

EKONOMIKA A TRHY

ČERVENEC 2017

Jak vidíme svět?

- Fed zvýšil dle očekávání úroky a načrtl obrysy dalšího utahování měnové politiky.
- ECB publikovala zhoršenou inflační prognózu. Výhled ekonomiky ale vidí optimističtěji.
- Britské premiérce se volební hazard nevyplatil. Vyjednávání brexitu se mohou zkomplikovat.
- Politická rizika v eurozóně ustoupila. Macron získal silný mandát pro reformy.
- Ceny ropy pokračovaly ve volném pádu. Pakt kartelu OPEC ke stabilizaci trhu nepomáhá.

Co děláme v portfoliích?

- Akciovou složku ponecháváme na nadvážené úrovni. Podíl investic do realit jsme vrátili na neutrální úroveň na úkor dalšího snížení pozice v komoditách.
- Preferujeme eurozónu, zejména její motor Německo. Pro doplnění strategie volíme akcie firem ze střední a východní Evropy.
- Nadvažujeme zdravotní péči, IT a zboží dlouhodobé spotřeby.

Spojené státy americké (USA)

Měkká vs. tvrdá data

Makroindikátory z USA, které přicházely v průběhu června, přinesly vesměs zklamání (zejména tzv. „tvrdá“ data). Předstihový index ISM, který měří náladu nákupních manažerů, se sice mírně zlepšil ve výrobě (vzrostl na 54,9¹ bodu), ve službách ale došlo ke zhoršení na 56,9 bodu. Spotřebitelská důvěra v USA se po mírném poklesu z předchozího měsíce zlepšila.

Průmyslová produkce zklamala svou stagnací, když se čekalo meziměsíční zlepšení. Z nemovitostního trhu přišly smíšené zprávy (zahájené stavby a stavební povolení byly slabší, zatímco prodeje nových i starších domů se oproti předchozímu měsíci zlepšily). Největší pokles za více než rok vykázaly maloobchodní tržby (mezi-měsíčně -0,3 %). Za nepříznivým výsledkem stály především horší prodeje aut a zboží dlouhodobé spotřeby.

Ekonomika USA rostla v 1Q podle třetí revize o 1,4 % ročně. Růst HDP se tak oproti předchozímu kvartálu (+2,1 % ročně) zpomalil, ne však tak výrazně, jak se zdálo z předešlých propočtů. Oproti původním údajům byly nahoru revidovány export a spotřební výdaje. Ty dosáhly nejpomalejšího tempa růstu od druhého kvartálu 2013. Pro ekonomiku, která se ze dvou třetin spoléhá na spotřebu, je přitom právě vývoj spotřebitelské poptávky klíčový pro udržení stabilního tempa růstu. Statistiky HDP za první čtvrtletí v USA bývají obvykle slabší, což je dáno metodikou kalkulace dat.

Silný pracovní trh argumentem pro Fed

V květnu vzniklo v americké ekonomice 138 tisíc pracovních míst, předchozí měsíce byly revidovány dolů a nezaměstnanost sice klesla na 4,3 %, což je 16leté minimum, snížila se však i míra participace pracovní síly a mzdový růst nadále vykazuje pomalejší tempo než na vrcholu předchozí expanze (v dubnu +2,5 % meziročně). O něco lepší zprávy přinesl jiný report z pracovního trhu (JOLTS), který potvrdil, že se USA stále nacházejí poblíž úrovně takzvané „plné zaměstnanosti“.

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

1. EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Světová ekonomika pokračuje ve stabilním růstu. Tahounem je nově spíše Evropa, v níž se důvěra v ekonomiku drží na maximech a ustupuje politická nejistota, než USA, kde slabší data z poslední doby poukazují na slábnoucí růstové momentum a americký Fed se i přesto drží v nastoupeném kurzu utahování měnové politiky.

Ostře sledovanou událostí bylo zasedání amerického Fedu, na kterém bylo dle očekávání rozhodnuto o zvýšení sazeb o čtvrt procenta. Po sérii slabších makrodat bylo pro trhy překvapením, že jeho šéfka Janet Yellenová potvrdila plánovanou trajektorii dalšího zvyšování sazeb (ještě jedno zvýšení letos), představila detaily plánů na redukci bilance, která nabobtnala v důsledku post-krizových opatření, a zhodnotila stav americké ekonomiky i vývoj inflace jako velmi příznivý. Spotřebitelská inflace v květnu oproti předchozímu měsíci přitom zpomalila na 1,9 % meziročně a ani jádrový index PCE, na který se Fed dívá při nastavování své měnové politiky, se zatím neblíží inflačnímu cíli centrální banky.

Evropa

Bezmezný optimismus v eurozóně

Červnové předstihové ukazatele PMI v Evropě dopadly vesměs velmi optimisticky, nacházejí se nadále vysoko nad 50bodovou hranicí. Zejména „měkké“ indikátory v Německu jako by rostly do nebe. Německý PMI ve výrobě vzrostl dokonce na 59,3 bodu. Německý ukazatel podnikatelského klimatu Ifo vystoupal pátý měsíc v řadě s hodnotou 115,1 bodu na nový historický rekord (index je sestavován od roku 1991), přičemž se zvýšila jak hodnocení současné situace, tak očekávání budoucích ekonomických podmínek. Podobně optimisticky vyzněl i průzkum institutu ZEW. Lépe se ale nedaří jen Německu, nýbrž i dalším zemím z eurozóny.

Postupně se zlepšují i „tvrdá“ data, i když zatím ještě nejsou na tak vysoké úrovni, jak by odpovídalo optimistickým očekáváním podniků. Dubnové maloobchodní tržby v eurozóně vykázaly silný 2,5% meziroční růst a průmyslová produkce eurozóny stoupla meziročně o 1,4 %. Dobře dopadly také registrace aut v EU, které se meziročně zvýšily o 7,6 %, předchozí propady tak lze přičítat efektu oslabení poptávky během velikonočních svátků. Pozitivní překvapení přinesl také revidovaný HDP eurozóny, který dosáhl podle finálních údajů v 1Q 0,6% mezičtvrtletního růstu.

