



## AKTUÁLNÍ ČÍSLO PŘINÁŠÍ:

### Jak vidíme svět?

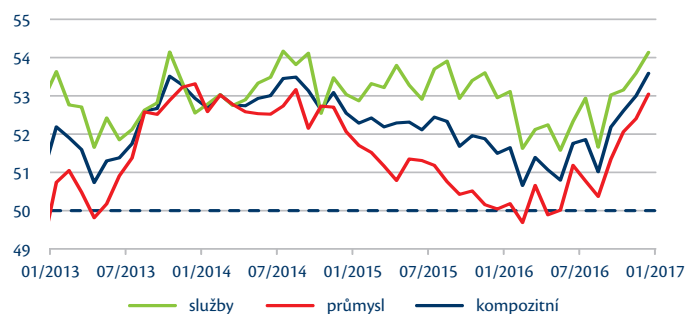
- Americké akcie lámou další rekordy. Index Dow Jones nad 20 000 body.
- Donald Trump se oficiálně stal 45. prezidentem USA.
- Britská premiérka Theresa Mayová odhalila detaily brexitu. Schválit ho ale musí ještě parlament.
- Silný začátek roku pro ekonomiku eurozóny. Ustojí nabitý volební kalendář 2017?

### Co děláme v portfoliích?

- Akciovou pozici zvyšujeme na nadváženou úroveň. V reakci na tržní vývoj mírně upravujeme regionální a sektorové preference.

Předstihové ukazatele, jako jsou indexy nákupních manažerů (PMI) ve výrobě a službách, předpovídají i pro následující měsíce pokračování růstu předních světových ekonomik. Tento obrázek je nejzřetelnější v rozvinutých zemích. Optimismus by však měla ještě potvrdit tvrdá data. Dosavadní vývoj zatím působí pozitivně, růst světové ekonomiky opět převyšuje 3 %.

**Indexy nákupních manažerů PMI ve světě**  
(expanze > 50; recese < 50)



Zdroj: Bloomberg.

## 1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

### Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)		Inflace (průměrná roční změna, v %)	
	2017	2018	2017	2018
CZ	2,3	2,0	2,0	1,9
EMU	1,7	1,6	1,3	1,5
USA	2,1	2,0	1,9	2,0

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg.

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

### Spojené státy americké (USA)

Americký předstihový indikátor ISM ve výrobě pozitivně překvapil (54,7 bodu<sup>1)</sup> a také sektor služeb působí silným dojmem (57,2 bodu). Americká ekonomika zpomalila ve čtvrtém čtvrtletí na 1,9 % (mezikvartálně, anualizovaně). Export se stal největší brzdou od roku 2010. Naopak tahounem růstu zůstává silná spotřeba díky příznivému vývoji na pracovním trhu a dobře se vyvíjely také firemní investice. K růstu HDP přispělo taktéž zvýšení zásob. Pozitivní vývoj zaznamenal ve čtvrtém čtvrtletí nemovitostní trh, i když prodeje nových i stávajících domů v prosinci zklamaly. Maloobchodní tržby v USA se zvedly o 0,6 %. Za dobrým výsledkem stojí zejména prodeje aut. Průmyslová produkce vzrostla v USA lépe oproti očekávání o 0,8 % meziměsíčně.

V americké ekonomice vzniklo v prosinci 156 tisíc pracovních míst (trh očekával 178 tisíc), předchozí měsíc byl však revidován výrazně nahoru (na 204 tisíc). Míra nezaměstnanosti v USA mírně stoupla na 4,7 %, i tak se ale pracovní trh nadále nachází poblíž úrovně tzv. „plné zaměstnanosti“.

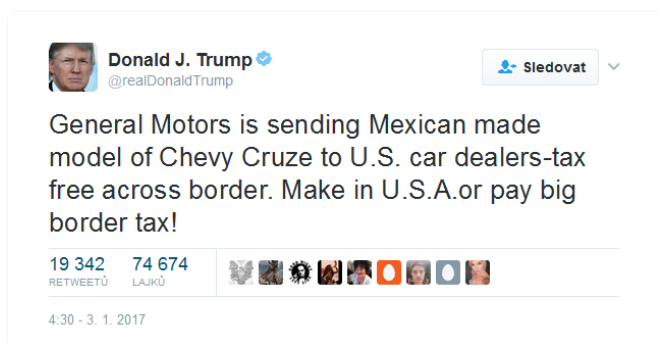
Vítězství Donalda Trumpa ve volbách a jeho přísliby ohledně snižování daní, rozpočtových výdajů a omezení regulace přispěly ke zvýšení „měkkých“ ekonomických ukazatelů, zejména indikátorů důvěry. Mezi malými a středními podniky

<sup>1)</sup> Údaj nad 50 body značí očekávání expanze, údaj pod 50 body naopak očekávání recese.

dokonce vzrostla na nejvyšší úroveň za posledních 15 let. Nikoho zatím příliš ne-trápí riziko rychlého růstu inflace a státního zadlužení, který by mohl být vedlejším produktem takto uvolněné fiskální politiky.

Americký index spotřebitelských cen (CPI) dosáhl v prosinci meziročně tempa 2,1 %, bez zahrnutí cen energií a potravin pak dokonce 2,2 %. Jádřová inflace PCE, kterou Fed porovnává se svým inflačním cílem a jejíž vývoj je klíčový pro nastavení měnové politiky, skončila v souladu s odhady 1,7 %. Janet Yellenová oznámila, že je americká ekonomika velmi blízko ke splnění cílů Fedu (silný pracovní trh a inflace poblíž 2 %), nespécifikovala však, kdy centrální banka přistoupí k dalšímu zvýšení sazeb. Z posledního zápisu ze zasedání Fedu vyplývá, že utahování měnové politiky by mělo být rychlejší, než se původně očekávalo. V roce 2017 tak lze očekávat trojí zvýšení úrokových sazeb.

