvíce překvapila výhledem rychlejšího zvyšování úroků v roce 2017 – místo očekávaných dvou zvýšení by mělo jít dokonce o utahování měnové politiky ve třech krocích, na což okamžitě zareagoval posílením kursu amerického dolaru vůči ostatním měnám. Svou prognózu zdůvodnila obavami,

¹ Údaj nad 50 body značí očekávání expanze, údaj pod 50 body naopak očekávání recese.
² Zapojení práceschopných obyvatel ve věku 25–54 let do pracovního procesu.

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)		Inflace (průměrná roční změna, v %)	
	2016	2017	2016	2017
CZ	2,5	2,3	0,6	2,0
EMU	1,7	1,7	0,2	1,3
USA	1,9	2,1	1,5	1,9

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg.

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

aby se Fed nedostal „za křivku“ za předpokladu, že skutečně dojde k očekávanému uvolnění fiskální politiky, jak slibuje Donald Trump.

Nutno upozornit na to, že americká centrální banka potřebovala celý rok na to, aby se přesvědčila o odolnosti americké ekonomiky, zvýšila sazby o další (pouhou) čtvrtinu procentního bodu a představila přísnější výhled měnové politiky. I před rokem přitom předpovídala pro následujících 12 měsíců více než dvojnásobné zvyšování úroků.

Na obranu centrálních bankéřů z Fedu je však nutné říci, že do své prognózy tehdy nemohli zahrnout „černé labutě“, jakými byla panika ze zpomalení čínské ekonomiky, která se v prvním čtvrtletí roku 2016 promítla do pádu komoditního trhu a akciové korekce, a ledová sprcha v podobě odhlasování brexitu. Také ekonomický vývoj v USA nebyl po většinu roku 2016 tak robustní, jak v loňském prosinci predikovali (zejména růst produktivity).

Trumponomika: Strašák pro dluhopisové trhy, kouzelné zaklínadlo pro akcie

Donald Trump se oficiálně ujme prezidentského úřadu v lednu 2017. Jeho vliv na ekonomiku v krátkodobém horizontu tudíž zůstává prozatím omezený. To samé však nedá tvrdit o dopadu jeho vítězství na finanční trhy a výhled inflace.

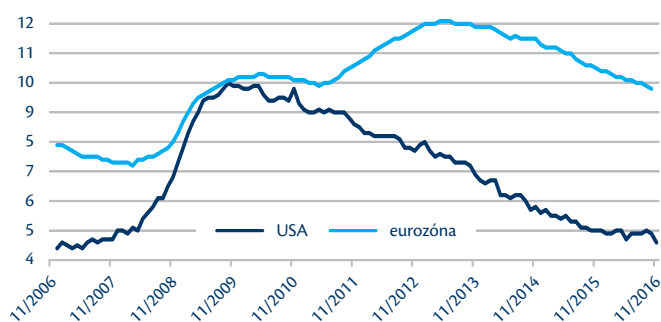
Jak již bylo nastíněno, investoři od Trumpovy politiky očekávají vyšší státní výdaje, snížení daní a omezení regulace (zejména ve výrobním sektoru). To vede k pozitivním revizím (nominálního) ekonomického růstu a potažmo růstu cen rizikových aktiv a posilování amerického dolaru. Naopak dluhopisové trhy „krvácejí“ kvůli vidině vyšší inflace, která by byla s expanzivnější rozpočtovou politikou spjata a která tlačí vzhůru výnosy pevně úročených investic.

Kvůli velké nepředvídatelnosti, která je s osobou Donalda Trumpa spojena, zůstává ve střednědobých prognózách mnoho proměnných. Pokud Trump skutečně splní své předvolební sliby, co se bude dít s již tak vysokým státním zadlužením USA a náklady na dluhovou službu? Kdy začne silící americký dolar působit jako brzda zisků firem a ekonomického růstu? Nerozputá Trumpova rozhazovačná politika příliš rychlý růst inflace? Jaký kurz nabere (zatím stále relativně uvolněná) politika Fedu, až skončí mandát současným členům měnového výboru (Janet Yellenové v únoru 2018, Stanleyemu Fisherovi v červnu 2018) a volná místa budou obsazena „Trumpovými“ lidmi?

Evropa

V eurozóně převládá v korporátním světě rovněž dobrá nálada. Důvěra spotřebitelů a podnikatelů roste. Ekonomika eurozóny posílila ve 3Q 2016 podle finálních údajů o 0,3 % mezičtvrtletně a průmyslová výroba (po očištění o počet pracovních dní) vzrostla v říjnu o 0,6 % meziročně. Nezaměstnanost v říjnu klesla na 9,8 % (nejnižší úroveň za 7 let) a pomalu se začíná zvedat i inflace. V listopadu dosáhl růst spotřebitelských cen v eurozóně oproti období před rokem 0,6 %.

Míra nezaměstnanosti v USA a eurozóně (v %)



Zdroj: Bloomberg.

Italské „ne“

Odmitavý výsledek italského referenda o změně ústavy pro trhy nebyl velkým překvapením a velmi brzy došlo k uklidnění politické scény. Opozice sice žádala v reakci na výsledek referenda předčasné volby, prezident Sergio Mattarella ale odmítl rozpustit parlament a vypsát nové volby. Jako důvod uvedl, že je třeba nejprve dokončit změny v zákonech, které byly započaty a vzhledem ke schválení jejich části v roce 2015 jsou zatím aplikovány pouze na dolní komoru parlamentu. Nová vláda pod vedením Paola Gentiloniho by tak měla v podstatě kráčet v Renziho šlépějích.

Ovládli ECB jestřábi, nebo holubice?

Evropská centrální banka (ECB) 8. prosince prodloužila program nákupů dluhopisů o 9 měsíců do prosince 2017. Od dubna však sníží hodnotu nákupů z 80 na 60 miliard eur měsíčně. Podle očekávání ponechala úrokové sazby beze změny (základní úroková sazba 0 %, depozitní sazba -0,4 %). ECB dále oznámila změny v pravidlech, podle kterých bude dále provádět politiku kvantitativního uvolňování. Začne nakupovat i dluhopisy s kratší splatností (1 rok) a nebrání se ani nákupům dluhopisů s výnosem nižším než depozitní sazba. Na druhou stranu ale navzdory očekávání trhu nezměnila limit na emitenta (33 %), což pravděpodobně v příštím roce omezí nákupy německých dluhopisů. Trh byl v bezprostřední reakci na rozhodnutí ECB zmatený, protože zprvu interpretoval výsledek jako „tapering“ (utlumování stimulačního programu). Projev Maria Draghiho ale potvrdil záměr držet déle politiku silně uvolněnou, na což zareagovalo poklesem euro a dluhopisů. Výnosové křivky v Evropě zaznamenaly pokles sazeb na krátkém konci a zároveň růst na konci delším.

Co na to ČNB?

Rozhodnutí ECB sice na první pohled může vést Českou národní banku (ČNB) k prodloužení období intervencí na koruně, ne však automaticky. ČNB při úvahách o ukončení intervencí sleduje politiku ECB pravděpodobně primárně z taktických důvodů: bojí se agresivnějšího přílivu zahraničního kapitálu, pokud by provedla exit ve chvíli, kdy ECB ještě tiskne na plný plyn. Pokud ale slabší QE bude znamenat vyšší eurové výnosy a nižší atraktivitu koruny, může být situace jiná. ECB proto nemusí být ve finále zásadní překážkou pro náš základní scénář – exit z intervencí ve třetím kvartále příštího roku.