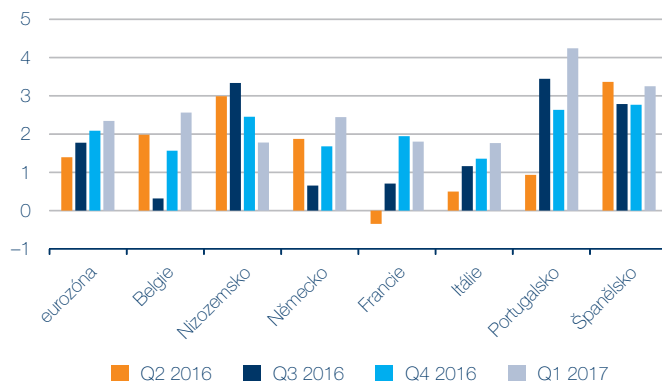
Zmatená komunikace ECB

ECB po svém červnovém zasedání ponechala měnovou politiku beze změny. Její šéf Mario Draghi sice zhodnotil pozitivně růstovou dynamiku eurozóny a rizika pro ekonomický výhled označil za „více balancovanou“, zveřejnil však zhoršenou inflační prognózu. Ta je pro centrální banku argumentem pro ponechání extrémně uvolněné měnové politiky po delší dobu. Ve své rétorice však již Draghi vypustil větu o případném poklesu úrokových sazeb a za několik dní po zasedání prohlásil, že v eurozóně vidí vhodné prostředí pro inflační tlaky a již se neobává rizika deflace. Jeho výroky rozvířily dění na trhu, které se následně další členové ECB snažili zmírněním rétoriky korigovat.

V současnosti očekáváme, že by ECB mohla na podzim oznámit snížení tempa měsíčních nákupů dluhopisů s účinností od ledna příštího roku. Změnu ve stimulačním programu do konce letošního roku nepředpokládáme. Se zvyšováním sazeb Draghi zatím slibuje počkat až do doby, než bude program kvantitativního uvolňování zcela ukončen (možná až v roce 2019).

Inflace za celou eurozónu podle předběžných údajů zpomalila vlivem poklesu cen energií na 1,3 % meziročně, tedy na nejslabší tempo v letošním roce. Jádrová inflace, nezahrnující volatilní složky jako energie a potraviny, se ale již dokázala zvednout z březnových minim, její růst však zůstává tlumený (pro červen se podle předběžných dat počítá s 1,1 % meziročně). Pozitivní zprávou byla ale míra nezaměstnanosti v měnové unii, která v dubnu poklesla na 9,3 % – na takto nízké úrovni byla naposledy v březnu 2009.

Reálný růst HDP v eurozóně (q/q anualizovaně, v %)



Zdroj: Bloomberg.

Británie ztrácí dech

V Británii v květnu zrychlila inflace (na 2,9 % meziročně), kterou má na svědomí slabá libra zdražující dovozy. Toto tempo nedokázal kompenzovat mzdový růst, což mělo negativní dopad na důvěru spotřebitelů a kupní sílu. Britům zbývá méně peněz na nákupy, což se projevilo na slabších číslech z maloobchodu (v květnu meziměsíčně -1,6 % bez aut).

Bude zajímavé sledovat, do jaké míry bude ochotna vyšší inflaci tolerovat Bank of England (BoE). V uplynulých týdnech její hlavní představitelé vystoupili s rozporupnými názory ohledně dalšího směřování měnové politiky a také poslední hlasování o sazbách již nedopadlo jasně ve prospěch nižších sazeb. K jednomu disidentnímu hlasu, který volá po utažení měnové politiky, přibýly další dva.

Tržní dění v Británii nejvíce rozhybal výsledek britských předčasných voleb. Premiérka Mayová se jimi chtěla opatřit silnější mandát pro vyjednávání brexitu, protože její stranu předvolební průzkumy prvu výrazně favorizovaly. Volební hazard se ale vrátil jako bumerang a volby skončily pro Konzervativce fiaskem, když si pohoršili o více než desítku mandátů a ztratili parlamentní většinu. Britská premiérka se při sestavení nové, menšinové vlády nakonec musela spolehnout na podporu severoirské Demokratické unionistické strany (DUP). Politická nestabilita je přitom to poslední, co Británie v těžkém dvouletém období po aktivaci Článku 50 potřebovala. Jednání o podmínkách brexitu se však po dvou měsících otálení konečně rozběhla.

Francie má naději

Další důležitou politickou událostí posledního měsíce byly francouzské parlamentní volby, které s převahou vyhrál Macronovo centristické hnutí Republiko, vpřed! „Antireformní“ strany tentokrát nezabodovaly. Trhy se upínají ke klíčové reformě pracovního trhu, kterou by měl Macron představit již v září. Měla by přinést mimo jiné větší flexibilitu zaměstnavatelům při uzavírání pracovních dohod a propouštění zaměstnanců. Výhodou Macrona oproti jeho předchůdcům je jeho silný mandát k protřním reformám, s nimiž v programu již nastupoval do volebních klání. Pokud se jeho vládě podaří osekát štědrý sociální stát, může začít škrtnat v daních, což by mělo pozitivní dopad na růst HDP. Nelze zapomínat na fakt, že Francie je druhou největší ekonomikou eurozóny a její kondice je klíčová i pro vývoj eurozóny jako celku. Pozitiva může přinést také spolupráce s Německem – duo Macron-Merkelová se již nechali slyšet, že jejich společným zájmem je „zreformovat celou Evropu“. Politická stabilita ve Francii je dobrým signálem pro firmy i investory. Pokles napětí byl patrný především na vývoji rizikových přírážek periferních dluhopisů.



Petrolejový princ

Zkuste si představit – je vám jednatřicet a právě vás povýšili na šéfa rodinné firmy, která je jedničkou na trhu s komoditou, na níž tak nějak funguje globální ekonomika.

