



### Jak vidíme svět?

- Nervozitu z prezidentských voleb ve Francii vystřídala na finančních trzích euforie.
- Ceny českých vládních dluhopisů v reakci na ukončení měnových intervencí ČNB výrazně klesly.
- Očekávání výraznějšího posílení koruny ve světle rizik prozatím nenaplněna.
- Cenové přecenění některých emisí HZL směrem dolů nemá z pohledu dopadu na výši nakoupeného výnosu vliv.

## 1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Ve světové ekonomice přetrvává rozpor mezi „měkkými“ a „tvrdými“ ekonomickými ukazateli. Zatímco indikátory důvěry hlásí stále lepší čísla, data z ekonomiky zatím natolik přesvědčivá nejsou. Do tržního dění opětovně vstupují geopolitická rizika.

### Spojené státy americké (USA)

Optimismus v americké ekonomice zůstává jak ve výrobě, tak ve službách na vysoké úrovni, i když v posledním měsíci mírně vychladl. Americký březnový index ISM v průmyslu se podle očekávání snížil na 57,2 bodu a ve službách na 55,2 bodu (údaj nad 50 bodů signalizuje očekávání expanze).

Průmyslová výroba v USA v březnu vzrostla o 0,5 %. Klíčová oblast – zpracovatelský průmysl – ale zaznamenala pokles o 0,4 %, což je nejhorší výkon za půl roku. Silný optimismus, který naznačují průzkumy mezi firmami, tak zatím data z reálné ekonomiky nereflektují. HDP za 1Q 2017 zklamal s růstem pouze o 0,7 % (mezičtvrtletně, přepočteno na roční bázi). Negativně překvapila spotřeba, naopak příznivý vývoj vykázaly investice, a to zejména v oblasti stavebnictví a těžby ropy.

Z pracovního trhu přišla za březen smíšená data. I když report z privátního sektoru (ADP) naznačoval přírůstek více než 200 tisíc pracovních míst, finální čísla o tvorbě pracovních míst mimo zemědělství nakonec odhalila nárůst jen o 98 tisíc, tedy poloviční ve srovnání s odhady. Na vině byly především mimořádné vlivy jako nepříznivé počasí. Růst mezd v březnu zpomalil na 2,7 % meziročně, pozitivně se ale vyvíjela míra nezaměstnanosti, která klesla na 10leté minimum 4,5 %.

Inflace měřená indexem spotřebitelských cen (CPI) v březnu zpomalila na 2,4 % a zaostala tak za odhady trhu, které počítaly s jejím růstem o 2,6 %. Ze zápisu z jednání Fedu vyplynuly záměry začít v tomto roce snižovat bilanci centrální banky, která se vlivem nekonvenční měnové politiky po finanční krizi nafoukla na čtyřnásobek předkrizového stavu. Tyto kroky pravděpodobně zpomalí proces zvyšování oficiálních sazeb v dalších letech. Pro letošní rok Fed komunikuje ještě dvě zvýšení sazeb (připomínáme, že jedno už proběhlo v březnu).

Příznivě se vyvíjí také situace na nemovitostním trhu. Solidně dopadly prodeje starších i nových domů (+4,4 %, respektive +5,8 % meziměsíčně) a index cen nemovitostí ve 20 největších městech (+5,9 % meziročně), jen u nově vydaných stavebních povolení a zahájených staveb došlo k poklesu.

### Evropa

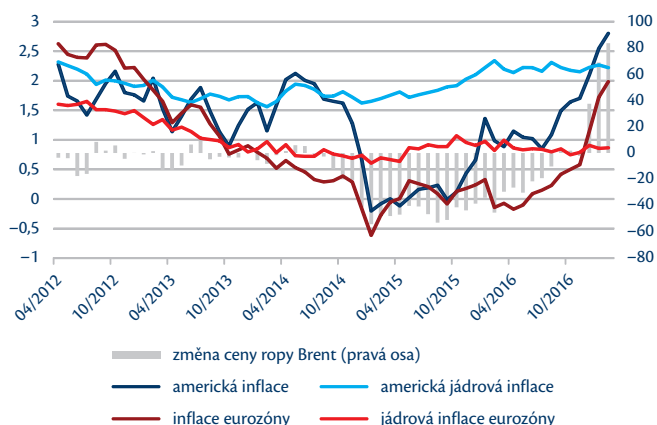
Průzkumy mezi nákupními manažery (PMI) za duben nepřinesly velká překvapení. Čísla byla všeobecně velmi optimistická a potvrdila, že ekonomiku již netáhne jen Německo, ale překvapivě lépe se daří i zemím, jako jsou Francie nebo Itálie, které dlouhodobě zaostávaly. Únorová průmyslová výroba v eurozóně nenaplnila odhady, i tak ale zaznamenala slušný vzestup (o 1,2 % meziročně).

Míra nezaměstnanosti se nadále pohybuje na minimu od května 2009 (9,5 %) a příznivý vývoj pracovního trhu podporuje spotřebu.