Evropský politický kalendář plný červených vykřičníků

Rok 2017 pak pro eurozónu zahrnuje mnoho politických rizik, jako jsou spuštění faktického brexitu a volby v jednotlivých členských zemích EU (parlamentní volby v Nizozemsku, prezidentské a parlamentní volby ve Francii, parlamentní volby v Německu a nelze vyloučit ani předčasné volby v Itálii). Hrozbou jsou rostoucí preference populistických a antisystémových politických stran. Jak je však patrné z tržní historie roku 2016, ani naplnění těch nejčernějších scénářů nakonec investoři do rizikových aktiv nedokázalo rozhodit.

Brexit se blíží

Spojenému království se od hlasování o brexitu zatím daří relativně dobře. Průmyslová výroba se sice v říjnu meziročně propadla o 1,1 %, ale „měkké“ ukazatele PMI ve výrobě i službách hlásí dobré zprávy a drží se nad 50bodovou hranicí, což značí očekávání expanze. Soukromá spotřeba podporuje sektor služeb a zůstává tak motorem růstu britské ekonomiky. Přesto v dlouhodobějším horizontu očekáváme zpomalení růstu.

Očekávání brexitu mělo prozatím vliv zejména na britskou libru. Ekonomika si „dovází“ vyšší inflaci, o čemž již v prosinci přišly první důkazy. Index spotřebitelských cen stoupl na 1,2 % meziročně a šlo tak o nejrychlejší tempo růstu inflace za poslední 2 roky. Znamená to tlak na reálný růst příjmů a spotřebu domácností. Nejistota může mít vliv také na firemní investice a aktivity.

Je třeba mít na paměti, že jednání o brexitu se mohou ještě zkomplikovat. Teprve v lednu bude znám verdikt britského nejvyššího soudu, zda musí spuštění procesu vystoupení Británie z Unie nejprve posvětit parlament.

Asie

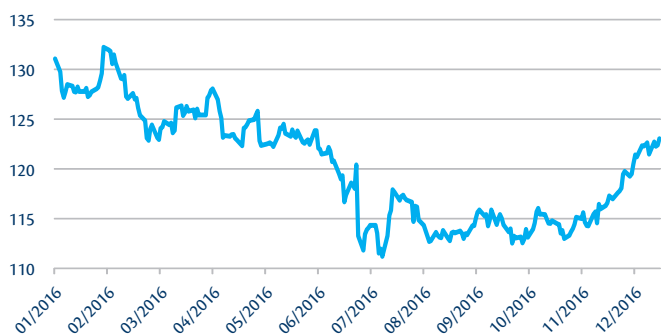
V případě japonské ekonomiky se možná opět blýská na lepší časy. HDP rostl ve 3Q 2016 podle finálních údajů o 1,3 % (přepočteno na roční bázi). Důležitým faktorem, který přispívá k příznivějším vyhlídkám země, je slabší jen.

V Číně nejčerstvější makrodata potvrzují stabilizaci ekonomiky. Rozsáhlé měnové a fiskální stimuly přináší podle všeho kyselé ovoce. Poslední PMI (jak z výroby, tak ze služeb) poukázaly na optimistická očekávání podniků. Rostla i důvěra spotřebitelů a maloobchodní tržby. Průmyslová výroba stoupla v listopadu o 6,2 % meziročně a mírně předčila očekávání. Velkým rizikem je ale pro exportně zaměřenou Čínu politika amerického prezidenta Trumpa, který hrozí vysokými dovozními cly.

Indický premiér Narendra Módí v rámci svého plánu na boj proti korupci, šedé ekonomice a daňovým únikům oznámil kontroverzní opatření, které spočívá ve stažení všech bankovek v hodnotě 500 a 1 000 rupií z oběhu. Nedostatek nových bankovek v ekonomice, která se z 90 % spoléhá na hotovostní transakce, může mít s největší pravděpodobností negativní dopad na hospodářský růst.

³⁾ Mohl by být se svou politikou nízkých sazeb pozadu za tím, co si žádá aktuální fáze ekonomického cyklu, a mohl tím přispět k pěchřátí ekonomiky.

EUR/JPY



Zdroj: Bloomberg.

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.

Uplynulý měsíc byl navzdory celé řadě potenciálních rizik mimořádně úspěšným. Začátkem měsíce byly trhy v očekávání výsledků italského ústavního referenda, s nímž premiér Matteo Renzi spojil i svou politickou budoucnost. Přestože byl výsledek mnohými veskrze dopředu očekáván, investorům dělalo starosti zejména riziko následné politické nestability. Ta by mohla ohrozit nezbytnou restrukturalizaci italského bankovního sektoru, jenž je plný pochybných úvěrů a jehož revitalizace bude vyžadovat mobilizaci politického kapitálu i jeho jednotu.



Investory tak alespoň uklidnilo (na italské poměry nebývale rychlé) jmenování nového premiéra, který se zavázal pokračovat v reformních krocích svého předchůdce. Akciové trhy tuto snahu o zachování kontinuity ocenily růstem.

Růstovým impulsem akciovému trhu byly také závěry z pravidelného zasedání ECB. Akciovou rally nezastavilo ani prosincové zvýšení sazeb amerického Fedu, podobně jako i jeho následná prognóza pro příští rok, která oproti původním předpokladům počítá s rychlejším tempem růstu sazeb.

Bezprostředním důsledkem rozdílných měnových politik ECB a Fedu je rostoucí úrokový diferenciál, který byl také příčinou pokračujícího posílení amerického dolaru, jenž se tímto posunul na dlouholetá maxima (podobně silný byl dolar naposledy v roce 2002).

Výnosy evropských střednědobých a dlouhodobých dluhopisů v minulém měsíci klesly (růst jejich cen) a z části tak korigovaly listopadové ztráty. Na extrémně nízké úrovni výnosů z poloviny letošního roku se ale pravděpodobně v nejbližších obdobích nepodíváme, zejména vzhledem k narůstajícím inflačním očekáváním a příznivému hospodářskému vývoji evropských zemí.

Z uvedeného důvodu doporučujeme v portfoliích využívat i instrumentů mimo běžnou úrokovou složku, jakými jsou akcie a investice s prvky ochrany (případně jejich vzájemnou kombinaci) nebo alternativní strategie.

Jan Bureš, portfolio manažer, ČSOB Asset Management

Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a měnových kurzů

		01/2017	04/2017	07/2017	01/2018
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	10Y sazba	0,45	0,60	0,70	0,80
	USD/CZK	25,98	25,98	26,21	25,49
	EUR/CZK	27,02	27,02	27,00	26,00
EUR	Základní sazba	0,00	0,00	0,00	0,00
	10Y sazba	0,25	0,30	0,40	0,50
USD	Základní sazba	0,75	1,00	1,25	1,50
	10Y sazba	2,55	2,60	2,70	2,80
	USD/EUR	1,04	1,04	1,03	1,02

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

Dluhopisové investice

Investiční příležitosti aktuálně vidíme převážně v podnikových a bankovních dluhopisech. 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, případně fixně úročeným dluhopisům se splatností do tří let.

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. Expozici vůči rizikovým dluhopisům momentálně koncentrujeme do jediného fondu, který vykazuje nižší podíl finančních titulů. Fond v uplynulém období zhodnotil o 1,6 %.

V rámci výše uvedeného limitu rizikových dluhopisů držíme i dluhopisový fond zaměřený na rozvíjející se trhy. Fond si v uplynulém měsíci připsal 2,2 %. Z části se mu tak podařilo umazat listopadové ztráty, jež byly důsledkem skokového růstu dolarových výnosů v reakci na volbu amerického prezidenta.