Aniž bychom vzali v potaz další souvislosti, zní to jako pohádka.

Problémem pro saúdského korunního prince Muhammada bin Salmána jsou ovšem ony další souvislosti. Zůstaneme-li u literárních příměrů, pak Karla Maye z titulků můžeme doplnit Boleslawem Prusem, jehož hlavní hrdina mladý faraon Ramses brzy pozná, že být absolutním vládcem není žádný med, pokud váš hlavní zdroj bohatství (v jeho případě početná a poslušná populace) už není, co býval.

Pojďme ale zpět přes Rudé moře do Saúdské Arábie. Ropa v posledních týdnech výrazně oslabuje navzdory tomu, že se kartel OPEC, kde Saúdové hrají první housle, dohodl s Ruskem na prodloužení omezení těžby, a to dokonce na delší než očekávanou dobu.

Pouštní království přitom potřebuje stabilní či ještě lépe rostoucí ceny ropy. Jejich propad v letech 2014–16 výrazně snížil rozpočtové příjmy i devizové rezervy a vedl také k růstu zadlužení země z takřka nuly nad 30 % HDP. Rostoucího zadlužení si všimly ratingové agentury a snížily úvěrové hodnocení země.

V takové situaci by zřejmě stálo za to snížit vládní výdaje a poohlédnout se po jiných zdrojích příjmů. Potíž ovšem je, že je na státních zdrojích závislá velká většina občanů této konzervativní muslimské země. Zaměstnanost žen je mizivá a muži jsou převážně zaměstnáni ve státním sektoru. Podíl domorodců

na zaměstnanosti v soukromém sektoru je zhruba 20 %, zatímco zbytek tvoří gastarbeitři. Celkový podíl zaměstnanců k populaci země nedosahuje ani 40 %, z čehož cizinci tvoří zhruba polovinu (mezi saúdkoarabskými občany má práci každý čtvrtý). Oficiální míra nezaměstnanosti se týká jen domácích občanů a dosahuje 11 %. Korunní princ představil jakousi

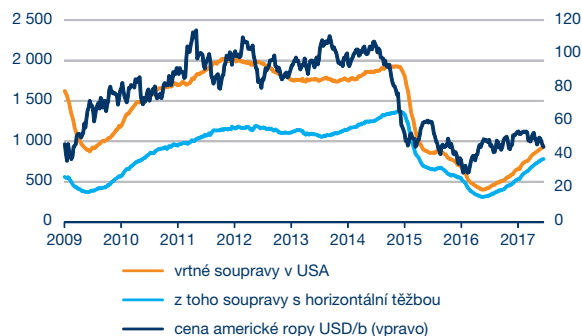
„vizi 2030“, ale i jemu je jasné, že 13 let je příliš dlouhá doba.

Saúdové tak sondují trh ohledně zájmu o minoritní podíl v Saudi Aramco, což je monopolní těžba ropy v zemi s druhými největšími zásobami na světě. Jeho uvedení na trh ale zatím brání neprůhlednost hospodaření a také radikálně odlišné představy o ceně na straně potenciálních prodejců a kupců. Saúdové mluvili o bilionech dolarů, kdežto Morgan Stanley odhadovala maximálně 400 miliard dolarů.

Logicky se tak šejkové snaží udělat něco s hlavní příčinou problému, tedy cenami ropy. Ty trápí většinu exportérů, kteří přizpůsobili své rozpočty stodolarovým cenovkám (ropy těží Saúdská Arábie k počtu obyvatel zhruba stejně již přes 30 let), takže se dohoda OPEC s Ruskem dala očekávat. Proč se přesto nedaří ceny ropy stabilizovat?

Jedním z hlavních důvodů je nejednotnost cílů uvnitř OPEC. Zatímco Saúdská Arábie ráda obětuje část produkce na oltař vyšších cen, jiné země akceptují nižší ceny, pokud se jejich celkové příjmy zvýší. Více ropy dodávají Írán, Libye či Nigérie. Všechny tyto země těží ropu s náklady výrazně pod současnou cenou a navyšovat tedy mohou i dále, což je dost

Těžební aktivita v USA a ceny ropy



Zdroj: Baker Hughes, Bloomberg, ČSOB AM.

ležiště se vesměs nacházejí mimo země OPEC. Technologický pokrok, který těžba spustila, vedl ke zpřesnění geologických průzkumů a poklesu výdajů na těžbu z netradičních ložisek.

Na počátku desetiletí se mezní náklady na těžbu z břidlic a písků odhadovaly na 80–100 dolarů na barel, zatímco v arabské poušti se prospektori vešli pod 15 dolarů. Vysoké ceny ropy v letech 2011–14 zaplatily šejkům v Zálivu vyšší mrakodrapy, zatímco za oceánem umožnily rozvoj technologií, které těžbu z břidlic zlevnily a zrychlily. Když se ceny ropy loni stabilizovaly po propadu na třináctiletá minima, počet severoamerických aktivních vrtných souprav přestal klesat a během roku se více než zdvojnásobil. Navíc je patrná dominance dříve minoritní horizontální těžby, která zjednodušeně řečeno obsluhuje větší území z jednoho ústředí (což je nákladově efektivnější).

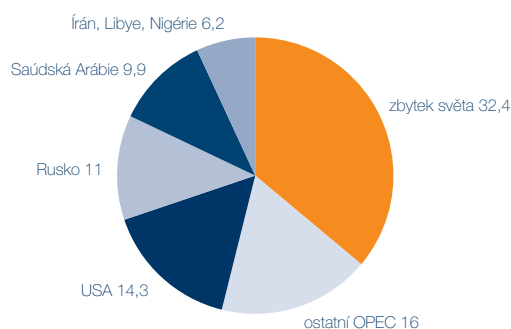
Při současných cenách je mezním producentem ropy, tedy tím, kdo objemem své produkce určuje celosvětovou cenu ropy, nikoli OPEC, ale „alternativní“ konkurence, kterou chtěl kartel navýšením těžby v roce 2014 zničit. Podle aktuálních odhadů se řada břidlicových nalezišť s náklady dostala pod 40 dolarů za barel, tedy do pro OPEC velmi nekomfortní zóny.

