

EKONOMIKA A TRHY

ČERVEN 2018

Jak vidíme svět?

- Nejistota v Itálii sráží euro a tlačí nahoru výnosy periferních dluhopisů.
- Vyšší dolarové výnosy způsobují odliv kapitálu z rozvíjejících se trhů.
- Tlaky na trhu s ropou povolily s prohlášením OPEC o možném navýšení těžby.

Co děláme v portfoliích?

- Akcie jsme mírně zredukovali, ale i tak je nadále držíme na nadvážené úrovni.
- Podíl investic do realit je nově nastaven na podváženou úroveň a nepreferujeme ani komodity.
- Mezi vyspělými regiony nemáme výrazné preference. Pro doplnění strategie volíme akcie firem z rozvíjejících se trhů Asie a střední a východní Evropy.
- Preferujeme IT, finanční sektor a zboží dlouhodobé spotřeby.

1. EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Investiční klima se v porovnání s předchozími měsíci mírně zhoršilo. Zejména v eurozóně se ukazuje, že velmi rychlý růst z posledních kvartálů není udržitelný. Vývoj na trzích nadále ovlivňuje Trumpova politika, přidalo se však i „stacionové“ riziko politické krize v Itálii a strach z rozpadu eurozóny.

Spojené státy americké (USA)

Předstihové indikátory ISM¹, které signalizují, kam by se ekonomika měla ubírat v následujícím období, dále ustupovaly z rekord-

ních úrovní dosažených před několika měsíci (ve výrobě poklesly na 57,3 bodu, šlo o nejpomalejší tempo od července, a ve službách na 56,8 bodu). Ekonomická aktivita dále roste, avšak o něco pozvolnějším tempem. Největší překážkou jsou limity na straně nabídky, která nestíhá držet krok s robustní poptávkou (podpořenou navíc vyššími příjmy domácností díky daňové reformě). Firmy nejvíce trápí napjatý pracovní trh a naplnění kapacit, důsledkem čehož jsou prodlužující se dodací lhůty (jsou druhé nejdelší od roku 2010). Svou roli na oslabování optimismu firem sehrávají také obavy z obchodních sporů USA na mezinárodním poli a rostoucí ceny vstupů (komodit).

Průmyslová produkce v dubnu stoupla o 0,7 % meziměsíčně, čímž překonala odhady trhu, předchozí měsíce byly ale revidovány dolů. V souladu s očekáváním dopadly maloobchodní tržby, které vzrostly o 0,3 % meziměsíčně, rychlejšímu růstu spotřeby bránily vyšší výdaje domácností za pohonné hmoty. Data z nemovitostního trhu zklamala, a to zejména u prodeje nových i starších domů.

Růst HDP v 1Q 2018 podle revidovaných čísel zpomalil na 2,2 % z 2,9 % ve 4Q 2017 (anualizovaně), očekával se však ještě slabší výsledek. Na vině byl pomalý růst spotřebitelských výdajů, který dosáhl jen 1 % (šlo o nejnižší tempo za téměř pět let). Zpomalení ale nebylo nijak překvapivé, protože na něj již poukazoval vývoj pravidelných měsíčních dat, jako jsou například maloobchodní tržby. Svou roli sehrála také sezónnost. Vzhledem k postupně projevujícím se efektům daňových úspor lze očekávat zlepšení růstové dynamiky ve druhém kvartále.

V americké ekonomice vzniklo v březnu sice pouze 164 tisíc pracovních míst (čekalo se přes 193 tisíc), data za uplynulý dva měsíce byla ale revidována nahoru. Míra nezaměstnanosti dále poklesla až na 3,9 %, USA se tak nacházejí poblíž úrovně „plné zaměstnanosti“. Mírně pomaleji v porovnání s očekáváním trhu rostly mzdy (+2,6 % ročně).

Spotřebitelské ceny v dubnu meziročně rostly o 2,5 %, čímž naplnily očekávání. Jádrová inflace (bez cen energií a potravin) stagnovala

¹ Údaje nad 50 bodů značí očekávání expanze, údaje pod 50 bodů naopak očekávání recese.

na 2,1 % meziročně. Pro další měsíce se vzhledem k efektu slabé loňské srovnávací základny a vyšším cenám komodit čeká zrychlení celkové inflace.

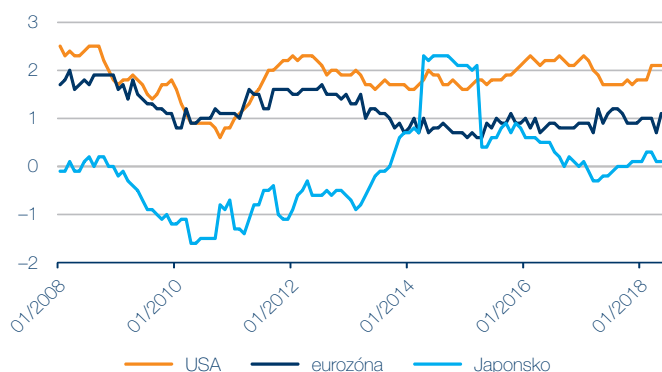
Evropa

Ukazatele důvěry v Německu další měsíc převážně klesaly. Podobný vývoj zaznamenaly i indexy nákupních manažerů (PMI) eurozóny. Kompozitní ukazatel sestoupil na 54,1 bodu. Růst ekonomické aktivity brzdí podobné faktory jako v uplynulých měsících (napjatá situace na pracovním trhu, naplnění kapacit v některých zemích, dražší vstupy v důsledku růstu cen komodit a nejistota plynoucí z protekcionistické politiky Donalda Trumpa). Postupně se ale uvolnil tlak silného eura, které dopadalo zejména na exportně zaměřené firmy. Výhled růstu pro následující rok zůstává optimistický, jeho tempo ale může ze silné dynamiky, které jsme byli svědky na konci roku, zvolnit.

