



Jak vidíme svět?

- Britská vláda spustila proceduru brexitu.
- První jestřábí hlasy z ECB. Zpřísnění měnové politiky brání nejistota před klíčovými volbami.
- Fed v březnu zvýšil sazby. Dolar se vydal opačným směrem.
- Zklamal Trump trhy neschopností prosadit změny ve zdravotnictví?

Co děláme v portfoliích?

- Akciovou pozici ponecháváme na nadvážené úrovni. Investice do realit snižujeme na neutrální úroveň.
- V regionálním rozložení portfolia preferujeme eurozónu a akcie firem ze střední a východní Evropy.
- Sektorové preference se nemění. Upřednostňujeme zdravotní péči, IT, zboží dlouhodobé spotřeby a finance.

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Podnikatelské klima se nadále zlepšuje, a dokonce i „tvrdá data“ potvrzují, že světová ekonomika stojí na silných základech. Propast mezi rozvinutými zeměmi a většinou rozvíjejících se regionů se zmenšuje. Výsledková sezóna za čtvrtý kvartál dopadla v souladu s očekáváním slušným růstem zisků. Riziko představují zejména geopolitika, blížící se francouzské volby a nejistota kolem politických plánů Donalda Trumpa.

Spojené státy americké (USA)

Data z americké ekonomiky i nadále vesměs pozitivně překvapují. Výrazně lépe oproti očekávání dopadly americké předstihové indikátory ISM ve výrobě (57,7 bodu) a ve službách (57,6 bodu)¹⁾. Únorová průmyslová produkce ale zklamala meziměsíční stagnací (trh čekal růst o 0,2 %). Podle třetí revize dosáhl americký HDP ve 4Q mezičtvrtletního růstu 2,1 % (přepočteno na roční bázi). Deficit obchodní bilance USA se v lednu prohlou-

bil na 48,5 miliardy USD, což je vodou na mlýn pro amerického prezidenta Trumpa a jeho protekcionisticky laděnou rétoriku.

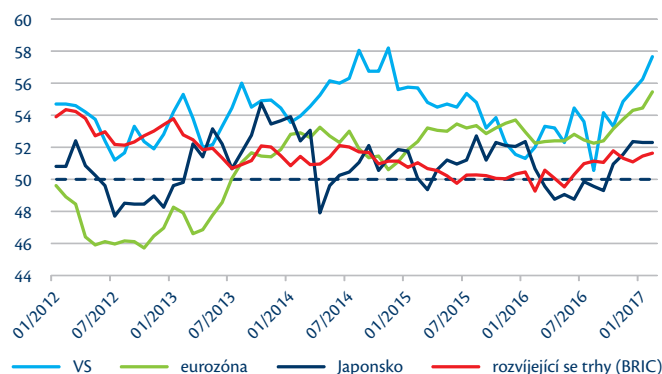
Spotřebitelské ceny v USA vzrostly v souladu s odhady meziročně o 2,7 % a jádrová inflace (která nezahrnuje volatilní složky, jako jsou potraviny a energie) o 2,2 %. Ani výraznější meziměsíční zpomalení tempa růstu inflace ale neodradilo americkou centrální banku (Fed) od zvýšení sazeb na březnovém zasedání o další čtvrtinu procentního bodu na pásmo 0,75–1,00 %. Očekáváme, že Fed letos přistoupí k dalším dvěma zvýšením sazeb, přestože se jeho předsedkyně Yellenová tentokrát vyjadřovala o něco opatrněji. Její mírně „holubičí“ rétorika (v kombinaci s hlasy z Evropy volajícími po zpřísnění měnové politiky ECB) vedla k přerušení trendu posilování amerického dolaru, který nastartovaly americké prezidentské volby.

Důvěru spotřebitelů opět podpořily dobré zprávy z pracovního trhu – v únoru přibýlo 235 tisíc nových pracovních míst mimo zemědělství, nezaměstnanost dosáhla 4,7 % a růst mezd zrychlil na 2,8 % ročně. Index spotřebitelské důvěry Conference Board se v březnu vyšplhal dokonce na 125,6 bodu, tedy nejvyšší úroveň od prosince 2000.

Z amerického nemovitostního trhu přišla data o prodeji nových a starších domů. Starší domy se v únoru prodávaly oproti odhadům méně, naproti tomu nárůst prodeje nových domů dosáhl rychlejšího tempa. Ceny nemovitostí ve 20 největších amerických městech podle indexu S&P CoreLogic Case-Shiller zrychlily meziroční růst na necelých 6 %.

Kompozitní indexy nákupních manažerů (PMI)

(expanze > 50; recese < 50)



Zdroj: Bloomberg.

