



Jak vidíme svět?

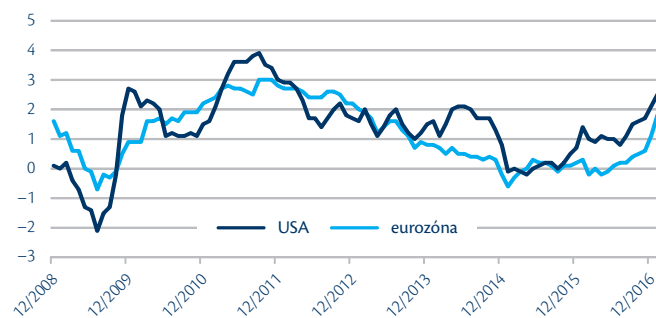
- Americké akcie lámou další rekordy. Padne letos meta 2 500 bodů na S&P 500?
- Fed zpřísňuje rétoriku. Březnové zvyšování úroků je ve hře.
- Eurozónou hýbe politika. Ve Francii sílí předvolební kampaň.

Co děláme v portfoliích?

- Akciovou pozici ponecháváme na nadvážené úrovni.
- Regionální rozložení portfolia je nově nastaveno neutrálně.
- Ze sektorů preferujeme zdravotní péči, IT, zboží dlouhodobé spotřeby a finance.

227 tisíc pracovních míst, což bylo výrazně více oproti očekávání i dlouhodobému průměru. Míra nezaměstnanosti v USA mírně vzrostla na 4,8 %, i tak ale jde o nejlepší lednový údaj za posledních 10 let. Mzdový růst zpomalil na 2,5 % meziročně.

Index spotřebitelských cen CPI (meziročně, v %)



Zdroj: Bloomberg.

Zvyšující se náklady vlivem zdražení komodit vedly k růstu spotřebitelských cen na 2,5 % ročně. Rostoucí inflace a silný pracovní trh jsou hlavními argumenty, proč by měla americká centrální banka pokračovat v cyklu zvyšování úrokových sazeb. Na posledním zasedání Fedu byly úroky ponechány beze změny, Janet Yellenová nicméně v projevu v Kongresu naznačila, že by k jejich zvýšení mohlo dojít již v březnu. Další otálení s utahováním měnové politiky může podle centrálních bankéřů americké ekonomice uškodit. Fed plánuje do konce roku zvyšovat sazby natřikrát.

Jaké dopady na ekonomiku budou mít změny ve fiskální politice, které avizuje americká administrativa, zatím zůstává otázkou. Trump slibuje snížení daní, omezení regulace a infrastrukturní výdaje. V krátkodobém horizontu to může představovat pobídku pro nominální růst, dlouhodobě ale prohloubení zadlužení a zrychlení tempa růstu inflace.

Americký deficit obchodní bilance loni vzrostl na 502 miliard USD a byl tak nejvyšší od roku 2012. Na vině byl hlavně silný americký dolar, který brzdil export. Trump vidí za tímto výsledkem „manipulace s měnami“ ostatních zemí. Deficit obchodu se zvýšil s Mexikem, na druhou stranu ale s Čínou a Německem dokonce poklesl a s Japonskem stagnoval. Čína v poslední době navíc masivně intervnuje proti oslabování své měny. Prodává dolary,

¹⁾ Údaj nad 50 body značí očekávání expanze, údaj pod 50 body naopak očekávání recese.

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Optimismus podporují dobrá čísla z reálné ekonomiky a výsledková sezóna za čtvrtý kvartál. Politická rizika představují zejména blížící se francouzské volby a hrozba amerického protekcionismu.

Spojené státy americké (USA)

Ekonomická aktivita v USA roste už mnoho kvartálů v řadě. Silná čísla přinesly předstihové indikátory ISM ve výrobě (56 bodů), i ve službách (56,5 bodu)¹⁾. Výrobní indexy se drží na nejvyšší úrovni od listopadu 2014. Nákupčí hodnotí pozitivně poptávku i celkové ekonomické podmínky.

Druhá revize vývoje HDP ve 4Q 2016 ukázala na zpomalení růstu na 1,9 % (mezikvartálně, anualizovaně). Horší výsledek po předchozím zlepšení zaznamenala průmyslová výroba (-0,3 % meziměsíčně). Dobré zprávy ale přišly z maloobchodu, kde tržby oproti minulému měsíci vzrostly o 0,4 %. Situace se vyvíjela příznivě také na nemovitostním trhu. Prodeje starších domů dokonce stouply na rekordní úroveň za bezmála dekádu.

Spotřebitelská důvěra se stále drží poblíž 15letého maxima, a to zejména díky silnému pracovnímu trhu. V americké ekonomice vzniklo v lednu

aby pomohla jüanu, který se loni vůči americkému dolaru propadl o 6,6 % (nejvíce za posledních několik desetiletí). V lednu vykázala pokles devizových rezerv pod hranici 3 bilionů USD, tedy na nejnižší úroveň za posledních 6 let.