V eurozóně přinesla zklamání březnová inflační data. Celková inflace, kterou nadále z velké míry ovlivňuje meziroční zdražení cen komodit, zpomalila z 2 % na 1,5 %. Ještě rozpačtější čísla pak přinesla jádrová inflace (bez cen potravin a energií), která se opět dostala k 17letým minimům na 0,7 %. Absence silnějších inflačních tlaků zatím vedla centrální banku k ponechání uvolněné měnové politiky ECB. Draghi v dubnu zdůraznil, že se na programu QE do konce roku 2017 nebude nic měnit a zvýšení sazeb není ve hře. Nesouhlas Německa s pokračováním programu QE bez větší obměny však sílí. První odhady za duben naznačují výrazné zrychlení inflace v eurozóně. Jádrová inflace by se z minimu měla zvednout až k 1,2 %, tedy na nejvyšší úroveň od roku 2013.

## Míra inflace a změna ceny ropy Brent

(meziročně, v %)



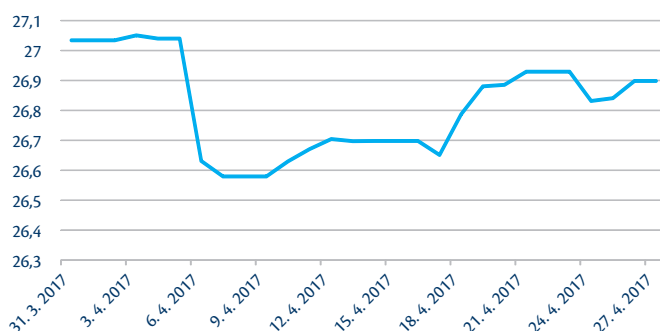
Zdroj: Bloomberg.

Událostí měsíce bylo první kolo francouzských prezidentských voleb 23. dubna. Předvolební průzkumy přičítaly zhruba 20% preference čtyřem kandidátům s velmi rozdílným profilem a investoři tak byli po zkušenostech z brexitu a amerických prezidentských voleb ve svých očekáváních opatrní. Volby ale nakonec dopadly příznivým výsledkem pro trhy. Postupující centristický kandidát Emmanuel Macron (23,9 %) s šéfkou ultrapravicové Národní fronty Marine Le Penovou (21,4 %), ta však bude mít v druhém kole jen malou šanci na úspěch. Dá se očekávat, že většina voličů podporujících kandidáty, kteří do druhého kola nepostoupili, bude hlasovat proti ní.

Po oficiálním spuštění brexitu (29. března) Theresa Mayová trhy překvapila oznámením předčasných voleb. Ty jsou plánovány na 8. června a trh od nich čeká upevnění mandátu konzervativců, což by mělo Mayové usnadnit vyjednávání podmínek vystoupení z Unie. Libra proti euru v reakci nato posílila na nejsilnější úroveň v letošním roce. Vyjednávací proces ohledně vystoupení Spojeného království z EU zabere následující dva roky (nebo déle). Z Británie v posledním měsíci přišla slabá data o průmyslové výrobě za únor a zklamání přinesly také březnové maloobchodní tržby, které již delší dobu negativně ovlivňuje vyšší inflace. Ta dosáhla v březnu s 2,3 % na 3,5leté maximum. Na vině byla zejména slabá libra, která zdražuje většinu zboží. Britský HDP zpomalil z 0,7 % v posledním kvartále roku 2016 na 0,3 % v letošních prvních 3 měsících (oba údaje mezičtvrtletně). Jde o nejhorší výsledek za poslední rok. Na vině byl zejména slábnoucí sektor služeb, který je na tom nejhůře od začátku roku 2015.

Duben byl důležitým měsícem také pro Českou republiku. Česká národní banka (ČNB) po více než 3 letech opustila intervenční režim, který spočíval v udržování slabší koruny poblíž hranice 27 korun za euro. Ukončení intervencí oznámila 6. dubna. Vzhledem k přetlaku spekulantů na trhu se ale žádná bouřlivá reakce nedostavila a koruna zatím nedostala šanci posílit více než o necelá 2 % (směrem k úrovni 26,50 koruny za euro v týdnu bezprostředně následujícím po konci intervencí). Část z obrovské masy spekulantů se již spokojuje s mírnými zisky na koruně a z trhu odchází, mnoho jich však zůstává a sází na posílení koruny v delším horizontu. Proto také volatilita na kurzu české koruny ani zdaleka nepřipomíná vývoj švýcarského franku po skončení tamního intervenčního režimu, kde byl klíčový moment překvapení a kde trh nebyl v okamžiku konce intervencí tak přeplněn spekulanty. V druhé polovině dubna se česká měna dokonce na okamžik vrátila nad intervenční hranici 27 korun za euro. Náš odhad dlouhodobé rovnovážné hodnoty kurzu EUR/CZK se nachází na úrovni 25 korun za euro. Cesta k jejímu dosažení ale může trvat i několik let, protože trh zůstává nadále deformovaný spekulanty, kteří si jsou podle všeho ochotni na zisky počkat. Každopádně platí, že pro Českou republiku je preferovanější variantou konvergence ekonomiky k eurozóně přes kurz než přes inflaci.

## Vývoj měnového páru EUR/CZK



Zdroj: Bloomberg.