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

Evropa

Ekonomika roste slušným tempem i v eurozóně. Finální údaj o HDP ve 4Q potvrdil předchozí odhad mezičtvrtletního růstu 1,6 % (přepočteno na roční bázi). Průmyslová produkce eurozóny za leden zklamala meziročním růstem pouze o 0,9 %. Důvěra výrobců ve zpracovatelském sektoru se ale již několik měsíců zlepšuje. V hlavních zemích eurozóny se indexy nákupních manažerů (PMI) stále drží na rekordních hodnotách vysoko nad 50 body. Předběžný kompozitní index pro eurozónu stoupl v březnu z 56 bodů na 56,7 bodu, což naznačuje, že je korporátní nálada nejlepší od dubna 2011. Velmi příznivý vývoj zaznamenaly PMI také v hlavních evropských zemích, jako jsou Německo a Francie. Ve Francii, která dlouhou dobu za ostatními zaostávala, přinesl velmi pozitivní překvapení zejména

sektor služeb s růstem indikátoru na 58,5 bodu. Pozitivní náladu vyvolává i vývoj pracovního trhu. Míra nezaměstnanosti se drží na 9,6 %, tedy na nejnižší úrovni od května 2009.

Inflace v eurozóně dosahovala v únoru 2 %, v březnu ale podle předběžných odhadů její tempo zvolnilo na 1,5 % meziročně. Únorové zrychlení tak bylo dle očekávání dočasné, protože za většinou růstu stálo zdražení energií a surovin. Až tento efekt zcela odvane, dá se očekávat její opětovný pokles směrem k jádrové inflaci dosahující v současnosti růstu pouze 0,7 % meziročně. Evropská centrální banka (ECB) svou měnovou politiku zatím nemění s odkazem na anemický růst jádrové inflace a nerovnoměrnost inflačních tlaků v rámci eurozóny.

Začátkem března se však již objevily první „jestřábi“ signály, že by ECB moh-

Proč finanční trhy sledují francouzskou předvolební kampaň?

Poslední rok trhy stále více ovlivňují voliči v hlavních ekonomikách. Velký podíl na tom mají do značné míry neočekávaná vítězství britských euroskeptiků a Donalda Trumpa. Letošní rok je na lidová hlasování rovněž bohatý a po Nizozemsku investoři s napětím očekávají jméno nástupce francouzského prezidenta Hollanda, které bude známo již začátkem května.

Hollande sám před pěti lety porazil svého předchůdce Sarkozyho v od začátku jasném souboji mezi dvěma finalisty reprezentujícími hlavní levicové a pravíkové proudy. Letošní volby jsou v tomto ohledu zapeklitéjší. Nepopularita prezidenta a vývoj posledních let včetně migrační krize a anemického růstu domácí ekonomiky vynesly v průzkumech do popředí Marine Le Pen, předsedkyni euroskeptické Národní fronty. Její program zahrnuje mimo jiné zastavení imigrace, ochranu domácího trhu, referendum o setrvání v eurozóně a po jeho případném úspěchu pak samostatnou měnovou politiku. Opuštění společné měny si řada investorů překládá jako volání po de facto bankrotu země, jelikož znovuzavedený frank by velmi pravděpodobně proti euru oslabil a pro investory by to znamenalo ztráty. Preference Le Pen se drží stabilně kolem 25 %.

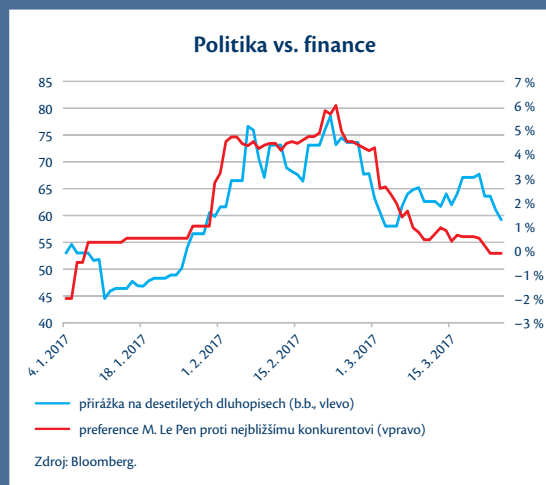
Hollande také přivedl do velké politiky Emmanuel Macron, který se coby ministr průmyslu v levicové vládě postaral o nezvykle liberální a rychlé reformy. U Macrona jde, stejně jako loni u Donalda Trumpa, o první kandidaturu na volenou funkci v životě. Hollandova strana si v primárkách vybrala za kandidáta dalšího exministra Hamona, naopak v pravíkových primárkách uspěl expremiér Fillon. Jenže Hamon se nikdy nepodíval v preferencích výše než na čtvrtou pozici, na čemž má jistě podíl rozdrobenost levice, kde aktuálně dominuje kandidát komunistů. Fillon naopak hned po nominaci preference ovládl a i v případě souboje ve druhém kole s Marine Le Pen byl považován za favorita. Fillon, Le Pen a Macron měli dohromady podporu zhruba 70 % voličů a tento podíl si víceméně drží dosud.