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 podstupované riziko je pro investora vyšší očekávaný výnos takovéto investice. Fond v uplynulém měsíci vzrostl o 1,5 %. Příznivě reagoval na vývoj po italském referendu a příslib zachování kontinuity reformního úsilí.

S blížícím se koncem roku rostou náklady zajištění měnového rizika korunových investorů. Některé z cizoměnových dluhopisových investic tak odkládáme na začátek nového roku, kdy očekáváme pokles těchto nákladů. V portfoliích, kde to umožňují smluvní podmínky, ponecháváme cizoměnovou pozici nezajištěnou, a to maximálně do výše horní hranice smluvního limitu.

Zabezpečené investice

Portfolio Pro

Průměrný podíl akciové složky v Portfoliích Pro 90 byl v uplynulém měsíci zvýšen na 66 %. Podíl akcií v Portfoliích Pro 95 vzrostl na 26 %. K zvýšení akciového podílu došlo napříč všemi emisemi. Bylo to důsledkem jak všeobecného růstu cen akcií, tak i aktivního zvýšení jejich podílu. Průměrné zhodnocení Portfolií Pro 90 dosáhlo za uplynulý měsíc +2,3 %. Zhodnocení Portfolií Pro 95 dosáhlo v průměru 0,89 %.

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 na 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.

Investice bez ochrany

Akcie a strukturované investice

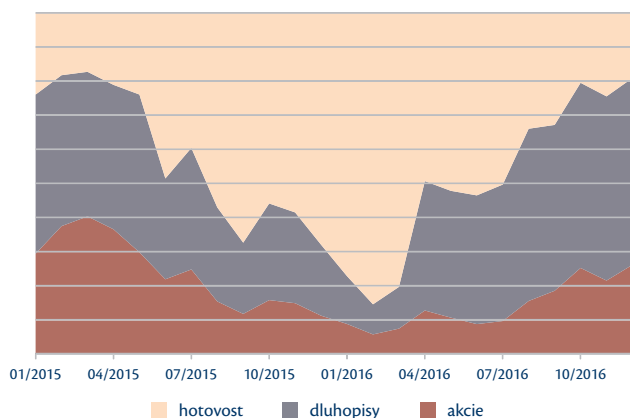
Akciovou složku jsme v uplynulém měsíci ponechali blízko neutrální úrovně. Z hlediska regionální alokace v portfoliích nadále upřednostňujeme americký trh a nově mírně nadvažujeme také akcie v eurozóně díky jejich příznivé valuaci a odolnosti vůči politickým rizikům. Neutrální postoj zaujímáme vůči Japonsku a rozvíjejícím se tržím jihovýchodní Asie.

Z hlediska sektorové alokace již neklademe důraz na defenzivní (necyklická odvětví). Naším hlavním favoritem sice zůstává sektor zdravotní péče, stále větší měrou ale preferujeme i cyklická odvětví, jako jsou IT, zboží dlouhodobé spotřeby a finance. S ohledem na prostředí přetrvávajících relativně nízkých úrokových sazeb mírně nadvažujeme realitní trh.

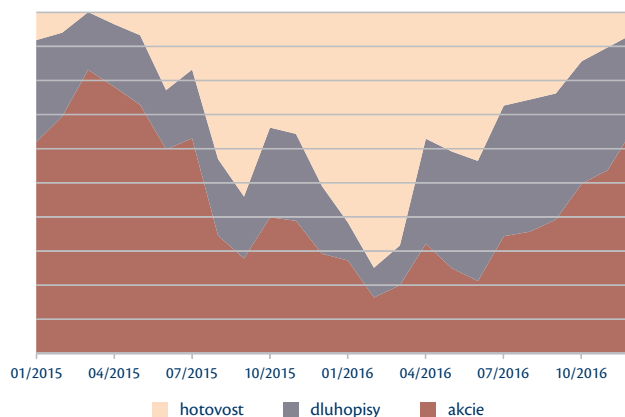
Alternativní investice

Některá z portfolií jsme začátkem druhého čtvrtletí rozšířili o alternativní fond Celest Lacerta (Currency), jímž jsme postupně nahradili fond volatility (Celest Andromeda). Cílem fondu je nákup vybraných cizích měn, u kterých je předpoklad jejich posílení vůči euru, 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 eurech. Hodnota fondu za uplynulý měsíc mírně vzrostla o 0,3 %.

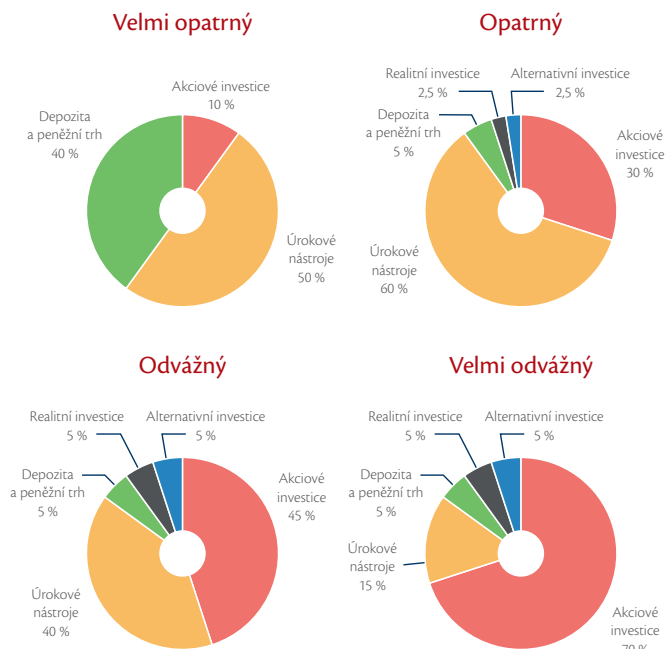
Průměrné rozdělení akciové, dluhopisové a hotovostní složky v Portfoliích Pro 95



Průměrné rozdělení akciové, dluhopisové a hotovostní složky v Portfoliích Pro 90



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



3

TYPY AKTIV A PREFEROVANÁ TÉMATA

AKCIE

Americké indexy od vítězství Donalda Trumpa trhají jeden rekord za druhým. Akcie v portfoliích držíme na neutrální úrovni, od dalších nákupů nás zatím odrazuje řada rizik, jako jsou politická nejistota v Evropě, nečitelná osobnost nově zvoleného amerického prezidenta a relativně vysoké ocenění některých trhů.

Předstihové ukazatele, jako jsou indexy nákupních manažerů (PMI) ve výrobě a službách předpovídají i pro následující měsíce pokračování růstu předních světových ekonomik. Tento vývoj je nejzřetelnější v rozvinutých zemích.

Nový americký prezident Donald Trump navíc slibuje expanzivnější fiskální politiku, která by měla hrát do karet cykličtějším odvětvím, zejména společností podnikajícím v oblasti infrastruktury a výrobě (Trump klade menší důraz na ekologické aspekty, což mohou ocenit společnosti z odvětví energetiky). I zdravotnické firmy si mohly díky překvapivému výsledku amerických prezidentských voleb krátkodobě oddechnout, Hillary Clintonová jim totiž hrozila přísnou regulací cen léčiv. Radovat se může ale i finanční sektor, protože vyšší vládní výdaje znamenají tlak na růst inflace, který by mohl nadobro ukončit tržní období extrémně nízkých úrokových sazeb, jež dlouho sužovalo banky. Rychlejší ekonomický růst se navíc může postarat o růst spotřeby a poptávky po úvěrech.