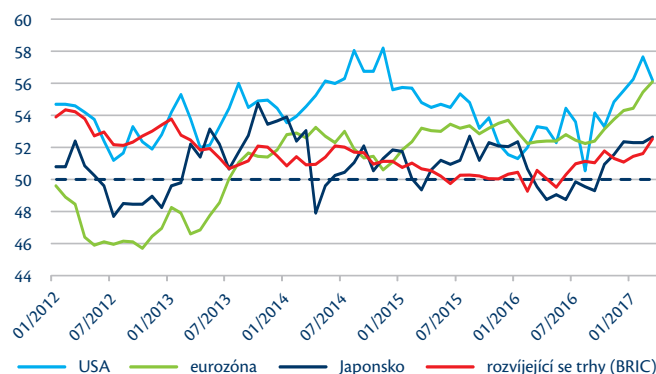
## Ostatní regiony

Ze silné světové poptávky těžší dlouhou stagnující japonská ekonomika, z níž přišla překvapivě velmi silná data o vývozu (v březnu vzrostl o 12 % meziročně) a průmyslové výrobě (v únoru stoupla o 4,7 % meziročně). Japonská centrální banka (BoJ) zvýšila výhled hospodářského růstu země pro rok 2017 a její hodnocení ekonomické situace vyznělo snad neoptimističtější za poslední dekádu. Mírně však snížila předpověď inflace, tudíž ukončení stimulační měnové politiky se posouvá dále do nedohledna.

Situace se zlepšuje také v rámci skupiny BRIC. Důležité ekonomické indikátory například značně předčily očekávání v Číně: HDP v 1Q rostl o 6,9 %, březnová průmyslová výroba vykázala 7,6% růst, maloobchodní tržby stouply o 10,9 % a investice se zvýšily o 9,2 % (všechna data meziročně). Předstihové indikátory ale poukazují na zlepšení i v ostatních zemích BRIC, včetně Brazílie, kde sice nákupní manažeři očekávají pokračování recese (údaje pod 50 body), ale v daleko menší míře, než v předchozích měsících.

## Kompozitní indexy nákupních manažerů (PMI)

(expanze > 50; recese < 50)



Zdroj: Bloomberg.

## Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)		Inflace (průměrná roční změna, v %)	
	2017	2018	2017	2018
CZ	2,3	2,0	2,2	2,0
EMU	1,8	1,7	1,7	1,6
USA	2,1	2,1	1,9	2,0

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg.

## Ukončení intervencí. Zdánlivě (ne)lehký úkol pro ČNB?

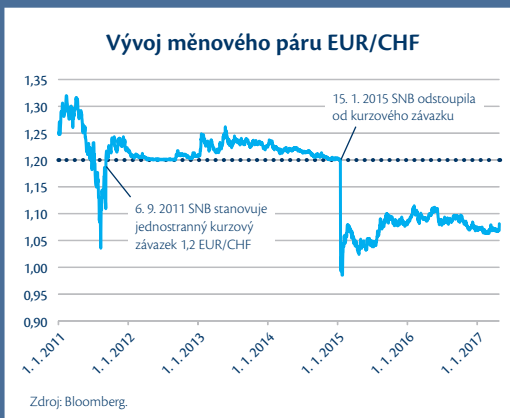
Když ČNB na začátku listopadu 2013 po několikaměsíční debatě přikročila k použití intervencí a oslabení měny z důvodu hrozby deflace, laická veřejnost byla zaskočena. My jsme však na situaci byli připraveni, neboť možnost podobného kroku byla diskutována v zápiscích z jednání. Optikou dnešního dne je pozoruhodným faktem, že kurzový závazek nepustit korunu pod hranici 27 korun za euro byl původně zaveden na dobu pouhých přibližně 18 měsíců.

Posuňme se nyní až do přítomnosti. V prostředí kurzového závazku jsme strávili téměř celý jeden čtyřletý olympijský cyklus. ČNB za cenu stále objemnějších intervencí dodržela tvrdý závazek až do konce března 2017 a intervence opustila až se svým prvním dubnovým zasedáním.

Historie intervencí centrálních bank na měnovém trhu je sice poměrně bohatá, ve většině případů se ale centrální banky snaží o udržování měny tak, aby příliš neoslabil. V tomto kontextu je aktivita ČNB poměrně ojedinělá, a přidala se tak do skupinky vyspělých ekonomik, povětšinou evropských. Do oslabování vlastní měny netradičními metodami se po tzv. Velké recesi pustilo například Švýcarsko, Dánsko (pevná vazba dánské koruny na euro, v kombinaci se zápornými sazbami), Švédsko (také záporné sazby), o něco podobného se snaží Izrael či třeba Japonsko.

Ještě zajímavějším faktem zůstává, že krok měnu oslabovat, veřejně takto závazek deklarovat a poté od něj odstoupit je naprosto ojedinělé. Většina z nás si pamatuje nenadálou akci Švýcarské národní banky (SNB), která 15. ledna 2015 trhy šokovala a od kurzového závazku

1,2 EUR za CHF jednorázově odstoupila (měsíc po zavedení záporných sazeb). Frank během pár minut posílil o 29 %, což údajně pamětníci na měnových trzích mezi měnami vyspělých ekonomik západního světa nepamatují. Extrémní pohyb se sice zmírnil, ale i nyní švýcarský frank stále posiluje (viz graf). To s ukončením českého kurzového závazku jsme se příliš bouřlivé reakce trhu nakonec nedočkali. Díky citlivé komunikaci chyběl moment překvapení a na ČNB se za vzornou přípravu hrne chvála z celého světa.