Donald Trump 20. ledna složil přísahu a oficiálně vystřídal ve funkci Baracka Obamu. Stal se tak 45. prezidentem USA. Na inauguraci vystoupil s protekcionisticky a populisticky laděným projevem. Investoři zatím postrádají konkretizaci slibovaných plánů na podporu ekonomiky – zato slov namířených proti světovému obchodu padlo mnoho. Hned v prvních dnech úřadování Trump podepsal exekutivní příkaz o odstoupení od dohody o Transpacifickém partnerství (TPP) a oznámil, že se chystá znovuotevřít jednání o Severoamerické dohodě o volném obchodu (NAFTA). Na setkání s korporátními šéfy pohrozil, že nestrpí, aby byla pracovní místa Američanů „vyvážena“ do zahraničí a hodlá firmy za takovéto počínání „trestat“ dovozními cly. Jako kompenzaci jim přislíbil snížení daní a „omezení regulace o 75 %“.



## Evropa

Také evropská ekonomika roste slušným tempem (ve 4Q 2016 podle předběžných údajů +0,5 % mezičtvrtletně). Dobrou výkonností již nevykuká jen Německo, ale i další země eurozóny, jako jsou například Francie, Španělsko nebo Itálie. Průmyslu napomáhá slabší euro, které podporuje vývoz a nové zakázky. Průmyslová výroba v eurozóně očištěná o počet pracovních dní v listopadu stoupla o 3,2 % meziročně. Spotřebitelská důvěra se nachází na nejvyšší úrovni od finanční krize.

Indexy nákupních manažerů (PMI) agentury IHS Markit se jak ve výrobě, tak ve službách drží v hlavních zemích eurozóny již několik měsíců nad 50bodovou hranicí, což značí očekávání pokračující expanze. Předběžný kompozitní index PMI pro eurozónu sice v lednu klesl oproti prosinci o 0,1 bodu (na 54,3 bodu), silné momentum ekonomiky ale přetrvává. Předběžný PMI ve výrobě stoupl na 55,1 bodu a je tak nejvyšší za bezmála šest let. Naopak ve službách po silném říjnu a listopadu docházelo v posledních dvou měsících k mírnému poklesu (v lednu na 53,6 bodu).

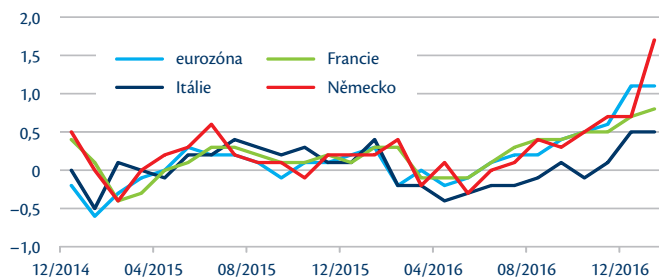
Očekávání podniků pro následujících 12 měsíců jsou v eurozóně nejvyšší od roku 2012, z něhož máme první statistiky. V lednu došlo ve firmách zahrnutých do průzkumu k největšímu měsíčnímu nárůstu pracovních míst za posledních 9 let díky přílivu nových zakázek. Patrné již byly i první inflační tlaky, i když velkou roli hrály dražší komodity a vyšší dovozní ceny vlivem oslabení eura. Předběžné PMI za leden přinesly podobný obrázek i z Německa, kde index ve výrobě stoupl na tříletá maxima, zatímco ve službách klesl na nejnižší úroveň za poslední čtyři měsíce.

ECB na svém lednovém zasedání ponechala úrokové sazby i program nákupů dluhopisů beze změny (od dubna do prosince budou nákupy dluhopisů pokračovat ve sníženém objemu 60 miliard EUR měsíčně). Šéf ECB považuje pokračování QE do konce roku 2017 za nezbytné a varuje před riziky zhoršení ekonomického výhledu. Zatím ho nepřesvědčil pozitivní vývoj inflace směrem k cíli, kterého eurozóna nemůže dosáhnout už téměř 4 roky. Inflace v prosinci vzrostla nejrychleji od roku 2013 (o 1,1 % meziročně). Zatím lze její růst přičítat především zdražení komodit, k výraznějšímu nárůstu jádřové inflace (v současnosti 0,9 %) nedochází.

Evropu čeká supervolební rok s volbami v Nizozemsku, Francii a Německu. S blížícími se německými volbami mohou hlasitěji vystupovat odpůrci extrémně uvolněné politiky ECB. Kdyby bylo rozhodnutí pouze na Bundesbank, trhá bankéři by již pravděpodobně na základě příznivého vývoje pracovního trhu

a inflace v Německu prosazovali ve věci měnové politiky přísnější stanoviska. Překážkou jim je požadavek ECB na „rovnoměrnost inflačních tlaků napříč celou eurozónou“. Harmonizovaná míra meziroční inflace v Německu dosahuje 1,7 %, zatímco v Itálii pouze 0,5 %.

### Rozevírající se nůžky inflace v eurozóně (index spotřebitelských cen CPI, meziročně, v %)



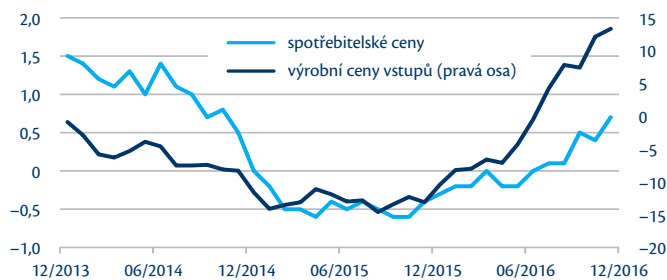
Zdroj: Bloomberg.

Největší hrozbou pro eurozónu dle našeho názoru zůstává politika, i když je až neuvěřitelně, jakou odolnost ekonomika i trhy v posledních měsících předvedly vůči politickým šokům, jakými byly brexit, zvolení Trumpa a italské referendum.

Britská premiérka Theresa Mayová odhalila během ledna detailnější plány odchodu Spojeného království z Unie. Zvolila cestu takzvaného „tvrdeho“ brexitu: Zdůraznila, že je pro Spojené království prioritou kontrola imigrace i za cenu ztráty přístupu na společný evropský trh. Ujistila však investory, že se bude snažit vyhnout negativním dopadům brexitu, bude usilovat o vyjednání nových, co nejnepříhodnějších obchodních dohod (jak s EU, tak se zbytkem světa) a uvědomuje si, jakou devizovou jsou pro Spojené království velké banky v londýnské City. Komplikací pro premiérku je ale rozhodnutí Nejvyššího soudu, který podmiňuje aktivaci článku 50 souhlasem parlamentu. Regionální parlamenty (Skotska, Walesu a Severního Irsku) do procesu zahrnuty nebudou.