Fillonovo vedení v lednu utrpělo drtivý úder po aféře se zaměstnáváním manželky a (tehdy studujících) dětí coby poslaneckých asistentů placených ze státního eráru a během pár týdnů se propadl pod 20 % na třetí místo za Le Pen a Macrona. Nezávislý kandidát Macron naopak získal důležitou podporu bývalého kandidáta Bayroua a následně také řady osobností zejména z levicového tábora včetně pařížského starosty, kteří odespali vlastního kandidáta ve prospěch programově nejbližší nadějně kandidatury. V posledních týdnech Macron dotáhl náskok Le Pen a podle některých průzkumů dokonce vede. Ve druhém kole se tak rýsuje souboj dvou kandidátů, jejichž představy o budoucnosti se snad nemohou více lišit. Jasným favoritem pro druhé kolo je Macron se svým středovým programem – podle posledního průzkumu by Le Pen porazil o 24 procentních bodů.

Vývoj preferencí se poměrně výrazně odrážel na výnosech francouzských dluhopisů, respektive na přírážce, kterou musí Francie platit proti německým sazbám (oproti našemu západnímu sousedovi má Francie horší rating, pomalejší ekonomiku a vyšší zadlužení).

Rozdělíme-li reakce trhu na krátkodobější a dlouhodobější horizont, je patrné, že v kratším období do dvou let reagovala přírážka zejména na vývoj preferencí Marine Le Pen, a sice za každý procentní bod v preferencích navíc francouzská přírážka vzrostla v průměru o 13 bazických bodů. Na delším horizontu (desetileté dluhopisy) se samotné preference Le Pen příliš neprojevovaly. Naopak poměrně velká korelace byla mezi vývojem rizikové přírážky a rozdílem v preferencích Le Pen a lepšího z dvojice Macron/Fillon, kde platil poměr cca 3,4 bazického bodu přírážky za každý procentní bod, který Le Pen získala proti lepšímu z konkurentů navíc. Zajímavé je, že přírážka byla poměrně inertní k tomu, kdo oním nejbližším soupeřem byl – investorům je tedy jedno, zda postoupí Fillon či Macron, ale nikoli, jak velký bude náskok či ztráta Marine Le Pen.

Pro představu, jeden bazický bod odpovídá v případě Francie (dluh takřka 100 % HDP) zhruba 200 milionům eur na ceně dluhu navíc a jeden procentní bod rozdíl Le Pen proti Macronovi (Fillonovi) tak znamená zhruba 700 milionů eur ročně (pokud by samozřejmě kampaň takto dlouho trvala). Je to ovšem jen marginálie ve srovnání s cenou, kterou by Francie platila navíc, pokud by Le Pen usedla v Elysejském paláci. Pokud bychom s velkým zjednodušením předpokládali, že první zmíněná rovnice bude platit lineárně



a ad infinitum, vítězství Le Pen by mohlo vést k navýšení přírážky na dvouleté splatnosti při růstu preferencí nad 50 % (tedy o 25 procentních bodů) o více než 300 bazických bodů. Přepočteno na výši francouzského HDP by to znamenalo cca 70 miliard eur ročně navíc, tj. více než tisíc eur na obyvatele. Podobné zdražení by pak postihlo i úvěry pro firmy, a pokud by opravdu došlo na znovuzavedení franku, pak také domácnosti.

Miroslav Adamkovič, analytik,
ČSOB Asset Management

la začít zvyšovat úroky ještě před ukončením programu kvantitativního uvolňování, a dokázaly pořádně zahýbat s kurzem euro dolaru. Německo tlačí na ECB, aby upustila od extrémně uvolněné měnové politiky, už delší dobu. Německá inflace dosáhla v únoru 2,2 % meziročně (tedy maxima od srpna 2012), nicméně v březnu podle předběžných odhadů zpomalila na 1,5 %.

Největším rizikem v Evropě je nadále politika, i když ji finanční trhy zatím nechávají víceméně bez povšimnutí. V polovině března proběhly nizozemské volby, které mohly být v případě úspěchu populistického kandidáta Geerta Wilderse indikátorem rozmáhajícího se euroskepticismu. Vítězství ale obhájila vládnoucí strana a Wilders musel uznat výraznou porážku. Další ostře sledovanou politickou událostí jsou francouzské prezidentské volby, jejichž první kolo začíná 23. dubna a druhé 7. května (detailněji viz sloupek Miroslava Adamkoviče), a spuštění brexitu, který britská vláda oficiálně zahájila 29. března žádostí o aktivaci článku 50 Lisabonské smlouvy.

Protože referendum, v němž si Britové zvolili možnost odchodu z EU, ještě neznamenal faktický brexit, obávané zpomalení ekonomického růstu se zatím nedostavilo (Spojené království dokonce zvýšilo výhled ročního růstu ekonomiky v roce 2017 na 2 % z 1,4 %). Riziko spojené s brexitem se ale nerozplynulo – vzhledem k tomu, že vyjednávání teprve začnou, šlo pouze o jeho oddálení. Jednání o podmínkách výstupu Spojeného království z Evropské unie by měla trvat 2 roky a naplno se rozeběhnou po summitu EU v Bruselu, který je plánován na 29. dubna.