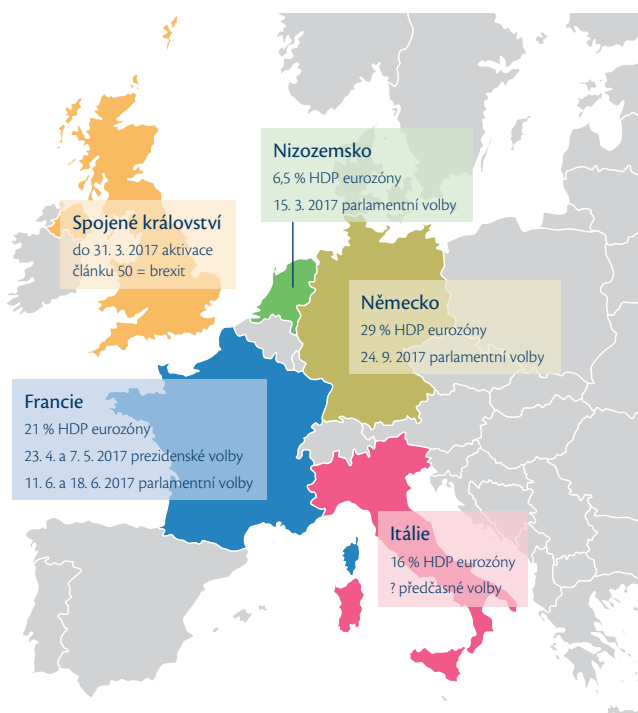
Evropa

Předstihové ukazatele za leden v Evropě potvrzují přetrvávající optimismus ohledně budoucího ekonomického vývoje. Jak ve výrobě, tak ve službách se drží v hlavních zemích již několik měsíců na rekordních úrovních nad 50bodovou hranicí. Předběžný PMI ve výrobě za leden stoupl na 55,1 bodu a byl tak nejvýše 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).

Průmyslová produkce v eurozóně očištěná o počet pracovních dní v prosinci stoupla o 2 % meziročně. Výroba prosperuje díky slabšímu euru, které pomáhá exportérům. Nových zakázek přibývá a větší chuť utrácet mají evidentně i spotřebitelé. Míra nezaměstnanosti se v eurozóně pohybuje kolem 9,6 %.

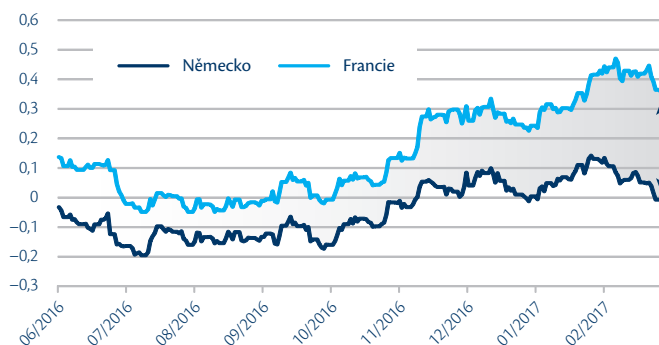
Inflace eurozóny vyskočila z prosincových 1,1 % na 1,8 % v lednu. Jádrová inflace ale zůstává tlumená na 0,9 %. Za většinou růstu tak stojí zdražení cen energií a komodit. Zatím neočekáváme změnu měnové politiky Evropské centrální banky (ECB) oproti v prosinci oznámenému plánu. Ten zahrnuje snížení měsíčního tempa nákupů dluhopisů o 20 miliard EUR od dubna a pokračování programu QE do konce letošního roku. Pokud však bude inflace pokračovat v nastoupeném trendu a inflační tlaky zesílí napříč členskými zeměmi, mohlo by to ECB přimět k přehodnocení názoru. Německá inflace se už nyní pohybuje téměř na dostřel inflačního cíle ECB.

Za čtvrté čtvrtletí 2016 zaznamenal hospodářský růst eurozóny kosmetickou revizi na 0,4 % (mezičtvrtletně) oproti původnímu odhadu 0,5 %. Pro letošní a příští rok ale Evropská komise mírně navýšila předpověď růstu (na 1,6 %, respektive 1,8 %). Upozornila však na stále přítomné riziko, kterým jsou dlouhodobé dopady brexitu. Vyjednávání o vystoupení Británie z Unie budou zahájena do konce března. Další významnou hrozbou, která ohrožuje soudržnost eura, je nabitý volební kalendář pro letošní rok. K urnám se v následujících měsících vydají Nizozemci, Francouzi a Němci. Možná se k nim přidají i voliči v Itálii, kde hrozí vypsání předčasných voleb.