Co může Saúdské Arábii (a také Rusku či Venezuele) z nemilé situace pomoci?

- Výraznější růst poptávky, kterému nahrává dobrá kondice světové ekonomiky i sezónní poptávka v Evropě a Severní Americe během třetího kvartálu.
- Růst úrokových sazeb v USA, který by zvýšil náklady konkurentům kartelu.
- Dalším omezení těžby OPEC, což by ale v současné konstelaci zvedlo marže i konkurenci a podnítilo větší investice do nových vrtnů.

Miroslav Adamkovič, analytik, ČSOB Asset Management

Těžba ropy v 2Q 17 podle zemí (mil. barelů denně)



Zdroj: OPEC, ČSOB AM.

pravděpodobně zejména v Libyi, kde zuří nepřehledná občanská válka.

Druhým důvodem jsou mezní náklady (ceny ropy, nad nimiž se již těžba vyplatí). Dokud byla ropa za více než 100 dolarů za barel, vyplatilo se ji těžit i z těžko dostupných zásob, například z ropných písků či z břidlicových ložisek. Tato na-

I přes optimistické vyhlídky může ale Macronovo reformní úsilí zhatit řada faktorů, jako například:

- přetrvávající silná pozice odborů;
- rekordně nízká účast ve volbách, která může být odrazem znechucení voličů z politiky a ztráty důvěry ve stát po letech špatného hospodaření;
- brzda růstu v podobě masivního zadlužení z minulých dob.

Je třeba mít také na paměti, že pokud Macron zklame, posílí to radikální strany do dalších voleb a politické riziko, které v posledních měsících z Francie ustoupilo, se na trhy vrátí.

V Itálii zatím padla možnost změny volebního systému

Itálii čekají řádné volby na začátku příštího roku. Měla by jim však předcházet změna volebního systému, aby mohla vzniknout stabilnější vláda a politická scéna nebyla tak roztržštěná přítomností mnoha malých stran. Po posledním neúspěchu prosadit tuto změnu ale není zdaleka jisté, zda se to nakonec podaří. Pokud zůstane v platnosti stávající systém, může si Itálie nechat o politické stabilitě a strukturálních reformách nejspíš jenom zdát. Rizikem pro zemi je zejména rostoucí popularita antisystémového Hnutí pěti hvězd Beppeho Grilla.

Ostatní regiony

Japonská makrodata se zlepšují, avšak z velmi nízkých úrovní

V Japonsku roste důvěra výrobců a spotřebitelů, kapitálové investice, spotřeba i export. To se všechno promítá do silných korporátních výsledků. Japonský HDP podle zpřesněných údajů rostl v 1Q sice jen o 1 % anualizovaně (čekal se růst o 2,4 %), druhé čtvrtletí ale může toto zklamání napravit. Průmyslová výroba stoupla v dubnu dokonce o 4 % meziměsíčně. Stimulativní měnová politika BoJ zůstává beze změny.

Situace je příznivá i na rozvíjejících se trzích

Čínský květnový PMI ve výrobě podle agentury Caixin sice zklamal, když skončil pod 50bodovou hranicí na 49,6 bodu (očekává se zhoršení ekonomických podmínek). Květnová makrodata o zahraničním obchodu ale překvapila pozitivně, a to jak vyšším vývozem, tak dovozem. Jelikož rostl import rychleji, obchodní bilance nakonec skončila o něco nižším přebytkem, než čekal trh (281,6 miliardy jüanů). Průmyslová výroba se v květnu meziročně zvýšila o 6,5 %, maloobchodní tržby vzrostly o 10,7 % meziročně. MMF mírně zvýšil výhled letošního čínského ekonomického růstu z 6,6 % na 6,7 % ročně.

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	1,9	1,8	1,5	1,3
USA	2,2	2,1	1,6	2,0

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg.

Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a měnových kurzů

		07/2017	01/2018	07/2018
CZK	Základní sazba	0,05	0,05	0,25
	10Y sazba	0,85	1,15	1,30
	USD/CZK	23,09	23,73	23,04
	EUR/CZK	26,32	26,10	25,80
EUR	Základní sazba	0,00	0,00	0,00
	10Y sazba	0,35	0,70	0,85
USD	Základní sazba*	1,25	1,50	1,75
	10Y sazba	2,25	2,80	2,90
	USD/EUR	1,14	1,10	1,12

*) Horní hranice pásma.

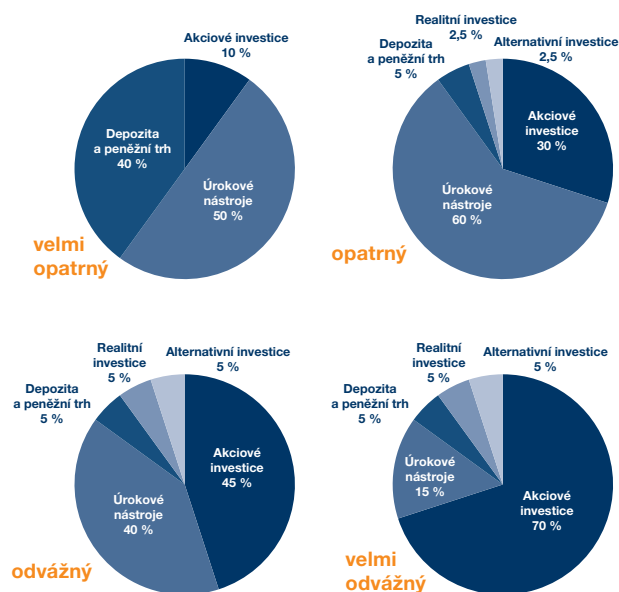
Zdroj: ČSOB, ČSOB AM, KBC AM, Bloomberg.