Výrazné oslabení britské libry se ale prostřednictvím vyšší (dovážené) výrobní inflace promítá do důvěry spotřebitelů a maloobchodních tržeb již nyní. Negativní efekty pociťuje také britský nemovitostní trh a ohrožena je jednota Británie kvůli sílícím hlasům požadujícím osamostatnění Skotska, které s brexitem nesouhlasilo a opětovně plánuje referendum o nezávislosti.

Britská centrální banka (BoE) zatím ponechala měnovou politiku uvolněnou. Dilema, zda podpořit růst nebo začít brzdit inflaci prostřednictvím zvýšení úroků, však sílí. Na březnovém zasedání BoE se již objevil jeden hlas pro okamžité zvýšení úrokových sazeb.

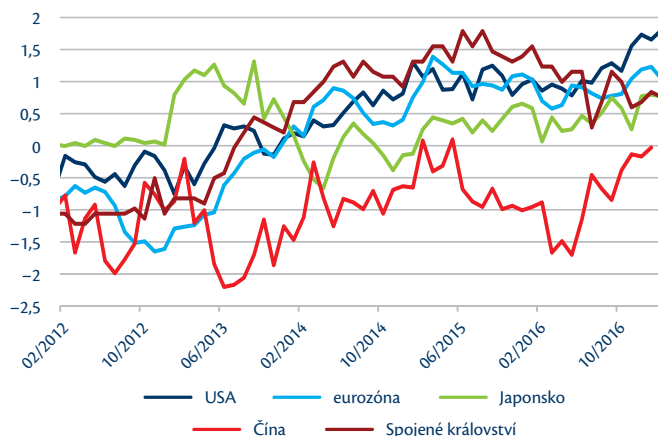
Asie

Japonsko se na konci minulého roku těšilo ze silnějšího růstu, když benefitovalo především z příznivého vývoje světové ekonomiky. Revize HDP za 4Q 2016 ale ani tak nenaplnila optimistické očekávání trhu. Předchozí odhad byl revidován nahoru jen o 0,2 procentního bodu (na 1,2 % aktualizovaně). Z relativně slabšího jenu profituje exportní sektor. Vývoz vzrostl v únoru meziročně o 11,3 %.

K oživení světové ekonomiky se připojují také rozvíjející se trhy. Po zlepšení „měkkých“ indikátorů důvěry v Číně lze již pozorovat podobný trend na „tvrdých“ datech. Oproti odhadům vyšla mírně lepší průmyslová výroba (+6,3 % meziročně) a velmi silný byl také růst maloobchodních tržeb (+9,5 % meziročně), i když nenaplnil odhady. Výrazným deficitem namísto očekávaného přebytku ale překvapila lednová obchodní bilance. Prudce stoupl dovoz (+44,7 % meziročně), zatímco vývoz svým pomalejším tempem růstu zklamal (+4,2 % meziročně). Záporné saldo tak dosáhlo 60,4 miliardy jüanů. Čínská vláda v březnu představila ekonomické cíle pro rok 2017: Růst HDP by měl dosáhnout 6,5% tempa a inflace 3 %.

Spotřebitelská důvěra

(směrodatná odchylka od dlouhodobého průměru)



Zdroj: Bloomberg.

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	1,8	1,7	1,7	1,6
USA	2,1	2,1	1,9	2,0

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg.

Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a měnových kurzů

		04/2017	10/2017	04/2018
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05
	10Y sazba	0,85	0,85	1,10
	USD/CZK	25,25	25,83	25,15
	EUR/CZK	27,02	26,60	25,90
EUR	Základní sazba	0,00	0,00	0,00
	10Y sazba	0,35	0,50	0,70
USD	Základní sazba	1,00	1,25	1,75
	10Y sazba	2,40	2,60	2,80
	USD/EUR	1,07	1,03	1,03

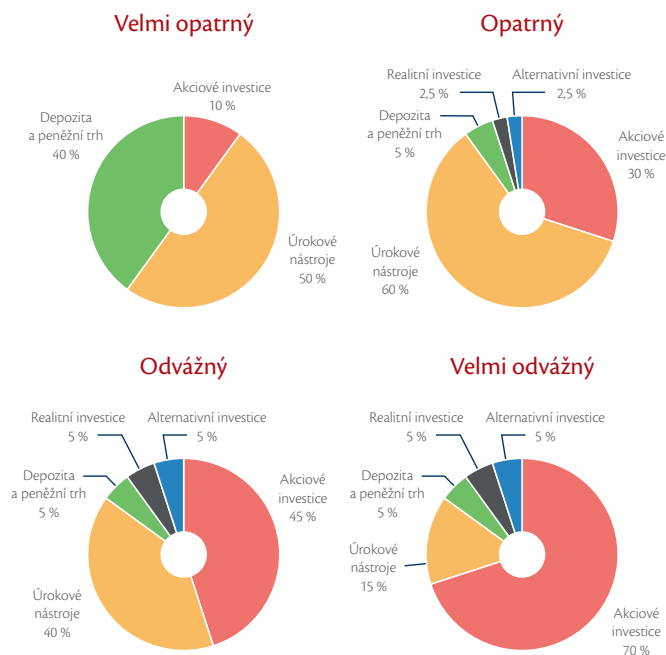
*) Horní hranice pásma.