Ve francouzských prezidentských volbách rostou v důsledku skandálů kandidáta umírněné pravice François Fillona šance na vítězství Marine Le Penové. Předsedkyně Národní fronty ostře vystupuje proti dalšímu setrvání Francie v euru. I když by pro kontroverzní političku nebylo ani v případě vítězství legislativně jednoduché „frexit“ prosadit, soudě podle vývoje na trhu dluhopisů (rozpětí mezi výnosem francouzského a německého výnosu nedávno zdolalo 4,5letá maxima), jsou její rostoucí preference chápány jako riziko, které nelze brát zcela na lehkou míru. Průzkumy veřejného mínění, které se však loni ukázaly být pomýleným indikátorem důležitých voleb, naznačují, že Le Penová suverénně vyhraje první kolo prezidentské volby se ziskem zhruba 25 % a v druhém kole stejně suverénně prohraje.

Výnosy 10letých státních dluhopisů (v % p. a.)



Zdroj: Bloomberg.

Britská ekonomika je na tom navzdory očekávanému spuštění brexitu relativně dobře. HDP rostl ve čtvrtém čtvrtletí stejně jako v předchozím kvartále (0,6 % mezičtvrtletně). Kromě levnější libry a větší nejistoty se pro podniky a domácnosti zatím nic nezměnilo. Slabá libra podporuje britský export a kompenzuje nejistotu budoucnosti po brexitu. Spotřebitelé ale již začínají pociťovat nevýhody plynoucí z rostoucí inflace dané oslabením libry. Maloobchodní tržby v lednu zklamaly dalším poklesem (o 0,3 % meziměsíčně). Inflace dosáhla meziročního tempa růstu 1,8 %. V posledních měsících se zvyšují zejména výrobní ceny – producentům se zdrazilily dovážené vstupy a zvýšené náklady nemohou v plné míře přenést na spotřebitele.

Asie

Japonská ekonomika v roce 2016 vykázala 1% růst. Přispělo k němu zejména oživení exportu dané slabším jenem na konci roku. I tak šlo ale v porovnání s loňskými 1,2 % o zpomalení tempa. Domácí spotřeba nadále stagnuje a pro silně exportně založenou ekonomiku je tak významnou hrozbou možné zavedení vysokých cel a dalších překážek pro zahraniční obchod, které chtějí prosadit USA. Bank of Japan zatím nemění měnovou politiku a jádrovou inflaci pro fiskální rok 2017 předpovídá na 1,5 %.

K oživení světové ekonomiky přispívají také rozvíjející se trhy. Navzdory velkým rozdílům v rámci skupiny vykazuje většina z nich zlepšení ekonomických ukazatelů.

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.

Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a měnových kurzů

		03/2017	09/2017	03/2018
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05
	10Y sazba	0,55	0,70	0,90
	USD/CZK	25,49	25,83	25,24
	EUR/CZK	27,02	26,60	26,00
EUR	Základní sazba	0,00	0,00	0,00
	10Y sazba	0,20	0,50	0,70
USD	Základní sazba	0,75	1,00	1,50
	10Y sazba	2,35	2,60	2,80
	USD/EUR	1,06	1,03	1,03

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



Uplynulý měsíc můžeme z pohledu dluhopisových investic hodnotit jako úspěšný. Za jejich příznivým výsledkem stojí zejména narůstající nervozita z blížících se francouzských prezidentských voleb, která mnohé z investorů nasměřovala i do konzervativněji laděných investic. Pravděpodobným vítězem prvního dubnového kola nadále zůstává kandidátka krajní pravice Marine Le Penová, a přestože její šance na vítězství v druhém kole jsou nízké, její preference po skandálech jejího protivníka stoupají. Dokladem rostoucího vnímaného rizika je i zvýšení úrokového diferenciálu francouzských a německých desetiletých vládních dluhopisů, který vzrostl nejvýše za poslední čtyři roky.

Portfolia s vyšším podílem státních dluhopisů naopak v uplynulém měsíci ztrácely. Příčinu shledáváme zejména v nižším zájmu domácích i zahraničních investorů o vládní dluhopisy, který vedl k poklesu jejich cen. Zatímco domácí investoři vnímají ceny vládních dluhopisů jako příliš vysoké a omezují jejich držbu na nezbytně nutné minimum, výpadek zahraniční poptávky po korunových vládních dluhopisech můžeme přisuzovat mimo jiné i zvýšenému zájmu o francouzské vládní dluhopisy, jejichž výnosy v uplynulém měsíci vzrostly, čímž se z pohledu očekávaného výnosu staly atraktivnějšími.

Riziková aktiva si navzdory zmíněným politickým rizikům také připsala solidní zisky. Přispěla k tomu zejména zlepšující se hospodářská situace země i firem, podobně jako i příznivý ekonomický výhled. Portfolia Pro 90/95 reflektovala pozitivní vývoj akciového trhu a zhodnotila v průměru o 1,87 %, respektive 0,82 %. Dařilo se také rizikovějším dluhopisům reprezentovaným fondy JPM Morgan EUR High yield, KBC Europe Financial Opportunities, KBC Active Bond Selection a KBC Local Emerging Market Bonds, 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 doplňkem měnového zajištění s nižšími náklady.