Brexit se zatím na britské ekonomice projevil prostřednictvím slabé libry. Znehodnocená měna vede k dvojicernému růstu dovozních cen a potažmo zvýšení inflace. Britské spotřebitelské ceny bez cen potravin a energií v prosinci vzrostly nejrychleji za poslední dva roky (na 1,6 % meziročně). Bank of England (BoE) předpokládá růst inflace v roce 2017 dokonce nad 3 %. Na rozdíl od ECB tak s dosažením 2% inflačního cíle nebude mít nespíš sebemenší problém – spíše naopak. Místo dalšího uvolňování měnové politiky, k němuž BoE přistoupila preventivně hned po brexitu, tak může být jejím příštím krokem opětovně utahování.

### Inflace ve Spojeném království od brexitu rychle roste (meziročně, v %)



Zdroj: Bloomberg.

Příliš rychle rostoucí inflace může ohrozit spotřebitelskou důvěru a výrazně zbrzdí růst HDP Spojeného království v roce 2017. Jedním z prvních „hmatatelných“ důkazů o negativních důsledcích brexitu mohou být horšící se maloobchodní tržby, které v prosinci zklamaly poklesem o 1,9 % meziměsíčně (trh přitom očekával pokles pouze o 0,1 %). Nejistota se navíc nepříznivě promítá do slabších korporátních investic a aktivity. Naopak HDP roste již 16 kvartálů v řadě (ve 4Q 2016 o 2,4 % mezičtvrtletně, přepočteno na roční bázi).

## Asie

Japonské ekonomice pomáhá oslabující jen a zlepšující se světová poptávka díky rychlejšímu globálnímu ekonomickému růstu. Slabá měna podporuje exportní

odvětví a růst zisků. Pro zvýšení spotřeby, která by nastartovala udržitelnější ekonomické oživení, by ale bylo zapotřebí stabilního růstu mezd. Překážkou pro zrychlení růstu zisků firem bude pravděpodobně protekcionistická politika Donalda Trumpa (Japonsko mělo být součástí TPP a tamním exportérům se měly zlepšit podmínky vstupu na americký trh). Japonský HDP dosáhl ve 3Q 2016 podle finálních údajů tempa mezičtvrtletního růstu 2,3 % (přepočteno na roční bázi).

Celkově lze pozorovat zrychlení ekonomického růstu a zlepšení většiny indikátorů důvěry i na emerging markets. Za rok 2016 dopadl HDP v souladu s predikcemi 6,7 % meziročně. Průmyslová výroba rostla o 6 % a maloobchodní tržby o 10,9 % (obojí meziročně). Čínská inflace vzrostla o 2,1 % meziročně, výrazněji zrychlily růst výrobní ceny. „Tvrdá“ data tak potvrzují probíhající stabilizaci ekonomiky a dokazují, že fiskální a monetární stimuly přinášejí ovoce. Rizika ale nadále představuje realitní a úvěrový boom, dopady protekcionistické politiky Donalda Trumpa a utahování měnové politiky Fedu. Čínská vláda tak bude pravděpodobně nucena akceptovat nižší cíl ekonomického růstu 6,5 % ročně.

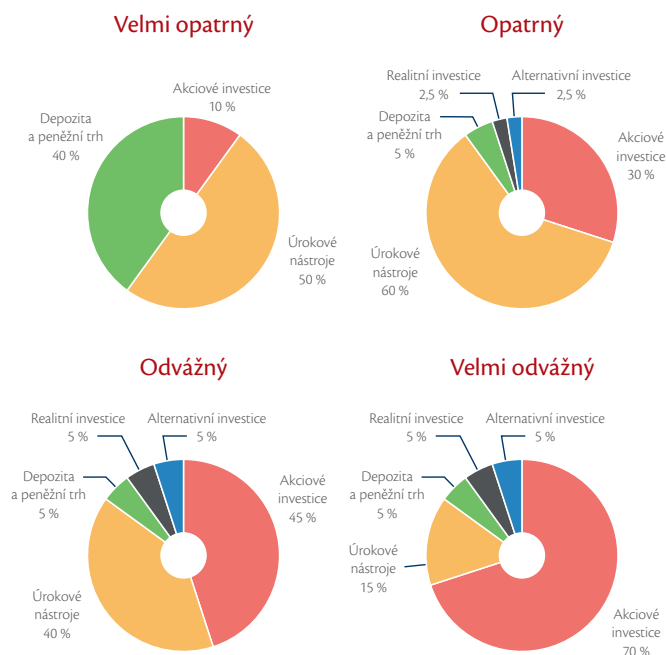
**Čína: Index cen výrobců (PPI)**  
(meziročně, v %)



Zdroj: Bloomberg.

## 2 NÁŠ POHLED NA PORTFOLIA

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



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



Ceny podnikových a bankovních dluhopisů zůstaly v uplynulém měsíci bez výrazných změn. Dluhopisová složka některých portfolií s vyšší koncentrací méně likvidních HZL 2020/2021 poklesla vlivem jejich přecenění. Ztrátovými byly zejména vládní dluhopisy, které na splatnostech do pěti let odesaly v průměru 0,65 % a úroveň svých výnosů se dostaly zpět na listopadové hodnoty.

Minulý měsíc byl příznivý zejména pro riziková aktiva. Portfolia Pro 90/95 reflektovala pozitivní vývoj akciového trhu a zhodnotila v průměru o 1 %, respektive 0,14 %. Dařilo se také rizikovým dluhopisům (reprezentované fondem JPM Morgan EUR High yield), případně podřízeným dluhopisům (fond KBC Europe Financial Opportunities), které profitovaly z poklesu rizikových marží.