V eurozóně zůstává nevyřešena řada dlouhodobých strukturálních problémů (od blížícího se brexitu přes nárůst vlivu populistických hnutí a stran, po problémy, zejména italského, bankovního sektoru). Odpovídá tomu ale také nižší ocenění v porovnání s americkými akciemi, což nás vede k přehodnocení názoru na evropský region z neutrální na pozitivní úroveň.

Z asijských akcií se stavíme neutrálně k Japonsku, snahy premiéra Abeho o stimulaci ekonomiky se dlouhodobě míjely účinkem a ekonomika kolísala mezi recesí a slabým růstem. Silná závislost na exportu ji navíc zanechává v nejisté budoucnosti s nově zvoleným americkým prezidentem (který je zastáncem protekcionismu). Aktuální oslabování japonské jenu, na které Japonsko dlouhou dobu čekalo, ale možná konečně představuje záblesk naděje. Měnově zajištěným investicím do tohoto regionu se proto přestáváme bránit.

Čína se snaží o transformaci ekonomického modelu růstu poháněného investicemi na ekonomiku orientovanou na spotřebu a služby, její HDP vlivem toho roste pomalejším tempem ve srovnání s uplynulými roky, avšak v souladu s očekáváními. Také ostatní rozvíjející se trhy hlásí dobré předstihové ukazatele. Celkově lze ve třetím čtvrtletí pozorovat globální zrychlení ekonomického růstu a zlepšení většiny indikátorů důvěry. K větší opatrnosti vůči tomuto regionu nás ale vede výhled rychlejšího zvyšování sazeb Fedu, což může vést ke zranitelnosti některých slabších ekonomik a problémům finančního sektoru.

V první polovině roku 2016 byly korporátní výsledky ještě velmi slabé (k poklesu zisků docházelo několik kvartálů v řadě), za třetí kvartál je ale již hodnotíme mírně pozitivně. Zisky konečně po delší době vykázaly růst jak v USA, tak v eurozóně (v obou případech o 3 %). Průměr indexu S&P 500 doposud značně negativně ovlivňovalo silné zastoupení těžce zkoušeného ropného sektoru, tento efekt by měl ale v následujícím čtvrtletí odeznít a větší zlepšení zisků tak očekáváme v dalších kvartálech.

Positivem zůstává, že firmy nadále „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 dlouhou dobu dopadala měnová politika nulových až záporných úroků. Současný dividendový výnos akcií z indexu MSCI World dosahuje 2,6 % a překonává tak průměr 2,2 % za posledních 20 let.

Růst akciových trhů nyní bohužel ohrožují specifická rizika (v určité formě jsou však rizika přítomna v každé době). Období tržní volatility může zejména v souvislosti s politickou nejistotou v EU (brexit a supervolební rok 2017) nějakou dobu přetrvávat, proto v současnosti vkládáme důvěru především do defenzivního sektoru zdravotní péče a do odvětví s pozitivními vyhlídkami růstu firemních zisků (sektory IT, zboží dlouhodobé potřeby a finance). Negativně vnímáme průmysl, síťová odvětví, telekomunikace a zboží běžné spotřeby.

Akcie s vysokými dividendami a zpětnými odkupy

Akcie firem s atraktivní dividendou poskytují stabilnější výnos oproti ostatním a jsou také méně cyklické. Díky sektorové diverzifikaci dokáží nabídnout lepší poměr výnosu a rizika než akcie z vyložené defenzivních odvětví. Přetrvávající politická nejistota a geopolitická rizika odrazují centrální banky od úplného ukončení stimulačních programů. Úrokové sazby zůstávají relativně nízké v porovnání s historickým normálem a dividendy tak na západních trzích nadále v řadě případů převyšují 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 nekumuje ve společnosti ani neutráci za ztrátové projekty nebo příliš vysoko oceněné akvizice. Pro investory jsou vysoké výplaty hotovosti stabilních firem vhodnou alternativou k nízkým výnosům dluhopisů.

Rok 2016 končí, 2017 začíná. Co na to křišťálová koule?



Rok 2016 byl z hlediska investic nakonec poměrně úspěšný (doufáme, že se za těch posledních pár dní nestane nic zásadně špatného), ač zpočátku vypadal dost tragicky. Dluhopisy tentokrát patřily k těm slabším aktivům, přece jen rekordně nízké úroky nedávaly příliš nadějí. Akcie naopak prožily velmi zajímavý rok a vypadá to, že i s dobrým koncem. Z hlavních investičních teritorií bylo v roce 2016 velmi úspěšné to dominantní – americké. Přestože počátkem roku index S&P 500 nabíral hluboké ztráty, akcie v USA nakonec končí v zeleném, a to zvolení Trumpa prezidentem navzdory. Pro měnově nezajištěného investora je pak třešničkou na dortu sílící dolar, který přispívá k nadprůměrnému dvoucifernému zhodnocení.

Konec ropné cenové agónie, zotavení trhu průmyslových komodit a celkově lepší se nálada investorů měly vliv i na jednotlivé akciové regiony a sektory. Z hlediska zemí byly úspěšné právě ty „komoditní“, tedy Brazílie a Rusko (jinak ale investičně dosti problematické trhy). Tamní akcie si připsaly přes 50 % (!) v závislosti na tom, jestli započteme i měnový pohyb. Naopak čínské akcie či pražská nebo varšavská burza hvězdami minulého roku nebyly.

Co se týče sektorů, výrazný růst cen ropy o 50 % pomohl do čela ropným firmám. Závěr roku pak patřil bankám a pojišťovnám, kterým reálné obrysy konce celosvětově ultranízkých sazeb pomohly zlepšit vyhlídky na ziskové marže. Na chvostu se ocitla farmacie, která žila většinu roku v obavách z vítězství Hillary Clintonové, která chtěla výrazně zregulovat ceny léků a zdravotní péče.

V příštím roce bude vývoj na trzích nejspíš opět neuspořádaný a je otázkou, co jimi bude hýbat více, zda ekonomika, nebo politika. V americké ekonomice se zřejmě pomalu začne projevovat rukopis nového prezidenta. Kontury „trumponomiky“ nejsou ještě zcela zřejmé, s největší pravděpodobností by ale mělo jít o rozpočtový stimul, z něhož by mnohé sektory na Wall Street měly profitovat. Rok 2017 by tedy měl být dobrý pro akcie (zvláště ty americké by mohly ještě povyrůst), nad dluhopisy se zřejmě definitivně smráká, lépe by na tom z dluhopisového spektra měly být pouze kratší podnikové nebo bankovní obligace. Osobně očekávám akciové výnosy někde kolem obvyklých úrovní, to znamená mezi pěti a deseti procenty. Dluhopisy pak kolem nuly.

Akciovému pelotonu by měly vévodit cykličtější akcie, a to včetně těžebních či průmyslových firem. Dobrý rok by mohl mít před sebou i finanční sektor, navzdory problémům italských bank – proto budou asi lepší volbou americké banky. Příležitost bych viděl i u již ne tak drahého farmaceutického sektoru, který již není pod takovým politickým tlakem.

Růst úrokových sazeb nebude nadále příliš svědčit rozvíjejícím se trhům, i když i zde se můžeme dočkat příjemných překvapení, zvláště, jestli se ceny komodit udrží vyše.

Z měn věřím nadále americkému dolaru, ale na tomto místě je třeba upozornit českého investora na pravděpodobný konec intervencí někdy kolem poloviny roku 2017 (viz minulé vydání Ekonomiky).

Co se komodit týče, tam vidím pokračující stabilizaci cen ropy a průmyslových komodit, na druhou stranu rok 2017 nemusí být příznivý pro drahé kovy a nedivil bych se, kdyby například zlato kvůli zvyšujícím se úroklům prodělal hlubší pokles.