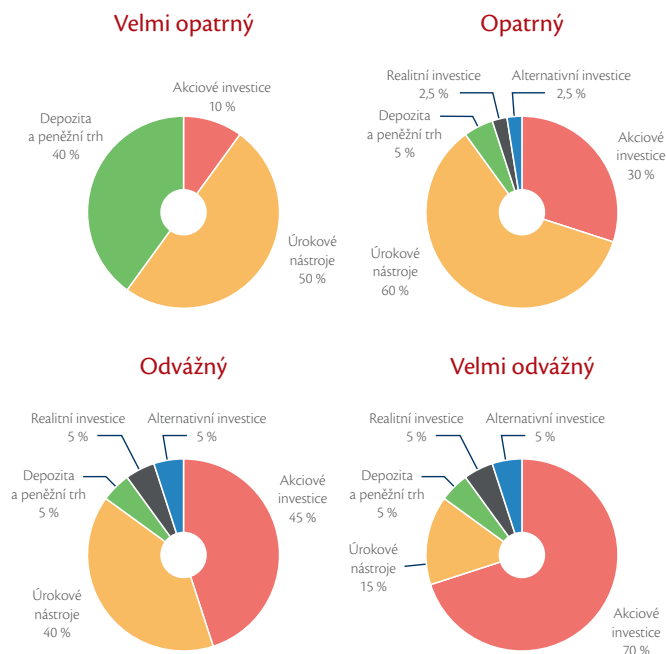
S ohledem na extrémně nízkou úroveň výnosů dostupných na dluhopisovém trhu je žádoucí v portfoliích využívat i instrumentů mimo běžnou úrokovou složku. Doporučujeme zvážit posílení akciové části portfolií, případně zvážit některou z investičních strategií profilových portfolií fondů (PPF) nebo kombinaci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

Jan Bureš, portfolio manažer, ČSOB Asset Management

2 TRHY A INVESTIČNÍ STRATEGIE

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

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



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 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 měsíci zhodnotil o 0,85 %.

V rámci výše uvedeného limitu rizikových dluhopisů držíme i dluhopisový fond zaměřený na rozvíjející se trhy (KBC Local Emerging Market Bonds). Fond v uplynulém měsíci připsal 4,7 %.

Ve vybraných portfoliích využíváme i dluhopisový fond podřízených dluhopisů (KBC Europe Financial Opportunities). 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 %.

Posledním zástupcem této skupiny je fond KBC Active Bond Selection, který své investiční příležitosti generuje jak aktivním výběrem rizikovějších dluhopisů, tak i skrze jeho širěji 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 0,2 %.

Měnovou pozici na korunových portfoliích 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 77,8 %. Podíl akcií v Portfoliích Pro 95 vzrostl na 30,4 %. Ke zvýšení podílu akcií napříč všemi emisemi došlo jak v důsledku růstu cen akcií, tak i aktivního zvýšení akciové složky fondů. Průměrné zhodnocení Portfolií Pro 90 dosáhlo za uplynulý měsíc 1,87 %. Zhodnocení Portfolií Pro 95 dosáhlo v průměru 0,82 %.

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

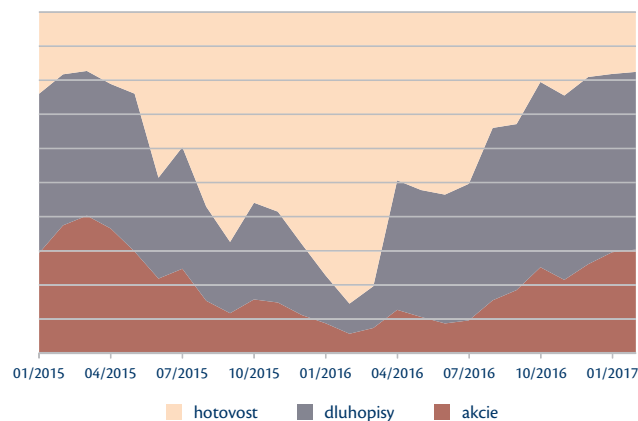
Akciovou složku jsme v uplynulém měsíci ponechali bez výrazných změn. Z hlediska regionální alokace v portfoliích nadále upřednostňujeme americký trh a nově mírně nadvažujeme také akcie v eurozóně díky jejich příznivé valuaci a odolnosti vůči politickým rizikům. Neutrální postoj zaujíme vůči Japonsku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

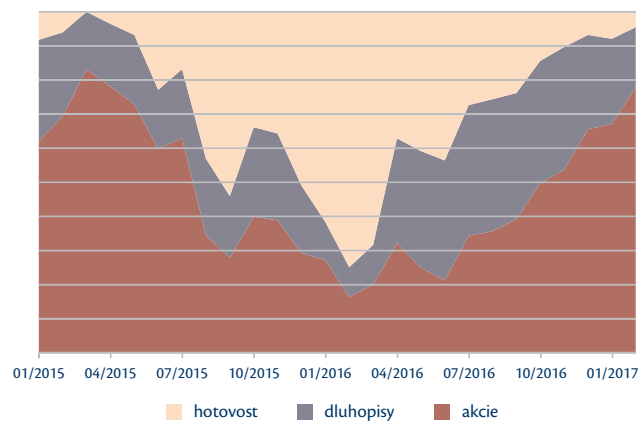
Alternativní investice

Některá z portfolií jsme začátkem druhého čtvrtletí rozšířili o alternativní fond Celest Lacerta (Currency), jímž jsme postupně nahradili fond volatility (Cestel 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 denominován v eurech. Hodnota fondu za uplynulý měsíc vzrostla o 0,75 %.