Do výkonnosti portfolií v poslední době významnou měrou promlouvají narůstající náklady zajištění, které snižují výsledný korunový výnos cizoměnových investic. V portfoliích přirozeně hledáme možnosti, jak se těmto nákladům zajištění vyhnout.

Jednou z možností je prodej pozic, jejichž výnos po započtení zajišťovacích nákladů poklesne pod naši akceptovatelnou úroveň. S ohledem na absenci ryze korunových investic, do nichž by mohly být disponibilní zdroje reinvestovány, zvažujeme i jiné možnosti, jako například využití kontokorentního úvěru, který může být ve svém důsledku vhodným suplementem měnového zajištění s nižšími náklady.

S ohledem na extrémně nízkou úroveň výnosů dostupných na dluhopisovém trhu je žádoucí v portfoliích využívat i instrumentů mimo běžnou úrokovou složku. Doporučujeme zvážit posílení akciové části portfolií, případně zvážit některou z investičních strategií profilových portfolií fondů (PPF) nebo kombinaci zabezpečených investic a otevřené expozice TRIO.

Jan Bureš, portfolio manažer, ČSOB Asset Management

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

		02/2017	05/2017	08/2017	02/2018
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05	0,05
	10Y sazba	0,40	0,40	0,70	0,90
	USD/CZK	25,25	25,98	25,24	25,24
	EUR/CZK	27,02	27,02	26,00	26,00
EUR	Základní sazba	0,00	0,00	0,00	0,00
	10Y sazba	0,45	0,50	0,60	0,70
USD	Základní sazba	0,75	0,75	1,00	1,50
	10Y sazba	2,50	2,60	2,70	2,80
	USD/EUR	1,07	1,04	1,03	1,03

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

### Dluhopisové investice

Investiční příležitosti aktuálně vidíme převážně v podnikových a bankovních dluhopisech střednědobých splatností. 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 evropským 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 měsíci zhodnotil o 1,13 %.

V rámci výše uvedeného limitu rizikových dluhopisů držíme i dluhopisový fond zaměřený na rozvíjející se trhy. Fond v uplynulém měsíci stagnoval, stále se ale nachází zhruba 0,9 % pod jeho pořizovací cenou. Pokles byl zapříčiněn zejména skokovým růstem dolarových výnosů (pokles dluhopisových cen) v reakci na volbu amerického prezidenta, které se zprostředkovaně propaly i na tyto rozvíjející se trhy.

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. Fond v uplynulém měsíci vzrostl o 1,11 %.

Posledním zástupcem této skupiny je fond KBC Active Bond Selection, který své investiční příležitosti generuje jak aktivním výběrem rizikovějších dluhopisů, tak i skrze jeho šířeji definovanou duraci, která může v extrémním případě nabývat i záporných hodnot, a tím se snaže vymezit vůči riziku růstu sazeb. Fond za uplynulý měsíc zhodnotil o 0,4 %.

Měnovou pozici na korunových portfoliích opět plně zajišťujeme. Jakkoliv nepředpokládáme exit ČNB z měnových intervencí dříve než v dubnu, očekáváme, že náklady měnového zajištění v následujících měsících dále porostou.

## Zabezpečené investice

### Portfolio Pro

Průměrný podíl akciové složky v Portfoliích Pro 90 byl v uplynulém měsíci zvýšen na 67,6 %. Podíl akcií v Portfoliích Pro 95 vzrostl na 27,1 %. Ke 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 +1 %. Zhodnocení Portfolií Pro 95 dosáhlo v průměru 0,14 %.

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 snaže se vyrovnávají s jeho drobnějšími výkyvy a obecně vyšší volatilitou trhu.

## Investice bez ochrany

### Akcie a strukturované investice

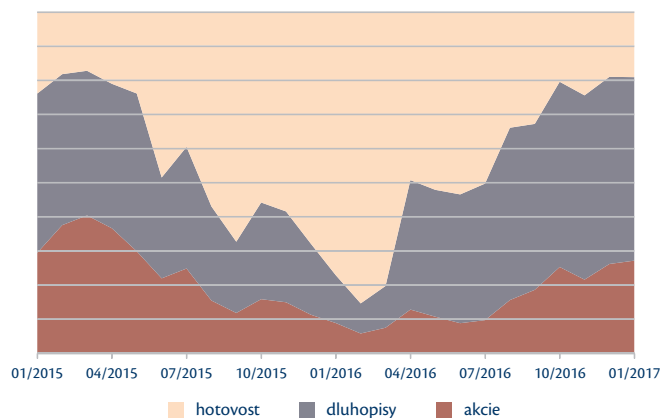
Akciovou složku jsme v uplynulém měsíci ponechali bez výrazných změn. Z hlediska regionální alokace v portfoliích nadále upřednostňujeme americký trh a akcie v eurozóně díky jejich příznivé valuaci a odolnosti vůči politickým rizikům. Neutrální postoj zaujíme vůči Japonsku a rozvíjejícím se trhům jihovýchodní 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.

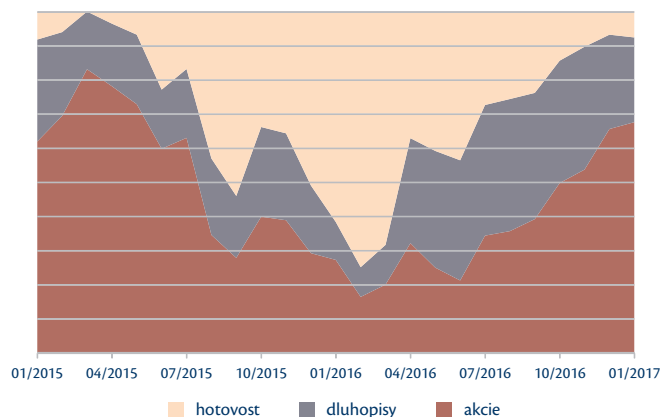
## Alternativní investice

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 vzrostla o 0,7 %.