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



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

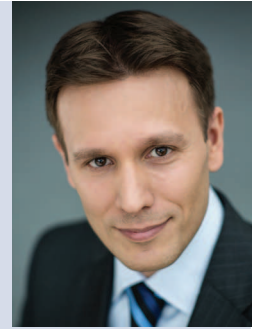
Investiční příležitosti aktuálně vidíme převážně v podnikových a bankovních dluhopisech střednědobých splatností. U těchto investic preferujeme variabilní dluhopisy, nevylučujeme ale ani investice do fixně úročených dluhopisů, za předpokladu dostatečně atraktivní výnosové marže. Delší splatnosti hodláme v portfoliích využívat pouze okrajově, s přihlédnutím k potenciálnímu vyššímu úrokovému (duračnímu) a kreditnímu riziku. V uplynulém měsíci jsme realizovali prodeje významnější části dluhopisové složky. Předmětem prodeje byly zejména fondy, ale i část některých přímých dluhopisových pozic. Důvodem byly jak vyšší zajišťovací náklady spojené s držbou cizoměnových emisí, tak i obavy z normalizace úrokových výnosů (pokles cen dluhopisů) po ukončení intervenčního režimu ČNB. U portfolií, kde je smluvně stanoven vyšší podíl státních dluhopisů, volíme variabilně úročené emise, případně fixně úročené dluhopisy 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 protějšekům 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 poklesl o 0,39 %.

V rámci výše uvedeného limitu rizikových dluhopisů držíme i dluhopisový fond zaměřený na rozvíjející se trhy (KBC Local Emerging Market Bonds), který si v uplynulém měsíci připsal 0,40 %.

Vývoj na trzích byl v uplynulém měsíci smíšený. Volby v Nizozemsku sice vlněly na trhy zvýšenou averzí k riziku, následně ale trhy doznaly úlevy, když voliči vyjádřili podporu současnému premiérovi Ruttemu. Zvýšení sazeb americkým Fedem bylo trhy obecně očekáváno, prognóza, která oproti minulému nedoznala výraznějších změn, byla ale pro část trhu počítající s rychlejším tempem zvyšování sazeb zklamáním. Fed a volby v Nizozemsku tak zahrály eurodolar na letošní maxima.



Viditelná zlepšení probíhající na makroúrovni společně s absencí politických rizik a nepříjemných překvapení se příznivě podepsala zejména na akciích, převážně pak těch evropských. Pozitivní vývoj akciového trhu reflektovala z části i Portfolia Pro 90, jakkoliv jejich zisky zdaleka nedosáhly úrovně minulého měsíce.

Dluhopisová složka portfolií naopak pod vlivem příznivých zpráv zaostávala. Ceny klesaly zejména u vládních dluhopisů, a to i navzdory tomu, že ukončení tvrdého závazku ČNB ke konci března mohlo aktivovat i část doposud spící zahraniční poptávky.

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

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 podstupené riziko je pro investora vyšší očekávaný výnos takovéto investice. Fond v uplynulém měsíci vzrostl o 0,50 %.

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 0,20 %.

Měnovou pozici na korunových portfoliích vzhledem k pravděpodobnému ukončení intervenčního režimu ze strany ČNB plně zajišťujeme.

Zabezpečené investice

Portfolio Pro

Průměrný podíl akciové složky v Portfoliích Pro 90 byl v uplynulém měsíci zvýšen na 79,4 %. Podíl akcií v Portfoliích Pro 95 byl lehce snížen na 29,4 %. Průměrné zhodnocení Portfolií Pro 90 dosáhlo za uplynulý měsíc 0,24 %. Zhodnocení Portfolií Pro 95 dosáhlo v průměru -0,09 %.

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 Portfolií Pro 95, je míra celkového rizika identická. Fondy se zabezpečením 90 %

rychleji reagují na pozitivní obraty na trhu a snáze se vyrovnávají s jeho drobnějšími výkyvy a obecně vyšší volatilitou trhu.

Investice bez ochrany

Akcie a strukturované investice

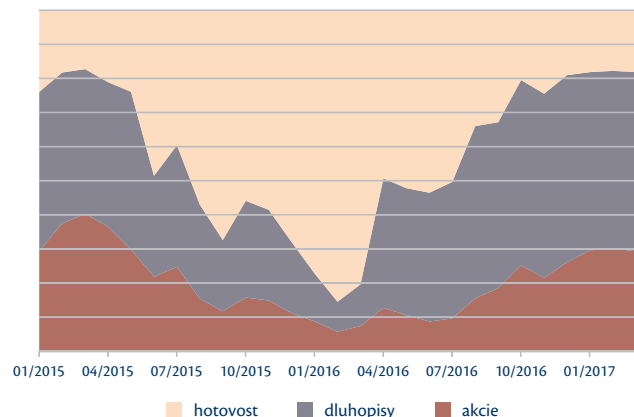
Akciovou složku jsme v uplynulém měsíci ponechali bez výrazných změn. Z hlediska regionální alokace v portfoliích nově mírně nadvažujeme akcie v eurozóně díky jejich příznivé valuaci a odolnosti vůči politickým rizikům. Neutrální postoj zaujímáme vůči USA a rozvíjejícím se trhům. Podvažujeme Japonsko.