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



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



AKCIE

Příznivý výhled ekonomiky a korporátních zisků nás vede k ponechání akcií v portfoliích na nadvážené úrovni. Od větších nákupů nás ale stále odrazuje řada rizik, jako jsou politická nejistota v Evropě a prosazování protekcionistické politiky USA. Naše aktuální akciová alokace je z hlediska regionů nově nastavena více neutrálně. Z hlavních regionů jen mírně nadvažujeme USA a eurozónu a v rámci emerging markets preferujeme akcie ze střední a východní Evropy.

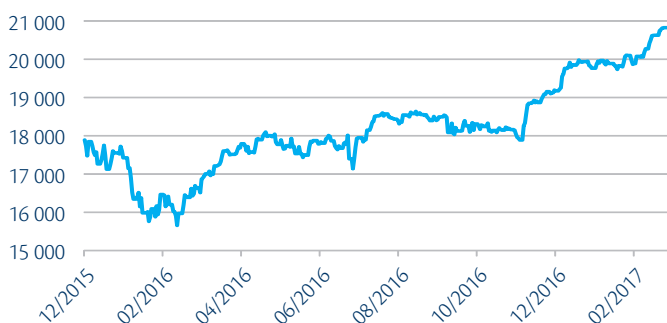
Akciové trhy v poslední době prokázaly silnou odolnost vůči politickým rizikům. I když poslední ostře sledované politické události skončily pro investory těmi nejobávanějšími výsledky (brexit, vítězství Trumpa nebo

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 vpusť na trh. I přes nabitý politický kalendář v Evropě proto nevidíme důvod, proč se investicím do akcií vyhybat.

Hlavní regiony

Fiskální politika USA pod vedením nového prezidenta by měla být v následujících letech spíše expanzivnější povahy. To by mělo v USA hrát do karet cykličtějším odvětvím, zejména společnostem podnikajícím v oblasti infrastruktury a výrobě (Trump 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, naopak napomoci by měla společnostem podnikajícím na americkém trhu.

Americké akcie (index Dow Jones)



Zdroj: Bloomberg.

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 pomáhá měnová politika Evropské centrální banky, která na rozdíl od amerického Fedu pokračuje ve stimulaci ekonomiky. Oslabení eura, které je jejím důsledkem, svědčí exportním firmám a promítá se do růstu jejich zisků.

Korporátní výsledky

Po delší době poklesů ukazují společnosti v posledních dvou výsledkových sezónách růst zisků. Naše vyhlídky na rok 2017 zůstávají nadějně – téměř ve všech regionech očekáváme růst zisků kolem 10 %.

Z indexu S&P 500 zveřejnila výsledky za čtvrtý kvartál většina společností. Oproti očekávání vykázaly zatím lepší zisky i výnosy. O velmi dobrá čísla se postaraly síťové služby, finanční společnosti a technologie. Meziroční růst zisků dosáhl v průměru zhruba 5 %.

I v Evropě lze pozorovat zlepšení výsledků, a to zejména díky pozitivnímu překvapení finančnímu sektoru. Od evropských firem v následujících čtvrtletích očekáváme více než 10% růst zisků. Přispívat by měly kromě slabého eura silné fundamenty společností.

Více než dvojnásobný růst zisků hlásí Japonsko. Stojí za ním výrazné oslabení japonského jenu na konci roku 2016, které představovalo podporu pro exportní podniky.

Valuace

Poměr ceny k ziskům na mezinárodních trzích s historickými průměry se pohybuje mírně nad dlouhodobě obvyklým oceněním. V případě světové-

ho akciového indexu MSCI World All Countries se předstihové P/E aktuálně pohybuje kolem 16. 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 2,5 % a překonává tak průměr za posledních 20 let.

Relativně nízké valuace si nadále drží akcie firem z eurozóny s předstihovým P/E kolem 14 (oproti americkému i japonskému trhu se obchodují se slevou). Je to však z velké části dáno tím, že v eurozóně zůstává nevyřešena řada dlouhodobých strukturálních problémů.

Porostou v roce 2017 zisky firem?