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



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



## 3

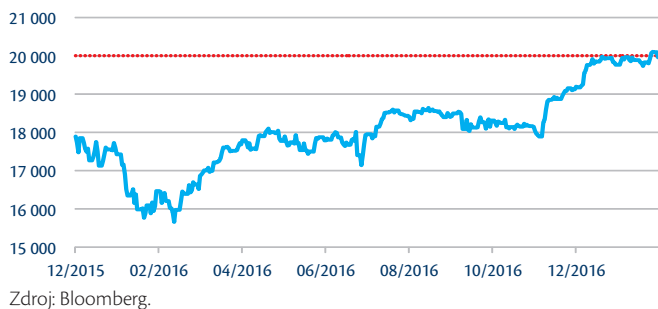
## TYPY AKTIV A PREFEROVANÁ TÉMATA

### AKCIE

Na tiskovou konferenci, inaugurační projev a první „činy“ nového prezidenta USA reagovaly americké akciové trhy smíšeně, po krátké pauze se ale vydaly vstříc novým maximům. Index Dow Jones Industrial Average konečně pokořil magickou hranici 20 tisíc bodů. Příznivý výhled ekonomiky a korporátních

zisků nás vedl k navýšení akcií v portfoliích. Od větších nákupů nás zatím stále odrazuje řada rizik, jako jsou politická nejistota v Evropě a protekcionistická politika USA.

## Dow Jones Industrial Average překonal hranici 20 000 bodů



I přes absenci konkrétnějších návrhů lze očekávat, že bude Trumpova fiskální politika spíše expanzivnější povahy. To by mělo hrát do karet cykličtějšímu odvětvím, zejména společností podnikajícím v oblasti infrastruktury a výrobě (klade menší důraz na ekologické aspekty, což mohou ocenit společnosti z odvětví energetiky). Radovat se může ale i finanční sektor, a to nejen díky slibovanému omezení regulace. Vyšší vládní výdaje znamenají tlak na růst inflace, který by mohl nadobro ukončit trýznivé období extrémně nízkých úrokových sazeb, jež dlouho sužovalo banky. Rychlejší ekonomický růst se navíc může postarat o zvýšení spotřeby a poptávky po úvěrech. Protekcionistická politika pravděpodobně uškodí mezinárodně zaměřeným korporacím. Trumpovo heslo „America First“ by ale naopak mělo napomoci společnostem podnikajícím na domácím trhu.

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 relativně nižší ocenění.

Japonskou ekonomiku zanechává silná závislost na exportu v neisté budoucnosti s novým americkým prezidentem. Oslabování jenu z posledních měsíců, na které Japonsko dlouhou dobu čekalo, představovalo záblesk naděje. V lednu ale měnový vývoj nabral opět opačný kurz a měna začala posilovat. Vůči rozvíjejícím se trhům jihovýchodní Asie zaujímáme v porovnání s předchozími měsíci opatrnější postoj. Důvodem je výhled dalšího zvyšování sazeb Fedu, které může způsobit zranitelnost některých slabších ekonomik a problémy tamního finančního sektoru.

Zisky konečně po delší době vykazaly ve třetím kvartále jak v USA, tak v eurozóně růst a rovněž nová výsledková sezóna (za 4Q 2016) se rozjíždí velmi slibně. Z indexu S&P 500 zatím zveřejnila výsledky více než třetina společností. Oproti očekávání vykazaly zatím lepší zisky i výnosy. Meziročně se počítá se zhruba 4,5% růstem zisků

Porovnáme-li poměr ceny k ziskům na mezinárodních trzích s historickými průměry, zjistíme, že se pohybují v pásmu poblíž dlouhodobě obvyklého ocenění, i když jsou mírně dražší. V případě světového akciového indexu MSCI World All Countries se předstihové P/E aktuálně pohybuje kolem 15,7. 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. Očekávaný dividendový výnos akcií z indexu MSCI World All Countries dosahuje 2,6 % a překonává tak průměr 2,2 % za posledních 20 let.

## Preferované regiony

### Severní Amerika

Hlavními důvody pro preferenci severoamerických akcií je výhled rychlejšího ekonomického růstu ekonomiky USA v porovnání s ostatními západními trhy. Očekávaná politika Donalda Trumpa by měla dále hrát do karet americkým akciím, pokud dostojí svým slibům zejména v oblasti snižování daní, omezení regulace a infrastrukturálních investic. Jejimi vedlejšími účinky ale může být rychlejší zvyšování sazeb Fedu, případně 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 důsled-

ku snížení jejich 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. Aktuální výsledková sezóna se zatím rozjíždí slibně. Firmy, které již reportovaly hospodářské výsledky za 4Q 2016, vykazaly v průměru 4% růst zisků a 3% růst tržeb. Dobrá čísla zveřejnily americké banky, jejichž tradingovým divizím pomohla zvýšená aktivita na finančních trzích po amerických prezidentských volbách.

Americký trh s předstihovým P/E poměrem 17,4 již není levný, představuje představuje ale i přes vyšší ceny rozumnou investiční příležitost. Díky výhledu pokračujícího růstu ekonomiky (2–2,5 % ročně) nám 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.

### Eurozóna

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.

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 italské referendum), 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 nezainvestovaných investorů, kteří drží hotovost a pouze vyčkávají na vhodnou příležitost, kdy své peníze vpustí na trh. I přes nabitý politický kalendář v Evropě proto nevidíme důvod, proč se investicím do evropských akcií nadále vyhýbat.

Akcie firem z eurozóny nejsou s předstihovým P/E kolem 14 dražší (oproti americkému i japonskému trhu se obchodují se slevou). Konsensus trhu očekává od evropských firem v následujících čtvrtletích více než 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 dopadem úspěšného testování léku je rozšíření nabídky nových produktů.

V loňském roce na zdravotnický byznys v negativním tónu dopadala kritika cenové politiky farmaceutických firem, kterou od Clintonové převzal (soudě podle ostrých tweetů z poslední doby) i Donald Trump. Vzhledem k výše uvedenému tlaku zůstávají zdravotnické akcie v porovnání s historickým průměrem levné. Přitom mají investorům co nabídnout: Zejména nadprůměrný očekávaný růst ziskovosti. Hospodaření firem ze sektoru zůstává zejména v USA v dobré kondici. Z hlediska růstu tržeb byla zdravotní péče ve 3Q 2016 dokonce nejvýkonnějším ze všech sektorů v rámci indexu S&P 500. V aktuální výsledkové sezóně zatím reportovalo 14 z 52 zdravotnických firem z indexu a vykazaly 18% růst zisků a 8% růst tržeb.