Izrael je snad ještě pikantnější. Centrální banka pod vedením legendárního Stanleyho Fischera (mimořádně nyní viceguvernera v americkém Fedu) začala intervenovat pro oslabení šekelu v roce 2008. Intervence byly původně označeny jako „dočasné“ (nezní vám to povědomě?), ve jménu podpory silného exportního sektoru ekonomiky. Tyto „dočasné“ intervence jsou stále v platnosti a momentálně členové centrální banky dokonce přiznávají, že nemají fakticky žádnou strategii exitu! Za intervence centrální banka sklídila obrovskou kritiku.

Mnohem obvyklejším krokem centrálních bank bývá udržování měny na určité úrovni

a v momentě, kdy se povážlivě tenčí měnové rezervy, lokální měna se tzv. devaluje. To jsme v nedávné době viděli třeba na příkladu egyptské libry, kazašského tenge, ukrajinské hřivny či v případě ázerbájdžánského manatu. Kompetitivní devaluace bývají náhlé a hluboké, jde o oslabení měny o desítky až stovky procent – tedy úplně jiná dimenze. Budme rádi, že se naše ekonomika řadí do pelotonu ekonomicky úspěšných zemí a nepatří do tohoto grupeta rozvíjejících se ekonomik.

Co z výše uvedeného vyplývá? Warren Buffett tvrdí, že své investice směřuje do domácí americké ekonomiky, která pro něj generuje dostatečné množství nápadů. Investice mimo Ameriku jej prakticky nezajímají. My v ČR jsme na tom přesně opačně a při investicích bychom měli většinu prostředků směřovat do zahraničí na likvidní trhy. Tím jsme nuceni akceptovat měnové riziko. Je však dobré si jej zajistit, což má své náklady a zároveň to vyžaduje určité know-how.

Vzhledem k přetlaku spekulativního kapitálu na trhu může trvat ještě dlouhou dobu, než koruna najde svou rovnovážnou úroveň (tu vidíme v okolí 25 CZK za EUR) a bude směrem k ní s menšími či většími výkyvy posilovat. Pokud jsme investovali v uplynulých letech do eurové oblasti, od starosti s měnovým zajištěním jsme si díky stabilnímu kurzu koruny velmi lehce odvykli. Toto období však uplynulo a otázka měnových pohybů opět nabývá na aktuálnosti.

Jaroslav Vybíral, analytik,  
ČSOB Asset Management



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

		05/2017	11/2017	05/2018
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,05
	10Y sazba	0,80	0,85	1,10
	USD/CZK	24,72	25,73	24,21
	EUR/CZK	26,95	26,50	25,90
EUR	Základní sazba	0,00	0,00	0,00
	10Y sazba	0,35	0,50	0,75
	USD/EUR	1,09	1,03	1,07
USD	Základní sazba*	1,00	1,25	1,50
	10Y sazba	2,30	2,60	2,85
	USD/EUR	1,09	1,03	1,07

\*) Horní hranice pásma.

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

## 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.

### 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 uplynulých měsících jsme nicméně na řadě portfolií kumulovali významnější objemy hotovosti. Tu hodláme průběžně investovat v okamžiku, kdy se situace na lokálním trhu stabilizuje (příznivější úroveň dluhopisových výnosů). U portfolií, kde je smluvně stanoven vyšší podíl státních dluhopisů, volíme variabilně úročené emise, případně fixně úročené dluhopisy se splatností do tří let.

Přecenění některých emisí HZL směrem dolů na jedné straně způsobilo pokles hodnoty, zároveň ale zvyšuje jejich výnosový potenciál v dalším období; na celkovém výnosu až do splatnosti se nijak neprojev.

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 vzrostl o 0,77 %.

## Náš výhled na portfolia

Vývoj na trzích byl v uplynulém měsíci do značné míry determinován probíhajícími prezidentskými volbami ve Francii. Trh vykazoval zvýšenou nervozitu, která se propjala i do jeho zvýšené volatility. Přestože byla očekávání trhu ohledně výsledků prvního kola ve finále beze zbytku naplněna, nedávná zkušenost s průběhem britského referenda i amerických prezidentských voleb, která obecně důvěru ve volební průzkumy oslabil, zvyšovala obavy investorů.

Zatímco první polovinu měsíce poměrně jednoznačně opanovaly vysoce bezpečné investice, jeho závěr již byl plně v režii rizikových investic (akcie). Německý desetiletý vládní dluhopis tak zprvu připsal 1,7 %, aby následně po výsledcích prvního kola voleb odepsal celé 2,1 % (meziměsíčně tedy -0,4 procentního bodu). Domácí vládní dluhopisy byly nadměrného kolísání ušetřeny, jejich ceny ale skokově poklesly vlivem ukončení měnových intervencí ČNB. Ztráty domácích vládních dluhopisů se tak pohybovaly dle splatnosti v rozmezí od 0,3 % do 1,2 %. Podnikové a bankovní dluhopisy si naproti tomu vedly lépe a pod vlivem klesajících rizikových marží mírně zhodnotily.

Koruna si bezprostředně po vypnutí intervencí připsala poměrně solidní zisky. V následujících dnech ale pozvolna oslabil zpět k intervenčním úrovním, a to pravděpodobně v souvislosti s francouzskými volbami. Sázky na její brzké výraznější posílení mohou být ale i nadále předčasné, neboť domácí ekonomika za dobu trvání intervencí naakumulovala velké množství zahraničního kapitálu, který v okamžiku jakékoliv snahy o realizaci zisků bude vytvářet tlak na její oslabení.