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. K realitním akciím se s ohledem na vývoj úrokového prostředí nově stavíme neutrálně.

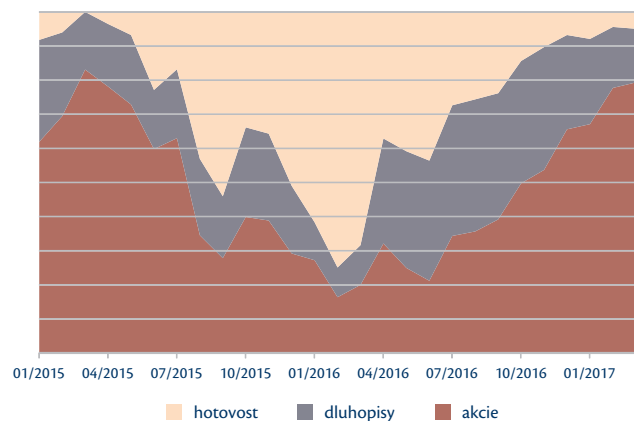
Alternativní investice

Zástupcem alternativních investic je fond **Celest Lacerta (Currency)**. 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 poklesla o 1,25 %, a to v důsledku poklesu hodnoty dolaru, u něž byl naopak předpoklad jeho posílení.

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 nadvažované úrovni. Od větších nákupů nás ale odrazuje řada rizik. Z hlavních regionů mírně nadvažujeme eurozónu, k USA se nově stavíme neutrálně a za vhodný doplněk portfolia nadále považujeme akcie ze střední a východní Evropy.

Akciové trhy v poslední době prokázaly silnou odolnost vůči politickým rizikům. I když většina ostře sledovaných politických událostí z poslední doby skončila pro investory těmi nejobávanějšími výsledky (brexit nebo vítězství Trumpa), akcie zareagovaly pouze zvýšenou volatilitou. I přes nabývaný politický kalendář v Evropě a spuštění procesu brexitu proto nevidíme důvod, proč se investicím do akcií zcela vyhybat.

Tržní euforie pramenící ze slibů nového amerického prezidenta v březnu mírně opadla. Politická porážka, kterou Trump utrpěl se snahou o zrušení zdravotnické reformy Obamacare (nezajistil potřebný dostatek hlasů pro schválení návrhu ani z řad Republikánů a hlasování se tak nakonec ani neuskutečnilo), může být indikátorem budoucích těžkostí při prosazování jeho dalších ambiciózních plánů. I tak ale nadále věříme, že by fiskální politika USA pod jeho vedením měla být v následujících letech spíše expanzivnější povahy, z čehož by měly benefitovat především cyklické sektory.

Korporátní výsledky

Po delší době poklesů vykazují 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 drtivá většina společností. Oproti očekávání vykázaly lepší zisky (6,4% růst) i výnosy (4,8% růst). O velmi dobrá čísla se postaraly síťové služby, technologie a finance.

V Evropě své výsledky taktéž reportovala již většina firem, meziroční růst zisků ve 4Q 2016 by měl přesáhnout 10 %, a to zejména díky pozitivnímu příspěvku sektoru zboží dlouhodobé spotřeby.

Více než dvojcifurní 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 je na mezinárodních trzích již mírně nad dlouhodobě obvyklým oceněním. V případě světového 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.

Preferované regiony

Eurozóna

S eurozónou je sice spojena řada rizik (zejména těch politických), nicméně komplikovanějšímu investičnímu výhledu odpovídá také atraktivnější ocenění akcií. K hospodářskému růstu regionu pomáhá měnová politika Evropské centrální banky, která na rozdíl od amerického Fedu pokračuje ve stimulaci ekonomiky. Důvěra investorů je v eurozóně nejvyšší za bezmála 10 let a nezaměstnanost se drží na osmiletém minimu.

Akcie firem z eurozóny si nadále udržují relativně nízké valuace s předstihovým P/E kolem 15 (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. Konsensus trhu očekává od evropských firem v následujících čtvrtletích více než 10% růst zisků. K dobrým výsledkům by měly přispívat silné fundamenty společností.

Střední a východní Evropa

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 maotrická kritéria a v agendách politických stran nesvítlí výrazně 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 reform 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 (zejména tu, která je méně vystavena 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. Po svém zvolení 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. Ve výsledkové sezóně za 4Q 2016 již reportovala drtivá většina zdravotnických firem a vykázala růst zisků i tržeb prakticky v souladu s průměrem trhu.