Aleš Prandstetter, hlavní investiční stratég, ČSOB Asset Management

Odkup vlastních akcií společností je typický zejména pro firmy z USA, ale vidíme jej v menší míře i v Evropě. Investorům vysílá pozitivní signál, že akcie jsou dle názoru managementu (který má o stavu firmy logicky mnohem lepší informace než veřejnost) oceněny příliš nízkou. Firmy provádějící zpětné odkupy jsou u investorů vyhledávány především kvůli tomu, že jsou méně citlivé na růst úroků než akcie s vysokými dividendami. Riziko spojené s rostoucími úroky se může týkat některých amerických podniků, které si jsou zvyklé brát na nákupy vlastních akcií úvěr. Éra extrémně levného financování ale může s rychlejším utahováním měnové politiky Fedu skončit.

Evropské firmy volí mnohdy 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). S přihlédnutím k protichůdným politikám centrálních bank je pravděpodobně, že výnosy evropských dluhopisů zůstanou ještě dlouho poblíž nuly. Průměrný očekávaný dividendový výnos dosahuje v Evropě 3,5 % (nebo ještě o něco více v případě českých akcií).

Vodní bohatství

Stále větší měrou si i my Středoevropané dnes uvědomujeme, že „modré zlato“ je vzácnou komoditou. Pouhé procento z celkového množství vody na Zemi je totiž vhodné pro lidskou potřebu a celosvětová poptávka po vodě značně převyšuje její nabídku. Zatímco standardy kvality vody se neustále zpřísňují, nutnost investic do obnovy a výstavby nové infrastruktury v delším časovém horizontu roste.

Investice není omezena geograficky ani sektorově (převahu mají sítové služby a průmysl) a zahrnuje akcie společností s růstovým potenciálem, jejichž podnikatelské aktivity se vážou na vodu. Zaměřujeme se na firmy zabývající se technologiemi čištění odpadních vod a odsolování vodních zdrojů, distribucí kvalitní pitné vody či obnovou infrastruktury. Protože jde o sociálně zodpovědnou investici, při výběru společností uplatňujeme přísná kritéria. Konkrétní akciové tituly vybíráme po konzultaci s nezávislým poradním výborem pro životní prostředí.

Očekáváme, že investice do infrastruktury budou i v dalších letech motorem ekonomického růstu, koneckonců jde i o jedno z hlavních témat volebního programu amerického prezidenta Donalda Trumpa. Současné podmínky na trzích (zejména prostředí nízkých úroků, které by se měly zvyšovat relativně pomalu) vyloženě nahrávají realizaci dlouho odkládaných investičních projektů díky možnostem výhodného financování. Stavebnímu boomu napomáhá ekonomické oživení a příznivý vývoj pracovního trhu. Díky růstu životní úrovně a silné poptávce v cestovním ruchu vznikají nové hotely, na druhé straně demografický vývoj staví do popředí potřebu rozšiřování kapacit zdravotnických zařízení. V obou případech jde o odvětví extrémně náročná na spotřebu vody, jejíž cena stoupá rychleji než inflace.

Také sektory energetiky a průmyslu, které jsou velkými odběrateli vody, mají už snad to nehorší za sebou – ceny elektřiny a dalších komodit se již zvedly ze dna. Negativně se stavíme k zemědělství a zavlažování kvůli přetrvávajícím nízkým cenám zemědělských komodit a horší dostupnosti úvěrů v těchto subsektorech. Rizika jsou však již z velké části reflektována v cenách.

„Akciové vodního bohatství“ mají za sebou mimořádně úspěšný rok, v němž aktivně řízený fond, který je sdružuje, zaznamenal dvojciferné roční zisky. Výkonnost táhly zejména v prvním pololetí 2016 akcie společnosti ze síťových odvětví. Velkou výhodou této investice je relativně nízká volatilita oproti konkurenci při zachování slušného růstového potenciálu a zajištění měnového rizika u většiny nekorunovaných pozic.

Preferované regiony

Severní Amerika

Hlavními důvody pro preferenci severoamerických akcií je výhled rychlejšího ekonomického růstu ekonomiky USA v porovnání s Evropou. Očekávaná politika Donalda Trumpa prozatím hraje americkým akciím do karet, jejími vedlejšími účinky ale může být rychlejší zvyšování sazeb Fedu a příliš silný dolar.

Do průměrného zisku na akcii, který americkým firmám zahrnutým do indexu S&P 500 klesal více než rok, se negativně promítal propad těžby ropy v důsledku snížení jejích cen. Přestože i ve třetím kvartále došlo u firem z energetického sektoru k významnému propadu zisků, celkově už průměrný růst zisků v rámci indexu S&P 500 dosahoval zhruba 3 % a lze tak tvrdit, že období několik kvartálů trvajících poklesů zisků by mělo být za námi. Očekávání růstu zisků byla pro výsledkovou sezónu za třetí kvartál nastavena extrémně nízko, což vedlo k mnohým pozitivním překvapením. Kvůli prosazujícímu se růstu mezd a brzdě silnějšího dolaru zůstávají pod tlakem ziskové marže, na druhou stranu ale nedávné zvýšení cen ropy je pro výrobní sektor podporou. Největší růst zisků vykázal překvapivě finanční sektor a síťová odvětví (obojí +12 %), na třetím místě skončilo zdravotnictví. Trh pro rok 2017 počítá v USA s dvojciferným růstem zisků.

Americký trh s předstihovým P/E poměrem 17,9 již není levný, oproti eurozóně s jejími strukturálními problémy a politickou nejistotou ale představuje i přes vyšší ceny bezpečný přístav. Díky výhledu pokračujícího růstu ekonomiky (2–2,5 % ročně) nám proto i nadále Spojené státy připadají jako vhodný region pro diverzifikaci portfolia českého či evropského investora při zachování slušných šancí na růst cen akcií, výnos z dividend a programů zpětných odkupů (to vše pro českého

korunového investora podpořeno dalším možným zhodnocením investice díky posilujícímu americkému dolaru).

Eurozóna ^{NOVÉ}

S eurozónou je sice spojena řada rizik (zejména těch politických), nicméně komplikovanějšímu investičnímu výhledu odpovídá také atraktivnější ocenění akcií v porovnání s ostatními rozvinutými trhy. K hospodářskému růstu regionu by měla navíc pomáhat měnová politika Evropské centrální banky, která na rozdíl od amerického Fedu pokračuje ve stimulaci ekonomiky programem nákupů dluhopisů a udržováním úrokových sazeb kolem nuly. Oslabení eura, které je jejím důsledkem, svědčí exportním firmám a brzy by se mělo promítnout do růstu jejich zisků.

Rizika recese se v eurozóně podařilo zažehnat i dříve problémovým periferním ekonomikám PIIGS (Portugalsko, Itálie, Irsko, Řecko a Španělsko) – ani jedna z těchto zemí již v 3Q 2016 nezaznamenala pokles růstu a indikátory nákupních manažerů se zde soustavně zlepšují. Některým z nich se podařilo úspěšně dokončit strukturální reformy (Španělsko, Portugalsko a Irsko), což se projevuje poklesem míry nezaměstnanosti a zvýšením důvěry investorů. V Itálii zůstává situace v této oblasti stále nejistá kvůli negativnímu výsledku referenda o změnách v ústavě, na předčasné volby to ale zatím nevypadá.