2. TRHY A INVESTIČNÍ STRATEGIE

Při nabízení svých produktů vychází ČSOB z předpokladu, že referenční měnou (ve které dostáváte příjmy a platíte své výdaje) je česká koruna. Nákup cizoměnových aktiv zpravidla zvyšuje rizikovost portfolia. Preferujeme nástroje v CZK, ale je možné doporučit i cizoměnové nástroje při dodržení těchto podmínek:

- Hlavní část portfolia je tvořena klíčovými produkty – například smíšené fondy odpovídající investičnímu profilu klienta (velmi opatrný, opatrný, odvážný a velmi odvážný), globální akciové fondy, část zajištěných, strukturovaných a smíšených fondů.
- Zbývající část portfolia doporučujeme diverzifikovat tak, že jeden doplňkový produkt tvoří maximálně 10 % složky.

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





Náš výhled na portfolia

Přicházejí prázdniny a s nimi také nižší likvidita na trhy. To se může projevit dvěma způsoby. Když se nebude dít nic zásadního, bude to znamenat nízkou volatilitu. Pokud však přijde nějaká důležitá zpráva, může to mít za následek daleko výraznější tržní pohyb než v jiném období roku.

Během letošního léta nicméně neočekávám události, které by na trhy více dopadaly, a proto bychom měli zažívat spíše první ze scénářů. Investoři budou sledovat výsledkovou sezónu v USA, a to zejména jestli se horší než očekávaný ekonomický vývoj nějak propíše do očekávání firem.

Na obou stranách Atlantiku budou patřit mezi nejdůležitější ukazatele ty o cenové hladině. Mezi hlavní úkoly centrálních bank patří cílování inflace a tato čísla mohou zvýšit, či snížit sázky na budoucí utažení měnové politiky. To pak bude mít vliv na ceny aktiv.

I přes to, že v USA makroekonomické ukazatele naznačují spíše zpomalení, očekávám, že centrální banka bude pokračovat v utahování měnové politiky, což ostatně naznačila po svém posledním zasedání. Naopak inflace v Evropě zůstává i přes lepší makroekonomický vývoj výrazně pod cílem centrální banky (a očekává se, že tam ještě dlouho zůstane). ECB se tak nebude do utahování měnových kohoutů příliš hrmout.

Výsledkem by měl být dobrý výkon evropských akcií a spíše oslabování evropské měny. Z tohoto důvodu budu pokračovat v nadvažování evropských akcií proti americkým a v držbě americké měny. Mezi úrokovými nástroji vidím stále nejvyšší potenciál u evropských korporátních dluhopisů a také u dluhopisů z rozvíjejících se trhů.

Petr Kubec, portfolio manažer, ČSOB Asset Management

vnímán zatím pouze jako okrajové riziko. Slabá libra, která je jeho důsledkem, svědčí britským exportně zaměřeným firmám. Jediným otazníkem tak zůstává Itálie s problémy bankovního sektoru a politickou nestabilitou.

Korporátní výsledky

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

Americké firmy z indexu S&P 500 za první kvartál vykázaly oproti očekávání lepší zisky (15% růst) i tržby (7% růst). Největší zlepšení hospodaření vykázaly energetické společnosti, které před rokem bojovaly s extrémně nízkými cenami komodit. Dvojciferný růst zisků pak vykázaly ještě finance, materiály a námi preferované technologie. Jediným sektorem, ve kterém se zisky i tržby propadly, byly telekomunikace. Investory nepotěšily také klasické maloobchodní řetězce orientované na prodeje v kamenných obchodech, kterým již delší dobu klesají srovnatelné tržby (to je dáno především všeobecným trendem přesunu zákazníků do e-shopů, jako je třeba Amazon). Nepříznivý vývoj v tomto segmentu vedl některé společnosti (například Macy's nebo Sears) k uzavírání prodejen.

Také v Evropě proběhla výsledková sezóna. Firmy za 1Q 2017 vykázaly 15% růst zisků a 10% růst tržeb. Nejlépe se dařilo energetice, materiálům, spotřebnímu zboží a financím.

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 akcií z indexu MSCI World All Countries dosahuje 2,1 %.

Preferované regiony

Eurozóna

Ekonomika eurozóny nabírá na obrátkách a důvěra výrobců i spotřebitelů se pohybuje na rekordních úrovních. Pokud se pozitivní očekávání přetaví do byznysu firem, můžeme očekávat další zrychlení tempa růstu. S eurozónou je sice spojena řada rizik, čemuž odpovídá také atraktivnější ocenění akcií v porovnání s ostatními rozvinutými trhy.

K hospodářskému růstu regionu pomáhá měnová politika ECB, která na rozdíl od amerického Fedu pokračuje ve stimulaci ekonomiky programem nákupů dluhopisů a udržováním úrokových sazeb kolem nuly. Jejím důsledkem je relativně slabé euro vůči dolaru (i přes nedávné posílení) a příznivé podmínky pro levné financování.

Akciové firmy z eurozóny nejsou ani po několika měsících silného růstu přehnaně drahé. S předstihovým P/E kolem 15,6 se oproti americkému i japonskému trhu nadále obchodují se slevou. Od evropských firem v následujících čtvrtletích přitom očekáváme zhruba 20% růst zisků. K dobrým výsledkům by měly přispívat silné fundamenty společností a pokračující ekonomické oživení. Indikátory důvěry se v evropských zemích pohybují na mnohaletých maximech a dobrou kondici ekonomik začínají potvrzovat i příchodní „tvrdá“ data. V rámci evropských témat sázíme zejména na region



AKCIE

Příznivý výhled ekonomiky a korporátních zisků nás vede k ponechání akcií v portfoliích na mírně nadvážené úrovni. Od větších nákupů nás ale odrazuje řada rizik. Z hlavních regionů preferujeme eurozónu. Za vhodný doplněk portfolia nadále považujeme akcie ze střední a východní Evropy.