Defenzivní investoři se akciemi 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. 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 věci představují bezpochyby nejrychleji rostoucí segmenty a prosazují se i na rozvíjejících se trzích.

Slibný výhled IT sektoru je spojen s atraktivním oceněním – sektor se obchoduje s mírnou slevou oproti průměru ocenění celého trhu. Investoři jsou u něj přitom zpravidla ochotni platit až 30% premii. 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 cyklický², 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 malým premiím 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 preferujeme USA. Sektor technologií se nachází zejména v Americe, je ale velmi mezinárodně zaměřen.

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 automobilky.

Příznivý vývoj ekonomiky nahrává 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 automobilky. 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 miliónu prodaných vozů v roce 2016 opět lídrem trhu (prvenství vzal Toyotě) a také cena jeho akcií se již přibližuje k úrovni, kde byla před vypuknutím skandálu. Nové registrace aut v EU27 další měsíc v řadě stouply, i když po lednovém 10,2% růstu tempo zpomalilo na 2,2% meziročně. Valuace evropských automobilek dosahují pouze zhruba 8,4násobku 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.

Evropské firmy produkující zboží dlouhodobé spotřeby jsou na cestě vykázat za 4Q 2016 největší meziroční zlepšení zisků ze všech sektorů (+62%). Nejrychlejší tempo růstu zisků mají v rámci sektoru právě výrobci aut a příslušenství.

Finanční sektor

Banky a pojišťovny zůstávají i přes optimistické vyhlídky na změnu úrokového prostředí a nedávný prudký růst cen akcií relativně levné. Je však třeba mít na paměti, že finanční sektor představuje rizikovější investici spojenou se zvýšenou volatilitou.

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

Nízké úrokové sazby centrálních bank sice umožňovaly zlevnění úvěrů a hypoték, na druhé straně ale peněžní ústavy již mnohdy nemohly jít s úročením depozit níže, protože narážely na technickou hranici nuly. Vyšší náklady tak byly nuceny hradit ze svých marží, protože břemeno záporných úroků z vkladů nebylo možné přenést na klienty (přinejmenším ne na ty retailové). V některých případech (například 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 postupuje v normalizaci úrokových sazeb a také první hlasy z ECB již naznačují 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 Dodd-Frank Act, který byl přijat v reakci na dopady finanční krize a který byl v bankovním odvětví značně nepopulární. Rychlejší ekonomický růst se navíc může postarat o zvýšení spotřeby a poptávky po úvěrech.

V rámci indexu S&P 500 byly banky a pojišťovny sektorem se třetím nejvyšším růstem zisků ve 4Q 2016, dosahujícím téměř dvojciferného tempa.

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 defenzivní 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 nekumuluje ve společnosti ani neutrácí 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 podpora 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. Era 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 3,5 %.

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 nehorší za sebou – ceny elektřiny a dalších komodit se již zvedly ze dna. Negativně se stavíme k zemědělství a zavlažování kvůli přetrvávajícím nízkým cenám zemědělských komodit a horší dostupnosti úvěrů v těchto subsektorech. Rizika jsou však již z velké části reflektována v cenách.

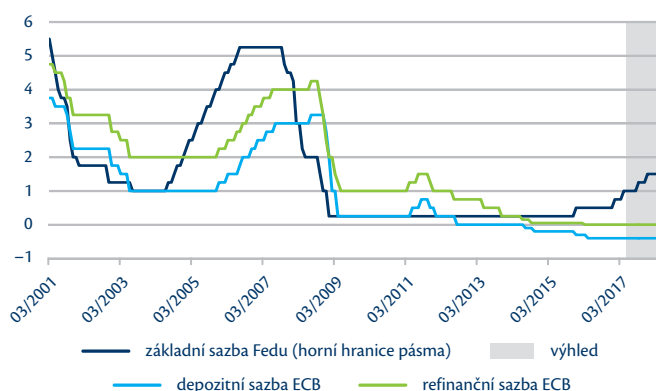
„Akcie vodního bohatství“ mají za sebou mimořádně úspěšný rok, v němž aktivně řízený fond, který je sdružuje, zaznamenal dvojciferné roční zisky. Výkonnost táhly zejména v prvním pololetí 2016 akcie společností ze síťových odvětví. Velkou výhodou této investice je relativně nízká volatilita při zachování 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 očekávaní rychlejšího růstu inflace a utahování měnové politiky Fedu. Trhy státních dluhopisů tak zůstávají pod 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, 0,75–1,00 % 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 kolem 0,3 %. Výnosy českých dluhopisů sice v posledních týdnech výrazně vzrostly, stále se ale do tříleté splatnosti pohybují v záporu.

Hlavní úrokové sazby Fedu a ECB



Zdroj: Bloomberg.