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 portfolia.

### Informační technologie

IT jsou sektorem zaměřeným na růst a inovace. V dnešní době si bez moderních technologií již prakticky nedokážeme představit náš každodenní život. IT společnosti hledají příležitosti dané změnou našich spotřebních návyků a cel-

kového životního stylu a doslova vytlačují tradiční odvětví, která trhu vévodila dekády i staletí. K růstu poptávky po jejich produktech napomáhá zvyšující se kupní síla spotřebitelů ve vyspělém i rozvíjejícím se světě. Sektor zůstává oceněn níže, než je obvyklé.

Vyšší kupní síla domácností díky příznivému vývoji ekonomiky je dobrou zprávou pro poptávku po IT produktech. Sektor ale nepodporují pouze spotřebitelé. Roste investiční poptávka ze strany firem, které mohou uvolnit více peněz z rozpočtů díky rekordním ziskům, jichž dosahovaly v uplynulých letech. Technologie lákají zákazníky díky neustálým inovacím produktů. Datová mobilita, cloud computing, e-commerce a internet věcí představují bezpochyby nejrychleji rostoucí segmenty a prosazují se i na rozvíjejících se trzích.

Slibný výhled IT sektoru je spojen s atraktivním oceněním – sektor se obchoduje s mírnou slevou oproti průměru 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. 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. Naši největší sázkou v rámci sektoru jsou automobily.

Nezaměstnanost ve vyspělých zemích klesá a přibývá nových pracovních příležitostí, což vytváří příznivé klima pro růst mezd. Ten se vzhledem k přetrvávající inflaci na historicky nízkých úrovních projevuje ve zvýšení kupní síly. Domácnostem navíc narůstá bohatství díky růstu cen nemovitostí, celosvětovému zhodnocení akciových investic v uplynulých letech či menší dluhové zátěži vzhledem k nízkým úrokům. Všechny tyto faktory nahrávají růstu tržeb 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 automobily. Ceny jejich akcií 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 ziskové a prodeje aut zůstávají silné. Nové registrace aut v EU27 vykazaly meziroční 3% růst. Investory povzbudila zpráva, že Volkswagenu opět roste tržní podíl – poprvé od Dieselgate, cena jeho akcií je tak již téměř zpět na úrovni, kde byla před vypuknutím skandálu. Evropské automobily 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 valuační dosahují pouze zhruba 8,3násobku očekávaných zisků oproti P/E kolem 14 v případě širšího evropského trhu. Přísnější pravidla pro výrobce aut po emisních skandálech prospívají dodavatelům přicházejícím s technologicky náročnějšími řešeními, která mohou být spjata s vyšší marží.

Data o prosincových prodejkách aut předních výrobců přinesla po celém světě řadu pozitivních překvapení. Prodeje aut se v Číně podle automobilové asociace PCA v prosinci zvýšily o 17,1 % meziročně. Za celý rok 2016 pak rostly o 15,9 %, tedy nejrychleji za poslední 3 roky (pomohlo zejména daňové zvýhodnění pro malá auta).

## Finanční sektor

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 (přínejmenším ne na ty retailové). V některých případech (například ve Švýcarsku) 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 (plánuje 3 zvýšení pro rok 2017) a také prosincové prodloužení tisku peněz ECB již naznačilo vůli k postupnému utlumování 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 3Q 2016 byly v USA sektorem s druhým nejvyšším růstem zisků, který dosáhl dokonce dvojciferného tempa, a také výsledky za 4Q 2016 zatím pozitivně překvapují (finančním společností s tradingovými aktivitami pomohla zvýšená aktivita na trzích v souvislosti s prezidentskými volbami).

Samozřejmě jde o rizikovější investici a investor musí být připraven na zvýšenou volatilitu, zejména pokud v Evropě nastanou problémy s rekapitalizací některých bank.

## Dlouhodobá témata

### 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. 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.

Odkup vlastních akcií společností je typický zejména pro firmy z USA, kde by jej mohla podpořit Trumpova politika nižších daní na repatriaci zisků. Zpětné odkupy však vidíme v menší míře i v Evropě. Investorům vysílají 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 ale může týkat některých podniků, které si jsou zvyklé brát na nákupy vlastních akcií úvěr.

Korporátní aktivita v oblasti programů zpětných odkupů byla v minulých letech v USA velmi silná. Éra extrémně levného financování ale může s utahováním měnové politiky Fedu skončit, což by firmy mohlo přimět hledat jiné způsoby pro zvýšení hodnoty podniku – například kapitálové investice. S návratem k větší ziskovosti navíc firmy nemusejí být natolik motivovány zlepšovat ukazatel zisku na akcii (EPS – earnings per share) prostřednictvím zpětných odkupů, které snižují počet akcií v oběhu.

Evropské firmy volí častěji politiku výplaty dividend. Dividendy jsou oproti zpětným odkupům silnějším signálem, že je cílem společnosti budovat stabilní hodnotu pro akcionáře (snižování dividend je až tím posledním krokem, jelikož je investory vnímáno velmi negativně). S přihlédnutím k protichůdným politikám centrálních bank je pravděpodobné, že výnosy evropských dluhopisů zůstanou ještě dlouho poblíž nuly. Průměrný očekávaný dividendový výnos dosahuje v Evropě 3,6 % (nebo ještě o něco více v případě českých akcií).

<sup>2)</sup> Jeho beta (ukazatel korelace s trhem) je menší než jedna, což poukazuje na malou závislost na vývoji širokého trhu.

## 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 spotřebu a celosvětová poptávka po vodě značně převyšuje její nabídku. Pokud bude globální změna klimatu pokračovat v nastoupeném trendu, ocitne se do roku 2050 polovina světové populace v oblastech bez přístupu k nezávadné vodě.