Na téměř hladké cestě akcií vzhůru se v uplynulých měsících přeci jen objevilo několik hrbolků, které dočasně vytrhly trhy z poklidu extrémně nízké volatility. V květnu investory znervózňely skandály Donalda Trumpa, v červnu pak vybírání zisků z technologických akcií, strmý propad cen ropy a přísnější rétorika centrálních bankéřů. Všechny poklesy byly ale zatím investory využívány jako nákupní příležitost, tudíž zvýšená volatilita neměla dlouhého trvání.

Američtí investoři do svých očekávání zahrnují pozitiva plánované daňové reformy, uvolňování regulace a prorůstových opatření, která se snaží prosadit Trumpova administrativa. V Evropě zase trhy sázejí na optimistické vyhlídky růstu ekonomiky a ústup politických rizik díky příznivému výsledku voleb ve Francii. Brexit je investory

Německa a akcie malých a středních podniků, které dokáží reago-
vat flexibilněji na zlepšující se ekonomické podmínky.

Rizikem regionu zůstává politická nejistota, i když v daleko menší
míře než například na počátku letošního roku. Poslední ostře
sledované politické události v eurozóně (především francouzské
prezidentské a parlamentní volby) dopadly pro trhy příznivými
výsledky. Otazníkem zůstávají vztahy s Británií, která započala
dvouleté vyjednávání brexitu, a dlouhodobě nestabilní politická
situace a problémy bankovního sektoru v Itálii, což také odráží
ceny tamních dluhopisů.

Střední a východní Evropa

**Investice do regionu střední a východní Evropy představu-
jí zajímavý doplněk globálního portfolia. Středoevropské
země dnes vykazují lepší hospodářské výsledky ve srovnání
se západní Evropou. Je tu nižší nezaměstnanost a rychlejší
ekonomický růst a státní rozpočty plní maas-
trichtská kritéria. Na rozdíl od vyspělých trhů se navíc
středoevropské akcie neobchodují s tak výraznou premií
proti historickým průměrům, což je dělá ještě atraktivně-
jšími.**

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, a 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 investi-
cím 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 převládá-
jícím demografickým trendem dnešní doby – stárnutím
populace. Výdaje na péči o zdraví v důsledku toho nepo-
měrně 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 pro-
dukci biotechnologických firem (zejména tu, která je méně vystave-
na konkurenci generických léčiv). Výsledným dopadem úspěšného
testování léku je rozšíření nabídky nových produktů.

V loňském roce na zdravotnický byznys v negativním tónu dopada-
la kritika cenové politiky farmaceutických firem, kterou od Clintonov-
vé převzal zčásti i Donald Trump. Po svém zvolení se však snažil
své předchozí ostré výroky mírnit. Výměnou za zlepšení cenové
dostupnosti zdravotní péče širší veřejnosti slibil omezení regulace
a zjednodušení procesu klinických testů nových léků. To by mohlo
urychlit cestu novým produktům na trh a pozitivně ovlivnit nákladovost
producentů. V nedávné době se Trumpovi podařilo prosadit
zrušení tzv. Obamacare (po předchozím fiasku), ceny akcií ze sek-
toru na tento krok ale nereagovaly výraznějšími pohyby a zdravotní
péče tak v letošním roce zůstává jedním z nejúspěšnějších sektorů
v rámci indexu S&P 500.

Zdravotnické akcie jsou i přes slušný růst v tomto roce v porov-
nání s historickým průměrem levné. Přitom mají investorům co

nabídnout. Hospodaření firem ze sektoru zůstává obzvláště v USA
v dobré kondici. Ve výsledkové sezóně za 1Q 2017 vykázaly více
než 7% růst 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 vhod-
ným stavebním kamenem portfolia.

Informační technologie

**IT jsou sektorem zaměřeným na růst a inovace. V dnešní
době si bez moderních technologií již prakticky nedoká-
žeme představit náš každodenní život. IT společnosti hle-
dají příležitosti dané změnou našich spotřebních návyků
a celkového životního stylu a transformují 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 oce-
něn níže, než je obvyklé.**

Vyšší kupní síla domácností díky příznivému vývoji ekonomiky je
dobrou zprávou pro poptávku po IT produktech. Sektor ale ne-
podporují pouze spotřebitelé. Roste investiční poptávka ze strany
firem, které mohou uvolnit více peněz z rozpočtů díky rekordním
ziskům. Technologie lákají zákazníky díky neustálým inovacím pro-
duktů. Datová mobilita, cloud computing, e-commerce a internet
věcí představují bezpochyby nejrychleji rostoucí segmenty a prosa-
zují se napříč globální ekonomikou. Sektor technologií se nachází
hlavně v Americe, je ale velmi mezinárodně zaměřen.

Ve výsledkové sezóně za 1Q 2017 jsou informační technologie
sektorem s nejvyšším růstem zisků v rámci amerického indexu
S&P 500 (+20 %). Slibný výhled je navíc spojen s rozumným
oceněním – technologie se vzhledem k menším korekcím, kterými
prošli během června, obchodují opět pod úrovní ocenění širšího
trhu (investoři jsou u IT zpravidla ochotni platit až 30% premii). I tak
jsou ale letos nadále nejúspěšnějším sektorem, co se tržní výkon-
nosti týče. 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 nejdefen-
zivnějším subsektorem v rámci tématu IT, mimo jiné díky dlouho-
dobým 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 ak-
tivních 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.

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 automobilky.**

Příznivý vývoj ekonomiky a vysoká spotřebitelská důvěra nahrávají
růstu tržeb společností z cyklických sektorů. Domácnosti nemusejí
dodatečně příjmy šetřit, ale mohou je použít na nákupy zboží dlou-
hodobé spotřeby. Firmy si zase díky přebytečné hotovosti mohou
dovolit potřebné investice.

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

Zajímavou investiční příležitostí v rámci sektoru jsou evropské automobily. Ceny jejich akcií stáhly skandály s podváděním v testech emisí a spotřeby paliv. Společnosti si musely tvořit rezervy na možné soudní spory, odvětví ale i přesto dokázalo tlak ustát. Nové registrace aut v Evropské unii poslední měsíc vykázaly po poklesu daném velikonočními svátky opět silný růst. Valuace evropských automobilek dosahují pouze zhruba 8násobku 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.