Když porovnáme počátek roku 2016 a 2017 z pohledu očekávání ve vývoji firemních zisků, málokdy najdeme podobný meziroční rozdíl. Zatímco na prahu minulého roku jsme odhadovali, zda pokles firemní výkonnosti bude větší či jen menší, letos je tomu úplně naopak a analytici se shodují, že zisky letos porostou více než desetiprocentním tempem. Jak k tomu mohlo dojít? Ač se zjevně hospodářská situace ve světě zlepšila, euforii se nazvat nedá. Kde je tedy jádro změny? V ropě a v penězích. Za růstem zisků totiž stojí dvě mohutná odvětví, a to ropné a finanční.

Oba sektory mají schopnost razantně měnit ziskovost v poměrně krátkém čase v závislosti na vnějším prostředí. Finanční sektor díky finanční páce (rozuměj použití dluhu), která umožňuje násobně silnější reakci na změnu podmínek. Tou je dnes normalizace úrokového prostředí, hlavně v USA, kde vyšší úroky i apetit po úvěrech a dalších finančních produktech vedou ke zlepšení marží a silnému růstu ziskovosti.

Těžební sektor je pod taktovkou cen ropy, které dokážou kolísat skutečně razantně. A s nimi i zisky zejména amerických břidlicových těžařů, kteří se ještě před rokem potáceli ve ztrátách. Nyní se však s rostoucími cenami ropy jejich produkce vrací na trh. S cenami ropy opět nad hranicí 50 dolarů jsou výhledy oprávněně optimističtější.

Aleš Prandstetter, investiční stratég, ČSOB Asset Management



Preferovaný region

Střední a východní Evropa ^{NOVĚ}

Investice do regionu střední a východní Evropy představují zajímavý doplněk globálního portfolia. Středoevropské země dnes vykazují lepší hospodářské výsledky ve srovnání se západní Evropou. Je tu nižší nezaměstnanost a rychlejší ekonomický růst. Státní rozpočty plní maastrichtská kritéria a v agendách politických stran nesvíjí výrazné protievropské programy. Na rozdíl od vyspělých trhů se navíc středoevropské akcie neobchodují s tak výraznou premií proti historickým průměrům, což je dělá ještě atraktivnějšími.

Obvyklou překážkou investování do tohoto regionu ve větší míře bývají politická rizika, často v podobě změn daňového systému nebo neustálého zavádění reformů a jejich rušení. Tato situace se sice hned nezmění, proto vnímáme region jako doplněk, na druhou stranu se ale právě nacházíme v „období relativního klidu“. Mnoho špatných zpráv již investoři strávili a obávané černé scénáře se nakonec nenaplní.

Fond zaměřený na střední a východní Evropu se nebrání investicím v Rusku a Turecku, pokud nám dávají investičně smysl. I tyto země skrývají převážně rizika politického, případně geopolitického charakteru. Naproti tomu ceny místních akcií do jisté míry tato rizika diskontují, což může přinášet zajímavé příležitosti.

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 příliv 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 zčásti i Donald Trump. Nedávno se však sešel s korporátními lídry zdravotnických firem a snažil se své předchozí ostré výroky mírnit. Výměnou za zlepšení cenové dostupnosti zdravotní péče širší veřejnosti slíbil omezení regulace a zjednodušení procesu klinických testů nových léků. To by mohlo urychlit cestu novým produktům na trh a pozitivně ovlivnit nákladovost producentů.

Zdravotnické akcie zůstávají v porovnání s historickým průměrem levné. Přitom mají investorům co nabídnout. Hospodaření firem ze sektoru zůstává zejména v USA v dobré kondici. V aktuální výsledkové sezóně (za 4Q 2016) již reportovala většina zdravotnických firem a vykázala růst zisků i tržeb v souladu s průměrem trhu (zhruba 5 % u indexu S&P 500).

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 celkového 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. 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. Naší největší sázkou v rámci sektoru jsou automobily.

Nezaměstnanost v mnoha zemích klesá a přibývá nových pracovních příležitostí, což vytváří příznivé klima pro růst mezd. 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 nákupy zboží dlouhodobé spotřeby. Firmy si zase díky přebytečné hotovosti mohou dovolit potřebné investice.

Zajímavou investiční příležitostí v rámci sektoru jsou evropské automobily. Ceny jejich akcií stáhly skandály s podváděním v testech emisí a spotřeby paliv. Společnosti si musely tvořit rezervy na možné soudní spory, odvětví ale i přesto dokázalo tlak ustát. Volkswagen byl s 10,3 milionu prodaných vozů v roce 2016 opět lídrem trhu (prvenství vzal Toyotě) a také cena jeho akcií se již téměř vrátila na úroveň, kde byla před vypuknutím skandálu. Nové registrace aut v EU27 vykázaly v lednu více než 10% meziroční růst. Valuace evropských automobilek dosahují pouze zhruba 8,5násobku očekávaných zisků oproti P/E kolem 15 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.

Finanční sektor

Vývoj amerických prezidentských voleb naznačuje, že se bankám a pojišťovnám snad již konečně blýská na lepší časy. I přes optimistické vyhlídky a nedávnou akciovou rally zůstávají relativně nízkou oceněné. Je však třeba mít na paměti, že finanční sektor představuje rizikovější investici spojenou se zvýšenou volatilitou (zejména v evropském regionu, kde mohou nastat problémy s rekapitalizací některých bank).