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 některou z investičních strategií profilových portfolií fondů (PPF) nebo kombinaci zabezpečených investic a otevřené expozice TRIO.

Jan Bureš, portfolio manažer, ČSOB Asset Management



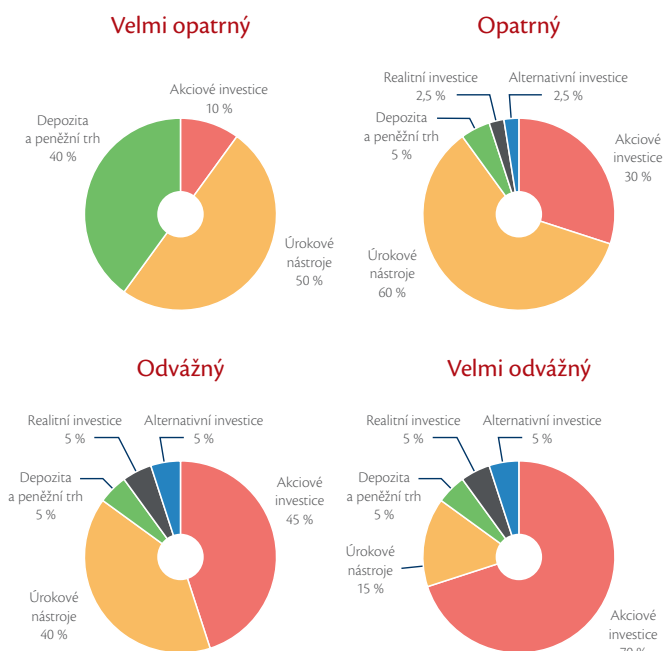
V rámci výše uvedeného limitu rizikových dluhopisů držíme i dluhopisový fond zaměřený na rozvíjející se trhy (KBC Local Emerging Market Bonds), který si v uplynulém měsíci připsal 0,42 %.

Ve vybraných portfoliích využíváme i dluhopisový fond podřízených dluhopisů (KBC Europe Financial Opportunities). Prostředky fondu jsou investovány zejména do podřízených 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 0,65 %.

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 vzrostl o 0,19 %.

Měnovou pozici na korunových portfoliích zajišťujeme využitím tradičních mechanismů (měnové forwardy, swapy). Alternativní nástroje, jejichž aplikaci jsme zvažovali, jsme nakonec nevyužili, neboť významnou část portfolií jsme již dříve zajistili do poloviny dubna, což se ve finále (po ukončení režimu) jeví jako nejlepší možné řešení.

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



## Zabezpečené investice

### Portfolio Pro

Průměrný podíl akciové složky v Portfoliích Pro 90 byl v uplynulém měsíci snížen na 78,3 %. Podíl akcií v Portfoliích Pro 95 byl lehce snížen na 29,1 %. Průměrné zhodnocení Portfolií Pro 90 dosáhlo za uplynulý měsíc -0,08 %. Zhodnocení Portfolií Pro 95 dosáhlo v průměru -0,51 %. Vzhledem k tomu, že podkladové hodnoty Portfolií Pro jsou generovány se zpožděním, není v uvedené výkonnosti promítnuto plné zhodnocení akciového trhu, ke kterému došlo v samotném závěru měsíce.

V portfoliích navrhujeme místo dosavadních fondů se zabezpečením minimálně 95 % využívat spíše fondů se zabezpečením minimálně 90 %. Míra

ochrany je sice na jednu stranu poloviční, nicméně za předpokladu, že je investována polovina objemu limitu, původně vyhrazeného Portfoliím Pro 95, je míra celkového rizika identická. Fondy se zabezpečením 90 % rychleji reagují na pozitivní obraty na trhu a snáze se vyrovnávají s jeho drobnějšími výkyvy a obecně vyšší volatilitou trhu.

## Investice bez ochrany

### Akcie a strukturované investice

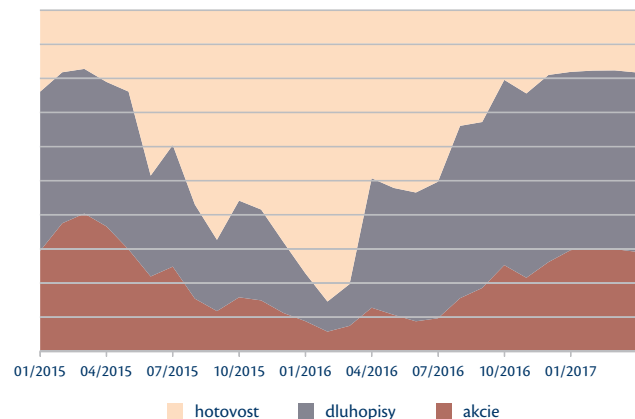
Akciovou složku jsme v uplynulém měsíci ponechali beze změny. Mezi Evropou a USA nemáme výrazné preference, z hlavních regionů ale podvážujeme Japonsko.

Z hlediska sektorové alokace zůstává našim hlavním favoritem 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 negativně.