Evropské firmy produkující zboží dlouhodobé spotřeby reportovaly v průměru více než 40% zlepšení zisků v 1Q 2017.

Dlouhodobá témata

Akcie s vysokými dividendami

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 volné peníze využít jen omezeně: investovat do dlouhodobých aktiv, snižovat míru zadlužení nebo hotovost vyplácet 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 přebytkem hotovosti 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.

Politiku výplaty dividend před zpětnými odkupy vlastních akcií preferují především evropské firmy. 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 3,4 %.

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 hlav-

ních 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.

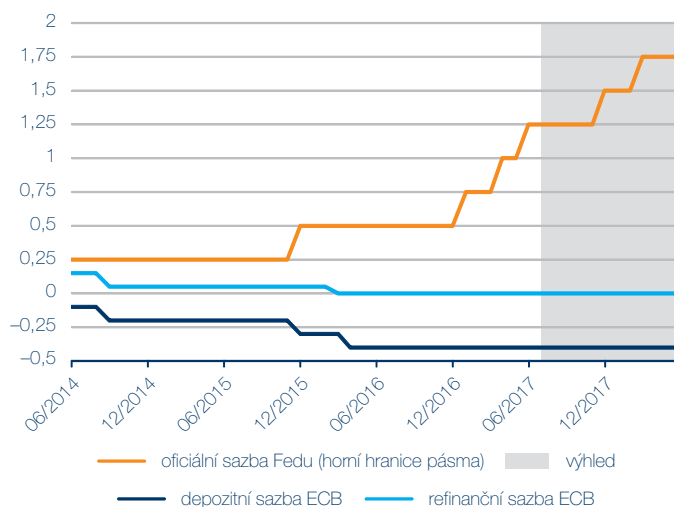
„Akcie vodního bohatství“ mají za sebou mimořádně úspěšný rok, v němž aktivně řízený fond, který je sdružuje, zaznamenal dvojčílné roční zisky. Velkou výhodou této investice je relativně nízká volatilita při zachování slušného růstového potenciálu a zajištění měnového rizika.

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. Centrální banky se po letech nekonvenčních opatření na podporu ekonomiky musejí dříve či později vydat cestou normalizace měnové politiky. Trhy státních dluhopisů tak budou i v následujících letech nárazově čelit vlnám prodejních tlaků.

Úrokové sazby zůstávají v blízkosti nuly nebo v některých případech dokonce pod nulou (–0,1 % v Japonsku, 0 % u ECB, 0,05 % u ČNB, 1,00–1,25 % 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 nadále obchodují s výnosem jen kolem 0,4 %. Výnosy českých dluhopisů po ukončení devizových intervencí výrazně vzrostly (ceny klesly). Na krátkých splatnostech se ale i tak stále pohybují v záporu.

Hlavní úrokové sazby centrálních bank



Zdroj: Bloomberg.

Dlouhodobě se domníváme, že se výnosy dluhopisů „znormalizují“ na vyšších úrovních. Cesta však může být pomalejší a kostnatější, než se původně očekávalo, vlivem nepotěšivého vývoje inflace. Ta se už řadu let v hlavních vyspělých regionech nemůže dostat stabilně k cíli centrálních bank, přestože se dynamika růstu HDP vyvíjí příznivě. Na vině přitom nejsou jen přetrvávající nízké ceny ropy, ale především absence silnějších mzdově-inflačních tlaků, které byly v minulosti pro fázi ekonomického cyklu, v jaké se nacházíme dnes, charakteristické. ECB na červnovém zasedání zhoršila oproti březnu inflační prognózu pro eurozónu pro následující roky (na 1,5 % z 1,7 % pro rok 2017, na 1,3 % z 1,6 % pro rok 2018 a na 1,6 % z 1,7 % pro rok 2019). To naznačuje, že její ústup ze stimulačních programů bude muset být velmi pozvolný a pravděpodobně se protáhne do delšího období, protože centrální banka ve svých projekcích neočekává inflaci ještě ani v roce 2019 na úrovni svého inflačního cíle 2 %.

USA mají v ekonomickém cyklu náskok před Evropou, Fed již načrtl trajektorii zvyšování sazeb a redukcí své rozvahy pro následující období. Je však pravděpodobné, že tento proces utahování měnové politiky ještě zbrzdí zpomalení ekonomické aktivity ve druhém kvartále, na které poukazuje řada makroindikátorů z posledních týdnů. Zatím však centrální bankéři hodnotí zhoršení ukazatelů jen jako dočasnou záležitost.

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 prezidentských volbách nebo při náhlé změně v rétorice centrálních bankéřů.

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. Diverzifikace směrem k firemním dluhopisům a dluhopisům zemí nabízejících o něco vyšší výnos i u krátkodobějších splatností (například investice do dluhopisů rozvíjejících se trhů v lokálních měnách – tzv. LEMBO) je jistě rozumná, ani zde ale nelze podceňovat úrokové riziko a u cizoměnových investic také riziko oslabení těchto měn vůči české koruně.

Alternativní dluhopisové investice (LONG/SHORT úrokové strategie) nám v současné situaci nepřesvědčivého růstu inflace a zvýšené volatility na dluhopisovém trhu dávají již menší smysl než v prostředí, které více nahrávalo trvalejšímu trendu růstu sazeb (přestože se tak nestalo). V současnosti je tak považujeme za spíše spekulativní investici a sázku na vznik silnějšího trendu.