Investice zahrnuje akcie společností s růstovým potenciálem, jejichž podnikatelské aktivity se vážou na vodu, a není omezena geograficky ani sektorově (převahu mají síťové služby a průmysl). Zatímco standardy kvality vody se neustále zpřísňují, nutnost investic do obnovy a výstavby nové infrastruktury v delším časovém horizontu roste. Ve výběru akcií figurují firmy zabývající se technologiemi čištění odpadních vod a odsolování vodních zdrojů, distribucí kvalitní pitné vody či obnovou infrastruktury. Jde o sociálně zodpovědnou investici, což znamená, že jsou při výběru společností uplatňována přísná kritéria.

Očekáváme, že investice do infrastruktury budou i v dalších letech motorem ekonomického růstu, koneckonců jde i o jedno z hlavních témat politického programu americké administrativy. Současné prostředí levných peněz vyložené nahrává 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 nejhorší 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 vodní bohatství“ mají za sebou mimořádně úspěšný rok, v němž aktivně řízený fond, který je sdružuje, zaznamenal více než 20% roční zisky. Výkonnost táhly zejména v prvním pololetí 2016 akcie společností 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.

## DLUHOPISY

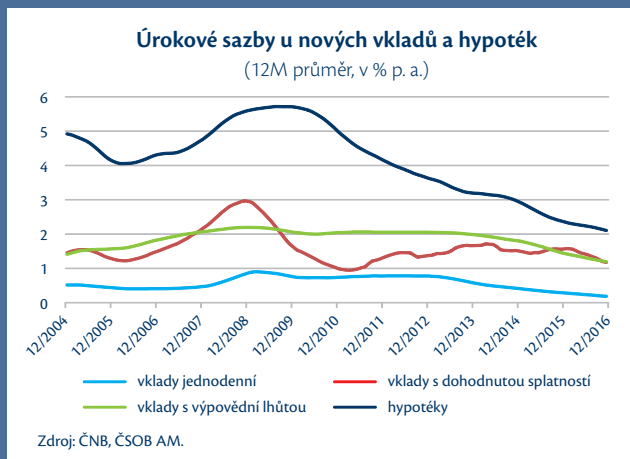
Současné úrokové sazby jsou udržovány nízkou prostřednictvím velmi uvolněné monetární politiky předních světových centrálních bank, která si kladla za cíl podpořit ekonomické oživení. Ve většině případů nenabízí dluhopisové trhy zajímavé možnosti investování. Místy se najdou atraktivní segmenty (korporátní dluhopisy nebo dluhopisy zemí s vyššími výnosy), většinou ale jen pro investory, kteří se nebojí podstoupit určité kreditní riziko. Vítězství Donalda Trumpa s sebou přineslo očekávání rychlejšího růstu inflace a utahování měnové politiky Fedu. Zejména v prvních týdnech po volbách byly trhy státních dluhopisů pod extrémním tlakem.

## Proč bankovní depozita nevydělávají

Pohled na aktuální nabídku úročení bankovních vkladů odhalí mezi českými bankami několik posledních mohykánů, kteří nabízejí zhodnocení přes jedno procento.

Proč nejsou banky ochotny či schopny platit více, když dříve nebyly výjimkou dvou- i tříprocentní sazby?

Současná situace má několik příčin, a to jak specificky českých, tak globálních. Mezi ty specificky české patří velký objem depozit u českých bank ve srovnání s úvěry. V celém bankovním systému připadá na korunu přijatých vkladů pouze 77 haléřů úvěrů, což je výrazně méně než například v Německu (100 haléřů), Rakousku (114 haléřů) či na Slovensku (101 haléřů). Většina českých bank tedy nepotřebuje lákat další vklady k tomu, aby mohla financovat úvěrový byznys. Úvěry navíc samy také již zdaleka nenesou tolik jako v minulosti.



Cena, kterou jsou banky ochotny za klientská depozita platit, se odvíjí od očekávaného výnosu jiných investic. Takovými investicemi bývaly dluhopisy státních či jiných emitentů. V případě českých emitentů je ale i v tomto ohledu tržní situace neutěšená. Aby banka mohla počítat s kladným výnosem na vládním dluhopisu, musela by sáhnout po splatnosti převyšující šest let (tedy delší v porovnání s nejběžnější fixací sazby hypotečních úvěrů). U kratších splatností je výnos záporný, na čemž má podíl jak omezená nabídka, tak poptávka zvyšovaná zájmem zahraničních investorů spekulujících na posílení koruny.

Nabídka firemních dluhopisů je proti těm vládním ještě chudší, neboť firmy si mohou půjčit přímo od bank nebo nemají dostatečný rating na to, aby se jim

emise vlastních dluhopisů vyplatila. Navíc exportéři často poptávají finanční prostředky přímo v cizí měně.

Cizoměnových dluhopisů je samozřejmě více, a to jak vládních, tak korporátních. Protože se ale očekává, že ČNB někdy v letošním roce opustí svůj kurzový závazek, je potřeba při investici do cizoměnového dluhopisu počítat ještě s náklady měnového zajištění. Ty s blížícím se koncem tzv. tvrdého závazku nepřijemně rostou. Jednoroční zajištění eurové investice aktuálně stojí kolem 1,2–1,3 %. Eurové dluhopisy přitom už taktó nenesou mnoho, protože je s chutí skupuje Evropská centrální banka v rámci svého programu kvantitativního uvolňování.

Pokud banka klientovi zaplatí za vklad půl procenta, musí najít eurový dluhopis nesoucí cca 2 % p.a. na pokrytí nákladů hedgingu, zaplacených úroků, pojistného a příspěvku do rezolučního fondu. Další položky jako nájemné, správu IT systémů či personální náklady už ale nepokryje.

Najít eurový dluhopis s výnosem 2 % lze, nepůjde ale o ryze „bezpečnou investici“. Zadání odpovídá například desetiletý italský vládní dluhopis. Pokud se ovšem jeho výnos zvýší stejně jako za posledních 12 měsíců o 0,45 procentního bodu (například kvůli politickému riziku či proto, že ECB jednou bude muset „vypnout tisk peněz“), bude to bankou stát 4,5 % na přecenění investice. To ovšem neodnese klient, ale akcionář.