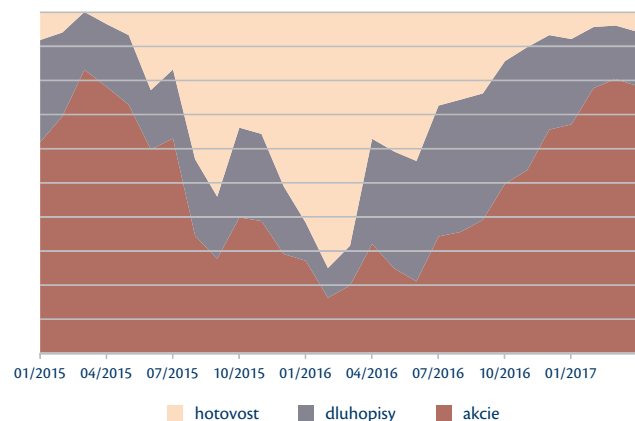
### Alternativní investice

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 0,28 %, a to v důsledku poklesu hodnoty dolaru, u něž byl 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 nadvážené úrovni. Od větších nákupů nás ale odrazuje řada rizik. K hlavním regionům se stavíme neutrálně a za vhodný doplněk portfolia nadále považujeme akcie ze střední a východní Evropy.

Akciové trhy prokázaly v uplynulém roce silnou odolnost vůči politickým rizikům, navíc poslední ostře sledované politické události v eurozóně (nizozemské a francouzské volby) dopadly pro trhy příznivými výsledky. I přes nejistotu v Británii, kterou vyvolává spuštění dvouletého vyjednávání brexitu a čerstvé vypsání předčasných voleb, proto nevidíme důvod, proč se investicím do akcií vyhýbat.

Světové dění v dubnu ovládla nejistota daná nervózní atmosférou před francouzskými prezidentskými volbami a neutěšivou geopolitickou situací v Sýrii a na Korejském poloostrově. Na finančních trzích to vedlo ke zvýšení poptávky po investicích do tzv. „bezpečných přístavů“ (státní dluhopisy vyspělých států, měny „bezpečných“ zemí nebo zlato) na úkor rizikových aktiv. Napětí ale nakonec zcela odboural výsledek prvního kola francouzských prezidentských voleb a vyvolal naprostý obrát v investorském sentimentu.

Korporátní svět se nyní opětovně soustředí na (zatím úspěšně) probíhající výsledkovou sezónu a chystanou masivní daňovou reformu v USA, která by v případě schválení Kongresem byla skvělou zprávou nejen pro firmy, ale i domácnosti. Korporátní daň by měla klesnout na 15 % a nadnárodními společnostmi by se měl také usnadnit přesun zisků ze zahraničí. Nicméně politická porážka, kterou Trump utrpěl se snahou o zrušení zdravotnické reformy Obamacare, může být indikátorem budoucích těžkostí při prosazování dalších ambiciózních plánů. Pokud by se americkému prezidentovi dlouhodobě nedařilo proměňovat své sliby v činy, tržní euforie by mohla zčásti vyprchat. Očekávání expanzivnější fiskální politiky USA pomáhá především cyklickým sektorům.

Americký prezident se v poslední době vyjadřoval také k dalšímu důležitému bodu ze svého předvolebního programu, a sice k Severoamerické dohodě o volném obchodu (NAFTA). Ta spojuje Spojené státy, Kanadu a Mexiko. Z Trumpových prohlášení zatím vyplývá, že z původního záměru zcela zrušit obchodní dohodu spíše sejde a administrativa zvolí variantu nového vyjednání podmínek smlouvy tak, aby v rámci ní byly Spojené státy ve výhodnějším postavení oproti dnešku. To je relativně dobrou zprávou pro zahraniční obchod, nad nímž v poslední době visí strašák rozmáhajícího se protekcionismu.

### Korporátní výsledky

Po delší době poklesů vykazují společnosti v posledních dvou výsledkových sezónách příznivý trend růstu zisků. A není to dáno jen zotavením těžebního sektoru, který trpěl v souvislosti s loňským propadem cen komodit. Naše vyhlídky na rok 2017 zůstávají nadějně – téměř ve všech regionech očekáváme růst zisků kolem 10 % (v Evropě dokonce až 20 %).

Z indexu S&P 500 oznámila výsledky za první kvartál již více než třetina společností. Svá čísla zatím zveřejňovaly hlavně banky a průmyslové podniky. Oproti očekávání zatím americké firmy reportují lepší zisky (13% růst) i výnosy (5% růst). Dvojciferné zisky v průměru vykazovala polovina sektorů v rámci indexu (materiály, energetika, technologie, finance a zdravotnictví).

V Evropě se výsledková sezóna teprve rozjíždí, z významných firem oznámily svá čísla již ale například velké evropské banky jako Banco Santander nebo Deutsche Bank a výrobci spotřebního zboží (Unilever). Nejlepší výsledky se čekají podobně jako v USA od cyklických sektorů. Konsensus počítá u evropských firem za 1Q 2017 s více než 5% růstem zisků i tržeb.

### Valuace

Poměr ceny k ziskům na mezinárodních trzích je 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 akcii z indexu MSCI World All Countries dosahuje 2,5 % a překonává tak průměr za posledních 20 let.