Akciové trhy v poslední době prokázaly silnou odolnost vůči politickým rizikům. I když poslední ostře sledované politické události skončily pro investory těmi nejobávanějšími výsledky (brexit, vítězství Trumpa nebo výraznou převahou „ne“ v italském referendu), akcie na ně zareagovaly pouze zvýšenou volatilitou, která ve finále vyústila jen v další růst cen. Lze to vysvětlit tím, že stranou trhu nadále zůstává příliš mnoho neinvestovaných investorů, kteří drží hotovost a pouze vyčkávají na vhodnou příležitost, kdy své peníze vpusť na trh. I přes nabídnutí politický kalendář v Evropě proto nevidíme důvod, proč se investicím do evropských akcií nadále vyhýbat.

Akciové firmy z eurozóny nejsou s předstihovým P/E 15,7 drahé (oproti americkému i japonskému trhu se obchodují se slevou). Konsensus trhu očekává od evropských firem v následujících čtvrtletích zhruba 10% růst zisků. K dobrým výsledkům by mělo přispívat zejména slabé euro a silné fundamenty společností.

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 nepoměrně rostou. Stárnoucí obyvatelstvo zajišťuje stabilní poptávku po produktech farmaceutických firem a přílivu příjmů z nových zdravotnických technologií.

Zdravotní péče je 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 třetím čtvrtletí roku 2016 dosáhly zdravotnické společnosti silného růstu tržeb (+8 %) a zisků (+7 %). Z hlediska růstu tržeb je dokonce nejvýkonnějším ze všech sektorů v rámci indexu S&P 500.

V posledních měsících na zdravotnický byznys v negativním tónu dopadala kampaň prezidentské kandidátky Hillary Clintonové, která byla známa svou ostrou rétorikou proti cenové politice farmaceutických firem. Sázkou na zdravotnictví jsme proto brali i jako „pojistku proti zvolení Donalda Trumpa americkým prezidentem“, což se nám vyplatilo – ceny akcií po jeho vítězství vzrostly.

Zdravotnické společnosti nabízejí nadprůměrně očekávaný růst ziskovosti, který dosahuje v Evropě i USA vysokých hodnot. Sektor není drahý ve srovnání se svým historickým průměrem. 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 a je proto vhodným stavebním kamenem do portfolia.

Informační technologie ^{BEZE ZMĚNY}

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 prakticky bez přírážky k průměrnému ocenění celého trhu. Investoři jsou u něj přitom zpravidla ochotni platit až 30% prémii. V porovnání s ostatními sektory bohužel nabízí nejnižší 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 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. V tomto ohledu je pro něj hrozbou antiglobalisticky zaměřená politika Donalda Trumpa. Protože americké IT firmy vytvářejí více než polovinu svého obrátu v zahraničí, rizikem pro jejich růst zisků by také mohlo být dlouhodobé posilování dolaru.

Zboží dlouhodobé spotřeby

U cyklického sektoru, jako je zboží dlouhodobé spotřeby, platí jednoduché pravidlo: když roste kupní síla obyvatel a lidé se neobávají budoucnosti, stoupají také prodeje.

Nezaměstnanost ve vyspělých zemích klesá a přibývá nových pracovních příležitostí, což vytváří příznivé klima pro růst mezd. Ten se vzhledem k inflaci na historicky nízkých úrovních projevuje ve zvýšení kupní síly. Domácnostem navíc narůstá bohatství díky stabilizaci cen nemovitostí, celosvětovému zhodnocení akciových investic v uplynulých letech (které nebylo dlouhodobě nijak výrazně narušeno ani nedávnými korekcemi) či menší dluhové zátěží vzhledem k nízkým úrokům. Všechny tyto faktory nahrávají růstu prodeje společností z cyklických sektorů. Domácnosti nemusejí dodatečně příjmy šetřit, ale mohou je použít na nákup zboží dlouhodobé potřeby. Firmy si zase díky přebytečné hotovosti mohou dovolit investice, které dlouho odkládaly.

Zajímavou investiční příležitostí v rámci sektoru jsou evropské automobilky. Ceny jejich akcií v minulém roce stáhly skandály s podváděním v testech emisí a spotřeby paliv, které po Volkswagenu částečně zasáhly i další výrobce. Společnosti si tak musely tvořit rezervy na možné soudní spory. Odvětví ale i přesto dokázalo tlak ustát, zůstává zisková a prodeje aut zůstávají silné. Nové registrace aut v EU27 vykázaly v listopadu meziročně 5,8% růst a investory také povzbudila zpráva, že Volkswagenu opět roste tržní podíl – poprvé od skandálu Dieseldiela. Evropské automobilky reportovaly za třetí čtvrtletí roku 2016 velmi slušné výsledky (rostly jim jak tržby, tak zisky). Vlivem dramatických reakcí na skandály jsou atraktivně ohodnoceny a obchodují se s poměrem ceny k zisku (P/E) na úrovni recese. Jejich valuace dosahují pouze zhruba 9násobku očekávaných zisků oproti P/E kolem 15,7 v případě širšího evropského trhu. Přísnější pravidla pro výrobce aut po emisních skandálech prospívají dodavatelům přicházejícím s technologicky náročnějšími řešeními, která jsou zpravidla spjata s vyšší marží.

Finanční sektor ^{NOVĚ}

Vývoj tržních úroků od amerických prezidentských voleb naznačuje, že se bankám snad již konečně blýská na lepší časy, co se týče ziskových marží. I přes optimistické vyhlídky a nedávnou akciovou rally zůstávají nadále atraktivně oceněné a představují zajímavou investiční příležitost.

Nízké úrokové sazby centrálních bank sice umožňovaly zlevnění úvěrů a hypoték, na druhé straně ale peněžní ústavy již mnohdy nemohly jít s úročením depozit níže, protože narážely na technickou hranici nuly. Vyšší náklady tak byly nuceny hradit ze svých marží, protože břemeno záporných úroků z vkladů nebylo možné přenést na klienty (přinejmenším ne na ty retailové). V některých případech (například Švýcarsko) působilo snižování sazeb centrální banky hlouběji do záporu dokonce kontraproduktivně a vedlo paradoxně ke zdražení hypoték. Období tržních anomálií je ale snad již za námi, Fed je odhodlaný postupovat v normalizaci úrokových sazeb a také prosincově prodloužení tisku peněz ECB již naznačilo vůli k postupnému utlumení nekonvenční měnové politiky, která byla přijata v reakci na dopady finanční krize.

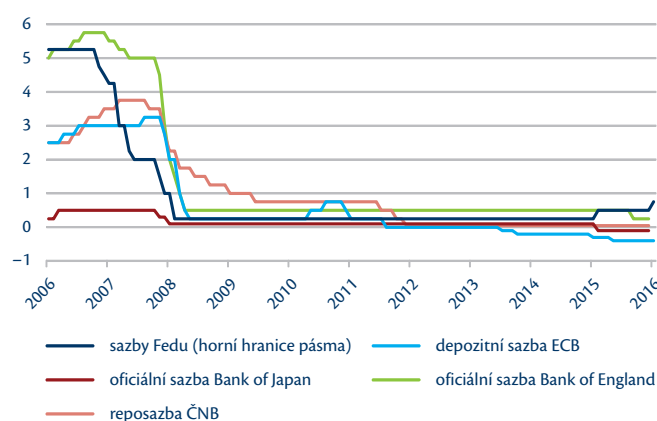
Přestože americké prezidentské volby znamenaly pro finanční tituly vítr do plachet, zůstávají banky (zejména v Evropě) stále ještě atraktivně ohodnoceny a vzhledem k optimistickému výhledu ekonomického oživení, zvyšujících se tržních úroků a posilující úvěrové aktivity mají ještě velký prostor k růstu. Ve výsledkové sezóně za třetí kvartál 2016 byly v USA sektorem s druhým nejvyšším růstem zisků, který dosáhl dokonce dvojciferného tempa. Samozřejmě jde o rizikovější investici a investor musí být připraven na zvýšenou volatilitu, zejména pokud v Evropě nastanou problémy s rekapitalizací některých bank.