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 a také prosincové prodloužení tisku peněz ECB již naznačilo vůli k postupnému utlumování nekonvenční měnové politiky.

Americké prezidentské volby znamenaly pro finanční tituly vítr do plachet. Kromě vidiny vyšších úroků napomáhá výhledu na zlepšení hospodaření amerických bank a pojišťoven omezování regulace slibované Trumpovou administrativou. Revize by se měl dočkat například například Dodd-Frank Act, který byl přijat v reakci na dopady finanční krize a který byl v bankovním odvětví značně nepopulární.

V rámci indexu S&P 500 byly banky a pojišťovny sektorem se třetím nejvyšším růstem zisků ve 4Q 2016, dosahujícím téměř dvojciferného tempa. V Evropě jsou vítězem výsledkové sezóny z hlediska pozitivních překvapení.

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 jejím rámci se spouštějí pouze projekty s pozitivní čistou přidanou hodnotou a přebytečná hotovost se nekumuluje ve společnosti ani neutráčí za ztrátové projekty nebo příliš vysoko oceněné akvizice. Pro investory jsou vysoké výplaty hotovosti stabilních firem vhodnou alternativou k nízkým výnosům dluhopisů.

Zpětné odkupy investorům vysílají pozitivní signál, že akcie jsou dle názoru managementu (který má o stavu firmy logicky mnohem lepší informace než veřejnost) oceněny příliš nízkou. Odkup vlastních akcií společností je typický zejména pro firmy z USA. Korporátní aktivita v oblasti programů zpětných odkupů zde byla v minulých letech velmi silná a další podporou by pro ni mohla být Trumpova politika nižších daní na repatriaci zisků.

Firmy provádějící zpětné odkupy jsou u investorů vyhledávány především díky menší citlivosti na růst úroků než akcie s vysokými dividendami. Riziko spojené s rostoucími úroky se však může týkat některých podniků, které si jsou zvyklé brát na nákupy vlastních akcií úvěr. Éra extrémně levného financování 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, a tedy snižováním počtu akcií v oběhu.

I když programy zpětných odkupů probíhají v omezené míře i v Evropě, zdejší 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). Průměrný očekávaný dividendový výnos dosahuje v Evropě 3,6 %.

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 rychle stoupá.

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.

„Akcie vodního 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 při zachování slušného růstového potenciálu a zajištění měnového rizika.

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.

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 (na dvouleté splatnosti se dokonce v lednu obchodovaly s nejnižším výnosem na světě, což souviselo s přílivem zahraničního kapitálu spekulujícího na posílení české koruny po opuštění kurzového závazku ČNB).

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). Takoveto korekce přicházejí vždy nečekaně jako například po amerických prezidentských volbách. Tomu,

Vítězství Donalda Trumpa s sebou přineslo očekávání rychlejšího růstu inflace a utahování měnové politiky Fedu.

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 už ve sníženém objemu 60 miliard eur měsíčně) do konce roku 2017.

Diverzifikace směrem k firemním dluhopisům a dluhopisům zemí nabízejících o něco vyšší výnos i u krátkodobějších splatností je jistě rozumná, ani zde ale nelze podceňovat úrokové riziko.

Úrokové strategie

Úrokové strategie se opírají o algoritmičké modely, které bez vlivu emocí sledují pohyby dlouhodobých a krátkodobých úrokových sazeb. Algoritmus fondu 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. Fond je měnově zajištěný do českých korun.

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 nevyžaduje 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 portfoliích drželi navýšený podíl hotovosti v očekávání atraktivních nákupních příležitostí. Následně jsme ho využili pro navýšování 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 jediná z předních centrálních bank vyspělého světa aktuálně na cestě utahování měnové politiky. Dolar navíc obecně poskytuje dobré krytí proti závanům eurokrize.

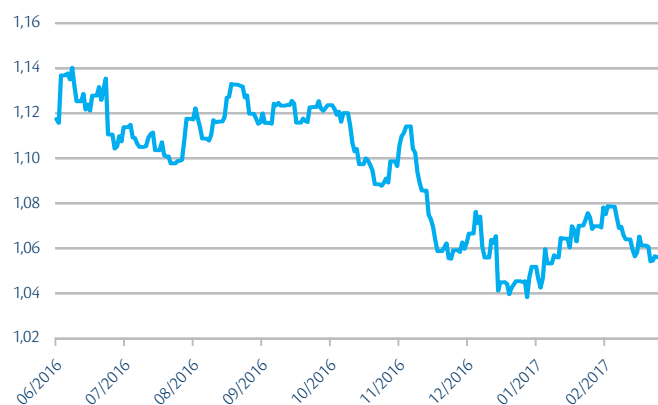
Dolar od ukončení kvantitativního uvolňování v USA zhodnocuje a tento trend by měl pokračovat díky výhledu zvyšování sazeb Fedu i přesto, že Trumpova administrativa proti dalšímu posilování americké měny slovně intervenuje.