## Preferovaný region

### 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 maastrichtská kritéria a v agendách politických stran nesvítlí výrazně protievrovropské 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 reforem 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 akcii 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 přílivu příjmů z nových zdravotnických technologií.

Zdravotní péče je defenzivní růstový sektor, který byl v uplynulých letech velmi výkonný a částečně nadhodnocený, protože využíval velkého objemu investic do nových produktů a zažíval vlnu akvizic. Velcí výrobci léčiv zefektivnili svůj výzkum a vývoj a poptávají produkci biotechnologických firem (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 1Q 2017 se řadí mezi sektory s dvojciferným růstem zisků.

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. 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.

Ve výsledkové sezóně za 1Q 2017 jsou informační technologie sektorem s třetím nejvyšším růstem zisků v rámci amerického indexu S&P 500. Slibný výhled je navíc spojen s atraktivním oceněním – sektor se obchoduje na úrovni ocenění širšího 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 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 premii 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 postoje.

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. Naši největší sázkou jsou automobily.

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 automobily. Ceny jejich akcii 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. Nové registrace aut v EU27 pátý měsíc v řadě stouply, po únorovém 2,2% růstu tempo zrychlilo na 11,2 % meziročně. Valuace evropských automobilek dosahují pouze zhruba 9násobku očekávaných zisků oproti P/E kolem 16 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.

Od evropských firem produkujících zboží dlouhodobé spotřeby se očekává téměř 30% zlepšení zisků v 1Q 2017. Z evropských automobilek zatím výsledky s více než 60% růstem zisků oznámil Daimler (výrobce aut značky Mercedes-Benz).

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

## Finanční sektor

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

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 (přínejmenší ne na ty retailové). V některých případech (například ve Švýcarsku) působilo snižování sazeb centrální bankou 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.

Také v Evropě představovala pro finanční tituly v poslední době velkou vzpruhu politika. Investoři byli po nepřijemných překvapeních v podobě brexitu nebo neúspěchu italského referenda o ústavních změnách před francouzskými prezidentskými volbami značně nervózní. Vítězství centristického kandidáta Macrona ale vyvolalo velkou úlevu a rozpoutalo na evropských a následně i dalších světových trzích doslova euforii. Macron postupuje do druhého kola, kde bude mít s největší pravděpodobností značnou převahu nad ultrapravicovou kandidátkou Marine Le Penovou. Snižování rizika rozpadu eurozóny a příslib větší politické stability v druhé největší ekonomice eurozóny prospívá zejména evropským bankám. Vzhledem k jejich stlačeným valuacím se potvrzuje, že každá podobně dobrá zpráva znamená pro jejich akcie silný impulz k růstu.

Od finančních titulů se jak v USA, tak v Evropě za 1Q 2017 očekává téměř 20% tempo růstu zisků.

## Dlouhodobá témata

### Akcie s vysokými dividendami a zpětnými odkupy

Akcie firem s atraktivní dividendou poskytují stabilnější výnos oproti ostatním a jsou také méně cyklické. Díky sektorové diverzifikaci dokáží nabídnout lepší poměr výnosu a rizika než akcie z vyložené defenzivních odvětví. Úrokové sazby zůstávají relativně nízké v porovnání s historickým normálem a dividendy tak na západních trzích nadále v řadě případů převyšují úroky ze státních dluhopisů.

Zavedené firmy s kvalitním managementem a přebytkem hotovosti mohou volně peníze využít jen omezeně: investovat do dlouhodobých aktiv, snižovat míru zadlužení nebo hotovost vyplatit akcionářům (ve formě dividend či prostřednictvím zpětných odkupů vlastních akcií, eventuálně realizovat akvizice). Vysoké výplaty zisku jsou výrazem efektivní finanční politiky, v jejímž rámci se spouštějí pouze projekty s pozitivní čistou přidanou hodnotou a přebytečná hotovost se 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 podporou by pro ni mohla být Trumpova vize politiky 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 (snížení dividend je až tím posledním krokem, jelikož je investory vnímáno velmi negativně). Průměrný očekávaný dividendový výnos dosahuje v Evropě 3,4 %.

### 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 dvojciferné roční zisky. 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 uvolněné monetární politiky předních světových centrálních bank. 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. Politické plány Donalda Trumpa s sebou přinášejí očekávání 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 jen lehce přes 0,3 %. Výnosy českých dluhopisů po ukončení devizových intervencí výrazně vzrostly (ceny klesly), éra extrémně výhodného financování českého státního dluhu tak nejspíš skončila. Na krátkých splatnostech se ale i tak stále pohybují v záporu.

Rizika investic do dluhopisů 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 nebo francouzských 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 „znormální“ na výrazně vyšších úrovních, touto cestou se už vydaly USA, které v ekonomickém cyklu mají náskok před Evropou.