Rizika zůstávají velmi asymetrická. Růst úrokových sazeb znamená pokles výkonnosti dluhopisové investice do červených čísel, protože vede ke ztrátě na hodnotě dluhopisů, a to tím více, čím delší mají dluhopisy průměrnou dobu do splatnosti (duraci). Takovéto korekce přicházejí vždy nečekaně jako například po amerických prezidentských volbách. Tomu, kdo chce i nadále investovat do vládních cenných papírů díky jejich povaze „bezpečného přístavu“, doporučujeme velmi krátké doby splatnosti (maximálně 2 roky). Vzhledem k relativně vyšším výnosům preferujeme americké treasuries před státními dluhopisy evropských zemí (jako jsou například německé bundy). Stejně tak české státní dluhopisy volíme jen v nezbytných případech.

Dlouhodobě se domníváme, že se výnosy dluhopisů „znormálnízují“ na výrazně vyšších úrovních, touto cestou se už vydaly USA, které v ekonomickém cyklu mají náskok 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 velmi pozvolný. 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 algoritmické 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 kterýmkoliv 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. V minulých měsících jsme v portfolích

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, u nichž vidíme prostor k posílení.

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 se už i z Evropy začínají ozývat první nesmělé hlasy o možném utahování měnové politiky.

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.

Měně coby bezpečnému přístavu by mohla napomoci eskalace problémů Evropské unie. 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 nejbližších do-
bách tyto „bezpečné“ investice na atraktivitě. Nejbližšími rizikovými událostmi jsou průběh jednání o brexitu a série voleb v eurozóně.

Dolar zůstává vedoucí světovou měnou (na tuto skutečnost evropské investory někdy zapomínají) a jeho mezinárodní síla by se měla zvyšovat. Výnosy amerických desetiletých dluhopisů (2,39 %) 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 nevyzpytatelných 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.

V rámci indexu S&P 500 byly banky a pojišťovny sektorem se třetím nejvyšším růstem zisků ve 4Q 2016, dosahujícím téměř dvojciferného tempa.

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 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.

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 nájmu.

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 4,4 %) přitahují mnoho investorů. Realitní akcie jsou v současnosti oceněné podobně jako širší akciový trh (oproti svému dlouhodobému průměru jsou již spíše dražší), jejich výnos ale zůstává vyšší v porovnání s žalostnými úroky z dluhopisů. Atraktivitu sektoru by mohla snížit recese ekonomiky, nebo velmi prudké zvýšení úrokových sazeb, které by nedokázal kompenzovat růst příjmů z pronájmu.

Komodity

Komodity v současnosti nepreferujeme kvůli nízkému potenciálu růstu jejich cen, který by nemusel kompenzovat náklady rolování³ při držbě futures kontraktů. Vhodnější cesta, jak na výhledu pozvolna rostoucích cen roty participovat, vede přes akcie těžařských firem.

Arabské země se dlouhá léta nebyly schopny domluvit na snížení produkce, které by vedlo ke zvýšení cen. Průlomem byla až listopadová dohoda OPEC 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). O tom, zda bude dohoda prodloužena o dalších 6 měsíců, by se mělo rozhodnout na konferenci ve Vídni 25. května 2017.

Ze závěrů mezinárodní energetické agentury IEA vyplývá, že je závazek k omezení těžby zúčastněnými stranami dodržován z 90 %. Ani to však ropnému trhu poslední dva měsíce nenapomohlo k silnějšímu růstu. Vlivem návratu cen k úrovni 50 USD za barel lze totiž pozorovat obnovování produkce v zemích, které se k dohodě nezávázaly (například projekty těžby břidlicové ropy nebyly při nižších cenách rentabilní). Počet aktivních vrtů stoupl podle statistik energetické společnosti Baker Hughes na nejvyšší úroveň od září 2015 a zásoby ropy a ropných produktů v USA narůstají.

Domníváme se, že krátkodobě zůstanou ceny ropy velmi nestabilní mezi 45 a 60 dolary za barel. Výhled oživení komoditního trhu mohou narušit horší zprávy z čínské ekonomiky, naopak tlak na zvýšení ceny může přijít v důsledku nárůstu geopolitických rizik. Mezinárodní energetická agentura (IEA) uvedla, že k rovnováze na trhu s ropou dojde pravděpodobně později, než se původně čekalo (některé dřívější prognózy počítaly se vznikem deficitu na trhu již v prvním kvartále letošního roku).

Zlato

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

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

Z ekonomického hlediska nedává smysl zlato držet, jakmile se jeho cena pohybuje nad mezními náklady. Ty se nacházejí kolem 950 USD za unci. Kromě toho se tento drahý kov skutečně nespotebírovává, 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 1 250 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, 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. 3. 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.

³ Návratnost investic do komodit určuje kromě cenového trendu dané komodity i tzv. efekt rolování (znovuobnovování kontraktu). Investor nenakupuje komoditu samotnou (tanker plný ropy, loď plnou obilnin nebo kontejner mědi), nýbrž forwardové (budoucí) kontrakty, které musejí být rolovány, aby investice trvala. Většinou je třeba zaplatit prémii (contango), jediné v případě, že jsou dlouhodobé futures levnější než ty krátkodobé, získává dodatečný výnos (backwardation). Výsledky těchto často spekulativních obchodů jsou však poměrně nepředvídatelné.