Podle dlouhodobých oceňovacích modelů má americký dolar fundamentální hodnotu ve výši 1,00–1,10 USD za EUR. Nyní se obchoduje na úrovni 1,06 USD za EUR. V krátkodobém horizontu může posílit směrem k paritě v důsledku faktorů, jako jsou zvěšující 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 a série voleb v eurozóně. 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 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 (2,33 %) 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.

EUR/USD



Zdroj: Bloomberg.

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.

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. Zahnutím nemovitostí do portfolia rostou očekávané výnosy, zatímco riziko zůstává relativně omezené. Cenné papíry navázané na nemovitosti představují likvidní alternativu pro přímou investici do nemovitostí, která je kvůli své finanční náročnosti pro mnohé investory nedostupná. Jedná se navíc o vhodnou investici v době 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.

Ačkoliv se REITs chovají podobně jako ostatní akcie, a tedy v portfoliu nabízejí menší diverzifikaci, díky své nemovitostní podstatě a relativně vysokým dividendám (v Evropě 4,4 %) přitahují mnoho investorů. Realitní akcie jsou rozumně oceněné a jejich výnos zůstává stále vyšší v porovnání s žalosťnými úroky z dluhopisů. Atraktivitu sektoru by mohla snížit 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 společně s pomáhají snižovat zadlužení. Americké nemovitosti jsou dražší a tamní realitní akcie přinášejí nižší dividendy. 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

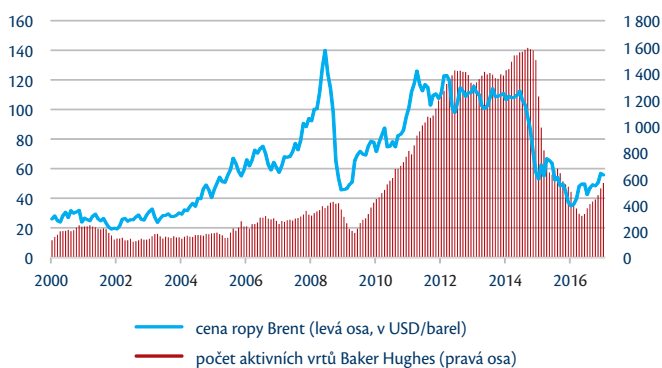
Návratnost investic do komodit určují zejména dvě věci. Kromě cenového trendu dané komodity je druhým faktorem návratnost „rolování“ (znovuobnovování kontraktu), která souvisí se skutečností, že investor nenakupuje komoditu samotnou (tanker plný ropy, loď plnou obilnin nebo kontejner mědi), nýbrž investuje do forwardových (budoucích) kontraktů. Aby investice trvala, musejí být tyto kontrakty rolovány. Většinou je třeba zaplatit prémii, jediné 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 Vídně 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 stoupá na téměř roční maxima. Počet aktivních vrtů stoupl podle statistik energetické společnosti Baker Hughes na nejvyšší úroveň od října 2015.

Trh vyčkává, zda příliv ropy z těchto nalezišť postačí ke kompenzaci výpadku nabídky v souvislosti s omezením produkce OPEC. Ze závěrů mezinárodní ropné agentury IEA vyplynulo, že je dohoda OPEC zúčastněnými stranami dodržována z 90 %. Přitom z minulých zkušeností byly právě o dodržování produkčních kvót velké pochybnosti. Ani to však ropě v únoru nepomohlo k silnějšímu růstu. Špatnou zprávou pro trh byl vývoj zásob ropy a ropných produktů v USA. Podle statistik americké agentury EIA vykazovaly růst několik týdnů v řadě.

Počet aktivních ropných vrtů je nejvyšší od října 2015



Zdroj: Bloomberg.

Domníváme se, že krátkodobě zůstanou ceny ropy velmi nestabilní mezi 50 a 60 dolary za barel. Pokud bude dohoda o omezení produkce dodržována a poptávka poroste díky silnějšímu ekonomickému růstu rychlejším tempem, měl by se podle prognózy Mezinárodní energetické agentury (IEA) přebytek nabídky postupně zmenšovat a k deficitu na trhu by mělo dojít již 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. Ropu navíc zahraničním investorům v lokálních měnách zdrazuje relativně silný americký dolar.

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 1 256 USD za unci, nesvědčí mu 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 nebo kolapsu akciového trhu, 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.

Upozornění:

Materiál Ekonomika a trhy je připraven odborníky ze společnosti ČSOB Asset Management, a.s., investiční společnost, člen skupiny KBC. Při jeho tvorbě a šíření nepostupovali podle požadavků zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu v platném znění, upravujících pravidla pro analýzu investičních příležitostí nebo investiční doporučení. Při přípravě materiálu se vychází z aktuálně dostupných ekonomických informací a jejich zhodnocení v čase přípravy (tento materiál byl připraven k 28. 2. 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.