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 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. 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

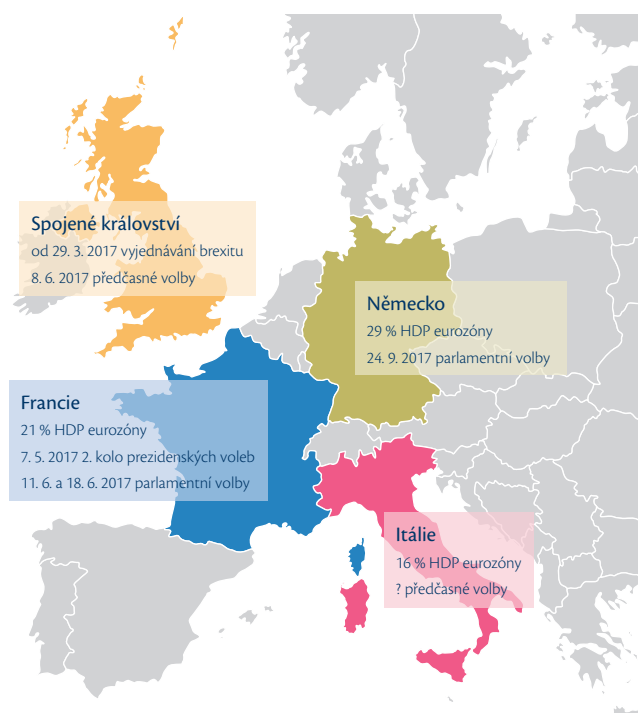
Atraktivitu dolaru podporuje stabilní oživení americké ekonomiky a protichůdný směr měnové politiky eurozóny a USA. Evropská centrální banka svou stimulační politikou oslabuje euro, zatímco Fed jako jediná z předních centrálních bank vyspělého světa měnovou politikou utahuje. Dolar navíc obecně poskytuje dobré krytí proti závanům eurokrize.

Dolar od ukončení kvantitativního uvolňování v USA zhodnocuje a tento trend by měl ještě určitou dobu pokračovat díky výhledu zvyšování sazeb Fedu. V eurozóně zatím v nejbližších měsících nečekáme uťahování 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.

Podle dlouhodobých oceňovacích modelů má americký dolar fundamentální hodnotu ve výši 1,00–1,10 USD za EUR. Nyní se obchoduje na úrovni 1,09 USD za EUR.

Měně coby bezpečnému přístavu pomáhá nárůst geopolitických rizik a politické problémy eurozóny. 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. Nejbližšími rizikovými událostmi jsou průběh jednání o brexitu, geopolitické hrozby a volby v eurozóně.



Zdroj: ČSOB AM

Dolar zůstává vedoucí světovou měnou (na tuto skutečnost evropští investoři někdy zapominají) a jeho mezinárodní síla by se měla zvyšovat. Výnosy amerických desetiletých dluhopisů (2,31 %) zůstávají ve srovnání s nízkými úroky v eurozóně a Japonsku atraktivní, což podporuje zájem o investice do dolaru. I tak by si ale investoři měli být stále vědomi vysoké kolísavosti a občas nevysvětlitelných výkyvů měnových kurzů.

## ALTERNATIVNÍ INVESTICE

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

## Currency Lacerta

Investiční strategie fondu je založena na pečlivém výběru měn a následném využívání pohybů měnových kurzů. K diverzifikaci rizika dochází zaujímáním pozic v různých cizích měnách současně. Základní měnou fondu je euro.



Cílem strategie je generovat potenciální výnos, který je spojen s pohyby měnových kurzů. Fond má možnost investovat do deseti měn, mezi něž patří euro, americký dolar, japonský jen, britská libra, švýcarský frank, norská koruna, švédská koruna, kanadský dolar, australský dolar a novozélandský dolar. K zaujímání pozic v těchto měnách jsou využívány forwardové kontrakty.

Fond může zaujmout buď dlouhou, krátkou, nebo případně žádnou pozici v příslušných měnách na základě matematického modelu. Model kombinuje tři nezávislé strategie, ve kterých vyhodnocuje vývoj na relevantních akciových trzích a dlouhodobé a krátkodobé úrokové sazby v určitém časovém období. Fond dále investuje do dluhopisů, depozit, peněžního trhu a hotovosti. Tímto způsobem kombinuje vyšší výnos s přiměřenou volatilitou (kolísavostí), která může být spojena s investicemi do cizích měn.

## Nemovitosti

Nemovitosti zlepšují diverzifikaci rizik v portfoliu a často nabízejí vysoký a relativně bezpečný výnos. Sektor je oblíbený zejména u investorů do dluhopisů, kterým se 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.

Vzhledem k tomu, že jsou realitní akcie po nedávném růstu cen již oproti svému dlouhodobému průměru spíše dražší a po silném čtvrtém čtvrtletí se od nich v aktuální výsledkové sezóně nečeká významný růst, jejich podíl v portfoliích v posledních měsících redukuje a nemovitostní složku mírně podvažujeme. Zajímavější příležitosti vidíme v ostatních sektorech akciového trhu. Atraktivitu sektoru může snížit zvyšování 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 na rolování<sup>2</sup> při držbě futures kontraktů. Vhodnější cesta, jak na výhledu pozvolna rostoucích cen ropy participovat, vede přes akcie těžářských 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. I když trh tento krok očekává, některá prohlášení významných aktérů schůzky mohou způsobovat volatilitu při obchodování.

Ze závěrů mezinárodní energetické agentury IEA vyplývá, že je závazek k omezení těžby zúčastněnými stranami dodržován z více než 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 obnovení 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 dubna 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 nepotřebovává, 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 1 265 USD za unci, nesvědčí 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 společností, 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. 4. 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.*

<sup>2)</sup> Návratnost investic do komodit určuje kromě cenového trendu dané komodity i tzv. efekt rolování (znovuobnovení 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.