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 portfoliích drželi navýšený podíl hotovosti v očekávání atraktivních nákupních příležitostí. Pro navyšování akciové pozice jsme se rozhodli například 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

Růstové vyhlídky dolaru podporuje stabilní oživení americké ekonomiky a protichůdný směr měnové politiky eurozóny a USA. Evropská centrální banka svou stimulační politikou nadále 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 výrazně zhodnotil. Potenciál dle našeho názoru ještě nevyčerpal díky výhledu dalšího zvyšování sazeb Fedu. V eurozóně zatím v nejbližších měsících nečekáme utahování měnové politiky, ECB by měla oznámit v pořadí teprve druhé snížení měsíčního tempa nákupů dluhopisů. O zvyšování sazeb nebude s největší pravděpodobností do ukončení programu kvantitativního uvolňování ani řeč. Nákupy dluhopisů ECB v současnosti běží ve sníženém objemu 60 miliard eur měsíčně, na čemž by se nemělo nic změnit do konce roku 2017. Šéf ECB nadále zdůrazňuje, že eurozóna uvolněnou měnovou politikou zatím stále potřebuje.

Podle dlouhodobých oceňovacích modelů má americký dolar fundamentální hodnotu v koridoru kolem 1,10 USD za EUR. Nyní se obchoduje na úrovni 1,14 USD za EUR.

Méně coby bezpečnému přístavu pomáhá nárůst geopolitických rizik, případně 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. Největšími současnými riziky jsou geopolitické hrozby, průběh jednání o brexitu a situace v Itálii, která je třetí největší ekonomikou eurozóny.

Dolar zůstává vedoucí světovou měnou (na tuto skutečnost evropští investoři někdy zapomínají). Výnosy amerických desetiletých dluhopisů (2,27 %) zůstávají ve srovnání s nízkými úroky v eurozóně a Japonsku atraktivní. 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 do portfolia v omezené míře patří, protože zlepšují diverzifikaci rizik a často nabízejí relativně bezpečný výnos. Vzhledem k tomu, že jsou ale realitní akcie po nedávném růstu cen již oproti svému dlouhodobému průměru spíše dražší, jejich podíl v portfoliích v posledních měsících udržujeme poblíž neutrální úrovně. Zajímavější příležitosti vidíme v ostatních oblastech akciového trhu. Atraktivitu sektoru může snížit zvyšování úrokových sazeb, které by nedokázal kompenzovat růst příjmů z pronájmu.

Sektor je oblíbený hlavně u investorů do dluhopisů, kterým se při hledání výnosů otevírají nové možnosti, a institucionálních investorů, jako jsou například penzijní fondy. 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, existují ale také subjekty, které se zaměřují na jiné rostoucí tržní segmenty těžících z ekonomického oživení a růstu příjmů z nájemu.

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 ropy participovat, vede přes akcie těžářských firem.

Od ledna 2017 byla v platnosti 6měsíční dohoda OPEC o omezení těžby o 1,2 milionu barelů denně, ke které se přidali i někteří producenti mimo kartel (s příslibem dalšího snížení produkce o 600 tisíc barelů denně). Na zasedání 25. 5. ve Vídni bylo oficiálně oznámeno její prodloužení, a to nejen na celé druhé pololetí letošního roku, ale i do konce prvního kvartálu 2018. Tento krok byl trhem víceméně očekáván, schůzka tak nepřinesla žádné nové zprávy, které by mohly pro ropu představovat významnější stimul.

Závazek je zúčastněnými stranami sice zatím dodržován z více než 90 %, vývoj cen ropy v posledních měsících ale naznačuje, že snaha kartelu o stabilizaci ropného trhu zatím kvůli masivnímu nárůstu nabídky z břidlicových nalezišť v USA selhává. To vyplynulo i z nově zveřejněných hodnotících zpráv OPEC a IEA. Rychle rostoucí produkce ze zemí, které se k dohodě nezavázaly, zatím dokáže bez problému kompenzovat zvyšování světové ropné poptávky. K rovnováze na trhu s ropou tak dojde pravděpodobně oproti původním odhadům později (některé dřívější prognózy počítaly se vznikem deficitu na trhu již v prvním kvartále letošního roku).

Zásoby ropy a ropných produktů v USA v posledních týdnech klesaly, nedocházelo k tomu ale tak rychlým tempem, jak se původně očekávalo. Vlivem dlouhodobě neuspokojivého vývoje na straně nabídky se ceny ropy v červnu dále propadaly až na sedmiměsíční minima pod 45 USD za barel ropy Brent.

Krátkodobě očekáváme velmi nestabilní vývoj cen ropy v pásmu mezi 45 a 60 dolary za barel. Výhled oživení komoditního trhu

mohou kromě důkazů o stoupající nabídce surovin narušit horší zprávy z čínské ekonomiky. Naopak tlak na zvýšení cen může přijít v důsledku nárůstu geopolitických rizik.

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 poměrně kolísavé (podobně jako akcie), což si investoři málokdy uvědomují.

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

Z ekonomického hlediska nedává smysl zlato držet, jakmile se jeho cena pohybuje nad mezními náklady. Ty se nacházejí kolem 950 USD za unci. Kromě toho se tento drahý kov skutečně nespoteblovává, takže jeho celosvětové zásoby jen rostou. Zlato je také citlivé na „přestřelování“: během eurokrize v roce 2011 dosáhla jeho cena 1 900 dolarů za unci. Aktuálně se obchoduje kolem 1 242 USD za unci, nespěchá mu výhled vyšších výnosů z jiných bezpečných investic, jako jsou například americké státní dluhopisy.

Strach investorů, kteří poptávají zlato jako zajištění proti krizi nebo kolapsu akciového trhu, je dle našeho názoru přehnaný. Zdaleka nejsme svědky recese světové ekonomiky a výhled růstu zůstává i přes ekonomická a geopolitická rizika příznivý. Závažnější otázkou zůstávají možné důsledky protekcionismu, brexitu a odolnost evropských bank vůči problémům s nesplácenými úvěry.

Upozornění:

Materiál Ekonomika a trhy je připraven odborníky ze společnosti ČSOB Asset Management, a.s., investiční společnost, člen skupiny KBC. Při jeho tvorbě a šíření nepostupovali podle požadavků zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu v platném znění, upravujících pravidla pro analýzu investičních příležitostí nebo investiční doporučení. Při přípravě materiálu se vychází z aktuálně dostupných ekonomických informací a jejich zhodnocení v čase přípravy (tento materiál byl připraven k 30. 6. 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 svého Premium 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.