DLUHOPISY

Současné úrokové sazby jsou udržovány uměle nízkou prostřednictvím velmi uvolněné monetární politiky předních světových centrálních bank, která si klade za cíl podpořit 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. Od vítězství Donalda Trumpa, které s sebou přineslo očekávání rychlejšího růstu inflace a utahování měnové politiky Fedu, jsou trhy státních dluhopisů pod extrémním tlakem.

Úrokové sazby zůstávají v blízkosti nuly nebo v některých případech dokonce pod nulou (-0,1 % v Japonsku, 0 % u ECB, 0,05 % u ČNB, 0,50–0,75 % 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. Německé desetileté státní dluhopisy se i přes významný růst výnosů, který zasáhl všechny světové dluhopisové trhy po amerických volbách, obchodují s výnosem jen lehce nad nulou. Výnosy českých dluhopisů se rovněž dlouhodobě drží na historických minimech a na dvouleté splatnosti se dokonce koncem září obchodovaly s nižším výnosem než srovnatelné dluhopisy švýcarské (tedy nejnižší na světě). Tato situace souvisí s přílivem zahraničního kapitálu spekulujícího na posílení české koruny v roce 2017, kdy by měla ČNB opustit kurzový závazek.

Hlavní úrokové sazby centrálních bank (v %)



Zdroj: Bloomberg.

Rizika zůstávají velmi asymetrická. Růst úrokových sazeb znamená pokles výkonnosti dluhopisové investice do červených čísel, protože vede ke ztrátě na hodnotě dluhopisů, a to tím více, čím delší mají dluhopisy průměrnou dobu do splatnosti (duraci). Takovéto korekce přicházejí vždy nečekaně jako například po amerických prezidentských volbách. 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, touto cestou se už vydaly USA, které se v ekonomickém cyklu nacházejí o pár let před Evropou. V eurozóně se zatím v nejbližších měsících neobáváme utahování měnové politiky. ECB sice bude následovat úrokové kroky Fedu, proces zvyšování sazeb bude ale daleko pomalejší, než se předpokládalo. Zatím oznámila prodloužení programu kvantitativního uvolňování o 9 měsíců (ve sníženém objemu nákupů dluhopisů v hodnotě 60 miliard eur měsíčně).

⁴⁾ Jeho beta (ukazatel korelace s trhem) je menší než jedna, což poukazuje na malou závislost na vývoji širokého trhu.

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.

Úrokové strategie BEZE ZMĚNY

Úrokové strategie se opírají o algoritmické modely, které bez vlivu emocí sledují pohyby dlouhodobých a krátkodobých úrokových sazeb. Algoritmus fondu – zajištěného do českých korun – pravidelně vyhodnocuje situaci na trzích a snaží se nákupem, nebo prodejem úrokového swapu (tj. zaujetím dlouhé, nebo krátké pozice) hrát ve prospěch investice.

Mnohé úrokové sazby se aktuálně pohybují kolem nuly. Jakmile ale začnou opět růst, ceny dluhopisů začnou klesat. Úrokové strategie nabízí oproti klasickým dluhopisům výhodu – ať už se úrokové sazby vypraví kterýmkoli směrem, fond by měl zvládnout na jejich pohyby správně zareagovat, a to právě díky zmiňovanému algoritmu.

Portfolio se ze 100 % skládá z instrumentů dluhopisového trhu. Rozhodnutí, zda jsou úrokové sazby nízké, nebo vysoké, činí algoritmus na základě posouzení rozdílu mezi 10letým eurovým úrokovým swapem a 6měsíční sazbou EURIBOR. Pokud rozdíl převyšuje 2 procentní body, zaujme fond dlouhou pozici (nakoupí swap). Pokud je rozdíl nižší, klade si další otázku: „Rostou úrokové sazby, nebo klesají?“. To následně vyhodnocuje na základě výkonnosti dlouhé pozice v 10letém eurovém úrokovém swapu za poslední 3 měsíce. Pokud je výkonnost kladná (úrokové sazby klesají), zaujme dlouhou pozici (nákup swapu), a pokud je naopak výkonnost záporná, rozhodne se pro krátkou pozici (prodej swapu).

HOTOVOST

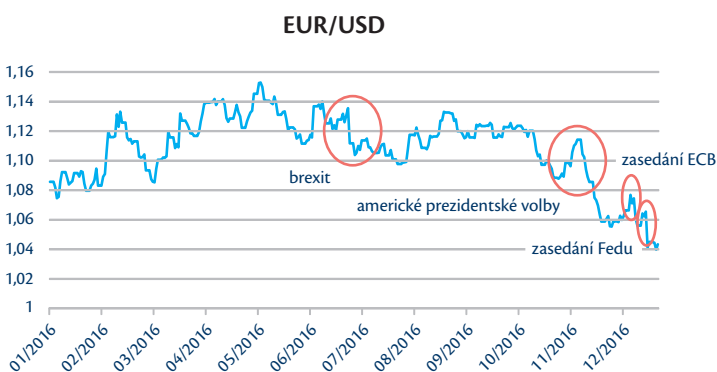
Výnosy z depozit jsou velmi nízké (zůstávají poblíž nuly) a návratnost investice do peněžního trhu tak zcela jistě nedosáhne ani míry inflace, což povede k erozi kupní síly. Situace nevyplývá na to, že by ECB, a stejně tak, ČNB svoji sazbu, která je důležitá pro úroky peněžního trhu a depozit, do konce roku 2017 zvýšila. Velkou výhodou hotovosti ale je, že při propadech finančních trhů její hodnota neklesá. Dočasně navýšený podíl hotovosti jsme v portfoliích v minulých měsících drželi v očekávání atraktivních nákupních příležitostí na trhu. Naposledy jsme využili této části hotovosti k navýšení pozice v akciích po amerických volbách.

Abychom i u hotovosti dosáhli alespoň nějakého výnosu, investujeme z ní určitý podíl do zahraničních měn. Věříme například americkému dolaru, u něhož očekáváme posílení, pokud bude přetrvávat politická nejistota v Evropské unii a centrální banka v USA v souladu se svým výhledem přistoupí k opakovanému zvyšování úrokových sazeb v roce 2017.

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 Fed je jako jediná z předních centrálních bank vyspělého světa aktuálně na cestě utahování měnové politiky. Dolar od ukončení kvantitativního uvolňování v USA posiluje a tento trend ještě zesílil po amerických prezidentských volbách vlivem výhledu rychlejšího zvyšování sazeb Fedu. 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 po výraznějším posílení obchoduje na úrovni 1,04 USD za EUR. V krátkodobém horizontu může posílit směrem k paritě v důsledku faktorů, jako jsou zvětšující se rozdíly mezi měnovou politikou centrálních bank, inflačním očekáváním a úrokovými sazbami.



Zdroj: Bloomberg.

Měně coby bezpečnému přístavu by mohla dále napomoci eskalace problémů Evropské unie. Nejbližšími rizikovými událostmi jsou spuštění brexitu (březen 2017) a supervolební rok (volby v Nizozemsku, Francii a Německu).

Pokud vypukne panika na světových finančních trzích, mnoho investorů rádo uteče k americkým státním dluhopisům. Vzhledem k vysokému ratingu Spojených států, likvidnímu trhu s dluhopisy a ostatním typům rizik 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 (2,55 %) 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 fondy⁵ nebo private equity⁶. 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.