Suma sumárum, bankám se za současných podmínek investice do dluhopisů nevyplatí a při zesilující regulaci, která omezuje jejich rizikové expozice, zároveň k dluhopisům neexistuje smysluplná alternativa. Banky tak sice budou depozita přijímat, ale nemají proč a ani z čeho za ně platit vyšší úroky.

Co se musí stát, aby banky mohly zvýšit sazby na vkladech?

- Předně, konec uvolněné měnové politiky. Po exitu ČNB pomine spekulativní poptávka po české měně a dluhopisech a zlevní měnové zajištění pro cizoměnové investice. Až přestane ECB nakupovat, budou věřitelé muset platit bankám i jiným investorům více.
- Zvýšení poměru úvěrů ke vkladům v rámci českého bankovního systému posílí propojení sazeb na vkladech a úvěrech. ČNB ovšem zpřísnila podmínky pro poskytování hypoték, takže zrychlení růstu objemu úvěrů by muselo přijít od firem. Poměr by ovšem rostl i v případě, že by střadatelé část vkladů vybrali, ať už za účelem spotřeby či investic mimo bankovní účty.

Miroslav Adamkovič, analytik, ČSOB Asset Management



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 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 ve druhém lednovém týdnu obchodovaly s nižším výnosem než srovnatelné dluhopisy švýcarské (tedy nejnižší na světě). Tato situace souvisí s přílivem zahraničního kapitálu spekulujícího na posílení české koruny během letošního roku, kdy by měla ČNB opustit kurzový závazek.

Rizika zůstávají velmi asymetrická. Růst úrokových sazeb znamená pokles výkonosti 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. Program kvantitativního uvolňování by měl běžet (od dubna ve sníženém objemu 60 miliard eur měsíčně) do konce roku 2017.

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.

## Alternativní přístupy

### Úrokové strategie

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.

## 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 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. V minulých měsících jsme v portfolích drželi navýšený podíl hotovosti v očekávání atraktivních nákupních příležitostí. Následně jsme ho využili pro navýšení akciové pozice 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 trojímu zvyšování úrokových sazeb v roce 2017.

### Americký dolar

Atraktivitu 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 jediný z předních centrálních bank vyspělého světa aktuálně na cestě utahování měnové politiky. Dolar navíc obecně poskytuje dobré krytí proti závanům eurokrize.

Dolar od ukončení kvantitativního uvolňování v USA zhodnocuje a tento trend by měl pokračovat díky výhledu zvyšování sazeb Fedu i přesto, že Trumpova administrativa proti dalšímu posilování americké měny slovně intervnuje.

Podle dlouhodobých oceňovacích modelů má americký dolar fundamentální hodnotu ve výši 1,00–1,10 USD za EUR. Nyní se obchoduje na úrovni 1,07 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.

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

Pokud vypukne panika na světových finančních trzích, mnoho investorů rádo uteče k americké státní dluhopisům. Vzhledem k vysokému ratingu Spojených států, likvidnímu trhu s dluhopisy a ostatním typům rizik na světových finančních trzích získávají v nejistých dobách tyto „bezpečné“ investice na atraktivitě.

Dolar zůstává vedoucí světovou měnou (na tuto skutečnost evropští investoři někdy zapomínají) a jeho mezinárodní síla by se měla zvyšovat. Výnosy amerických desetiletých dluhopisů (2,48 %) 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

Typickým rysem této skupiny investičních nástrojů je často omezená likvidita a nízká korelace s tradičními třídami aktiv, jako jsou akcie a dluhopisy. Jejich přidaná hodnota do diverzifikovaného portfolia spočívá v kombinaci lepšího výnosu a snížení rizika ve střednědobém horizontu. Právě z důvodů těchto vlastností jsou alternativní investice v zásadě určeny k investování v dlouhodobějším horizontu. Atraktivita alternativních investic roste spolu s poklesem očekávaných výnosů z tradičních investic.

### Currency Lacerta

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. 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 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 4,6 %) přitahují mnoho investorů. Realitní akcie jsou rozumně oceněné a jejich výnos zůstává stále vyšší v porovnání s žalostnými 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 přinášejí nižší dividendy. Proces zvyšování sazeb bude v USA pravděpodobně rychlejší, než se původně očekávalo, zejména pokud bude politika vládní administrativy 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 nejčernější scénáře (zatím) nenaplní.

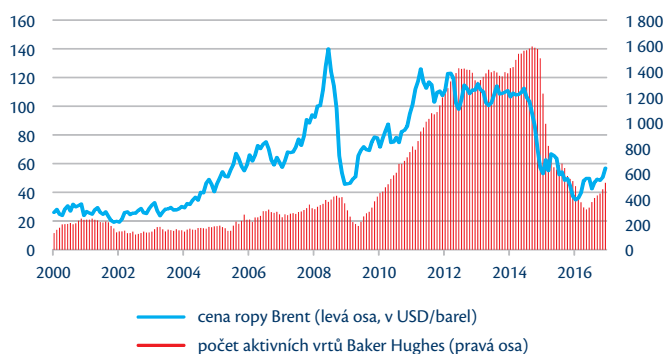
## Komodity

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 producenti mimo kartel (s příslibem dalšího snížení produkce o 600 tisíc barelů denně).

V současné době lze však vlivem návratu cen nad úroveň 50 USD za barel pozorovat obnovování produkce v zemích, které se k dohodě nezávázaly (například projekty těžby břidlicové ropy nebyly při nižších cenách rentabilní). Americká ropná produkce stoupla podle agentury EIA z 8,5 milionu barelů denně v červenci 2016 na téměř 9 milionů barelů v týdnu končícím 20. lednem 2017, je tak na maximu od loňského dubna. Počet aktivních vrtů stoupl podle statistik energetické společnosti Baker Hughes na nejvyšší úroveň od prosince 2015.

### Počet aktivních ropných vrtů je nejvyšší od prosince 2015



Zdroj: Bloomberg.

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 relativně 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.

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 těžářských 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 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. Aktuálně se obchoduje kolem 1 200 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. Závažnější otázkou zůstávají možné důsledky protekcionismu, brexitu a odolnost evropských bank vůči problémům s nesplácenými úvěry. 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, 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 31. 1. 2017). 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.*