Currency Lacerta BEZE ZMĚNY

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 dlouhodobé a krátkodobé úrokové sazby v určitém časovém období. Fond dále investuje do dluhopisů, depozit, peněžního trhu a hotovosti.

V rámci měn s potenciálem růstu představuje v současnosti jeho nejdůležitější pozici americký dolar jako „úniková měna“ (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, a institucionálních investorů, jako jsou například penzijní fondy. 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 přetrvávajících relativně nízkých úroků.

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

⁵ 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.

⁶ 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.

(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 sportovní. 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 jsou po nedávné korekci rozumně oceněné a jejich výnos zůstává stále vyšší v porovnání s žalostrými úroky z dluhopisů. Atraktivitu sektoru by mohla snížit snad jedině recese ekonomiky, nebo velmi prudké zvýšení úrokových sazeb, které by nedokázal kompenzovat růst příjmů z pronájmu.

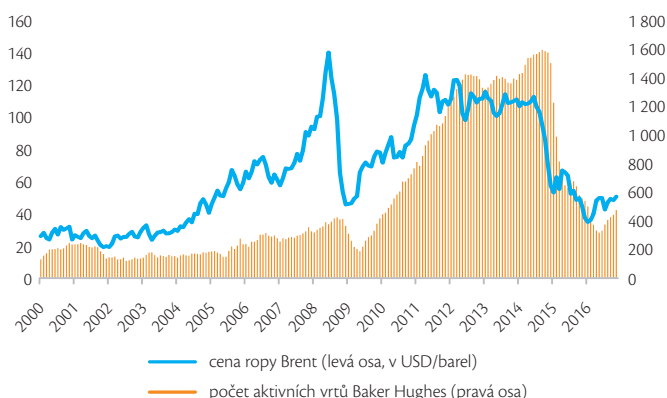
Nemovitostní akcie v Evropě jsou oceněny níže v porovnání s jejich americkými protějšky. Také jejich výnos z dividend je atraktivnější a výrazně převyšuje úroky z dluhopisů. Nízké úrokové sazby developerům zlevňují nové projekty, zvyšují jejich rentabilitu a navíc společnostem pomáhají snižovat zadlužení. Americké nemovitosti jsou dražší a tamní realitní akcie přináší nižší dividendy. Proces zvyšování sazeb bude v USA pravděpodobně rychlejší, zejména pokud bude politika Donalda Trumpa příliš rozhazovačná a rozpoutá růst zadlužení a inflace. Plánované zvyšování sazeb by ale měl vykompenzovat rychlejší růst nájmu, který je v USA podporován dobrou kondicí americké ekonomiky, silným pracovním trhem a rostoucí kupní silou domácností. Britské nemovitostní akcie byly v porovnání se zbytkem Evropy vždy dražší, budoucnost Londýna jakožto finančního centra ale zůstává nejistá kvůli důsledkům brexitu pro celou ekonomiku Spojeného království, i když se nejnepříjemnější scénáře (zatím) nenaplní.

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.

Arabské země se dlouhá léta nebyly schopny domluvit na snížení produkce, které by vedlo ke zvýšení cen. Průlomem byla až listopadová dohoda OPEC z Vídne o omezení těžby o 1,2 milionu barelů denně od ledna 2017, ke které se přidali i někteří exportéři mimo kartel (s příslibem dalšího snížení produkce o 600 tisíc barelů denně). Spekulanti v reakci na tento vývoj navýšili pozice ve futures na Brent na rekordní maxima.

Počet aktivních ropných vrtů je nejvyšší od ledna 2016



Zdroj: Bloomberg.

V současné době lze však vlivem návratu cen nad úroveň 50 USD za barel pozorovat pozvolné obnovování produkce v zemích, které se k dohodě nezavázaly (například projekty těžby břidlicové ropy nebyly při nižších cenách rentabilní).

V USA roste těžba již sedm týdnů v řadě a počet aktivních vrtů je podle statistik energetické společnosti Baker Hughes nejvyšší od ledna 2016. V důsledku toho stoupla americká ropná produkce z 8,5 milionu barelů denně v červenci na téměř 8,8 milionu barelů v polovině prosince.

Trh vyčkává, zda příliv ropy z těchto nalezišť postačí ke kompenzaci výpadku nabídky v souvislosti s omezením produkce OPEC a dalších ropných velmocí a zda budou účastníci dohody své závazky skutečně plnit. Ropu navíc zahraničním investorům v lokálních měnách zdražuje silný americký dolar.

Domníváme se, že krátkodobě zůstanou ceny ropy velmi nestabilní mezi 50 a 60 dolary za barel. Pokud bude dohoda o omezení produkce dodržována, měl by se podle prognózy Mezinárodní energetické agentury (IEA) přebytek nabídky postupně zmenšovat a k deficitu na trhu by mělo dojít v první polovině roku 2017. Výhled oživení komoditního trhu mohou ale 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 by nemusel kompenzovat náklady rolování při držbě futures kontraktů. Jediná cesta, která aktuálně umožňuje na výhledu rostoucích cen ropy participovat, vede podle nás přes akcie těžařských firem.

Zlato

Jakmile se cena zlata pohybuje nad mezními náklady na jeho těžbu a zpracování, nemá smysl ho nakupovat. Zlato není hodnotová, ale ryze spekulativní investice, protože samo o sobě nenese žádný výnos nebo kupón, a nákupy jsou tak motivovány pouze očekáváním růstu jeho ceny. Zároveň je velmi kolísavé (podobně jako akcie), což si investoři málokdy uvědomují.

Tento drahý kov obklopují různé mýty, pravda je však taková, že zlato není tak vzácné, jak se tvrdí, v podstatě nemá ekonomický význam (zaručeně ne v 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 nespolečně, 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. Aktuálně se obchoduje dokonce opět pod hranici 1 150 USD za unci, nesvědčí mu zejména silný dolar a výhled vyšších výnosů z jiných bezpečných investic, jako jsou například americké státní dluhopisy.

Strach investorů, kteří poptávají zlato jako zajištění proti krizi, je dle našeho názoru přehnaný. Zdaleka nejsme svědky recese světové ekonomiky a výhled růstu zůstává i přes ekonomická a geopolitická rizika příznivý. Snad jedinou závažnější otázkou zůstávají dlouhodobé dopady brexitu a odolnost evropských (zejména italských) bank vůči problémům s nespáčenými úvěry. Chod bankovního sektoru ale ovlivňuje regulace, přičemž kapitálové pojišťare, 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, trhy a portfolia je připraven odborníky ze společnosti ČSOB Asset Management, a.s., investiční společnost, člen skupiny KBC. Při jeho tvorbě a šíření nepostupovali podle požadavků zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu v platném znění, upravujících pravidla pro analýzu investičních příležitostí nebo investiční doporučení. Při přípravě materiálu se vychází z aktuálně dostupných ekonomických informací a jejich zhodnocení v čase přípravy (tento materiál byl připraven k 22. 12. 2016). Materiál neslouží k poskytování osobního investičního poradenství, nepředstavuje investiční doporučení k nákupu či prodeji jakýchkoliv investičních nástrojů ani nabídku na uzavření smlouvy podle § 1732 zákona č. 89/2012 Sb., občanského zákoníku. Před rozhodnutím k nákupu jakéhokoliv produktu vám proto doporučujeme kontaktovat investičního poradce nebo osobního bankéře, který vám poskytne více informací o produktech a doporučí, jestli se konkrétní produkt hodí k vašemu rizikovému profilu a do vašeho portfolia. Investiční nástroje uvedené výše nezaručují návratnost vložené investice. Hodnota investice může v čase kolísat, v závislosti na typu investice i výraznějším způsobem.