Tvrdá data z ekonomiky vyzněla pozitivně. Maloobchodní tržby v eurozóně mírně rostly (+0,1 % m/m) a stoupla také průmyslová produkce (v březnu meziměsíčně +0,5 %). Po předchozím slabém měsíci se výrazně zvedl počet registrací aut (9,6 % meziročně).

HDP eurozóny první čtvrtletí vzrostl meziročně o 2,5 %. Míra nezaměstnanosti v dubnu klesla na 8,5 % z revidovaných 8,6 % a nadále se tak nachází na minimu od roku 2008 – trh však čekal ještě o něco větší pokles. Naproti tomu daleko rychleji oproti očekávání vzrostla v květnu inflace (na 1,9 %, nejrychleji za poslední více než rok). Na vině bylo oslabení eura a především zdražení komodit. U jádrové inflace (nezahnující kolísavé složky jako energie a potraviny) došlo k růstu jen o 1,1 % meziročně.

Jádrová inflace CPI (meziročně, v %)

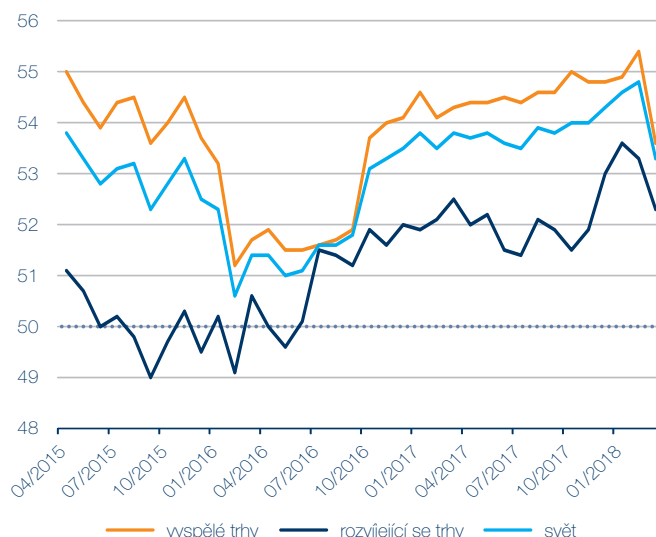


Zdroj: Bloomberg.

Na dalším měnově-politickém zasedání ECB se dá očekávat smířlivější tón šéfa ECB Maria Draghiho vzhledem k vyhocené situaci v Itálii (viz samostatný sloupek). Varianta ukončení programu nákupů dluhopisů již ke konci letošního září se nám tak zdá méně pravděpodobná – dá se očekávat, že nakonec dojde jen k redukci jejich měsíčního tempa. Zvýšení úrokových sazeb v eurozóně očekáváme nejdříve v druhé polovině roku 2019.

V Británii dále zvolnilo tempo růstu spotřebitelských cen (na 2,4 % ročně), což by mělo vést k navýšení kupní síly domácností. Růst mezd ale v březnu zvolnil na 2,6 % meziročně. Míra nezaměstnanosti se udržela poblíž minima od roku 1975. Vzhledem k pomalejšímu než očekávanému růstu inflace, mezd a rizikům, kterým ekonomika čelí kvůli nejistotě ohledně brexitu, centrální banka zatím odkládá další utažení měnové politiky.

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



Zdroj: Bloomberg.

Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)		INFLACE (průměrná roční změna, v %)	
	2018	2019	2018	2019
CZ	3,2	2,7	1,8	2,0
EMU	2,4	1,9	1,4	1,4
USA	2,7	2,4	1,9	2,0

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg.

Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a měnových kurzů

		05/2018	11/2018	05/2019
CZK	Základní sazba	0,75	1,00	1,25
	10Y sazba	1,89	2,00	2,30
	USD/CZK	22,28	20,92	20,00
	EUR/CZK	25,85	25,10	24,80
EUR	Základní sazba	0,00	0,00	0,00
	10Y sazba	0,34	0,90	1,30
USD	Základní sazba*	1,75	2,25	2,50
	10Y sazba	2,84	3,10	3,20
	EUR/USD	1,16	1,20	1,24

*) Horní hranice pásma.

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



Na italských státních dluhopisech vypukla panika. My můžeme zůstat v klidu, v portfoliích je nemáme

Politická krize v Itálii se na konci května plně promítla do dění na finančních trzích, když se investoři zbavovali italských vládních dluhopisů a nedařilo se ani tamním akciím. Zasaženo bylo také euro, které oslabilo vůči dolaru, a akcie v dalších evropských zemích.

O co v Itálii jde?

- Itálie je mimo zmrzliny, jídla, fotbalu a pláží proslulá také nestabilní politickou situací. Březenové volby však znamenaly vítězství hned pro dvě populistické strany, což se dosud nikdy nestalo. Hnutí 5 hvězd a Liga, ač před volbami pro sebe rozhodně neměly vládních slov, se nakonec dohodly na vládní spolupráci a jejich vládní program odpovídal populistickému přívlastku (nižší věk pro odchod do penze, příspěvky pro chudé, nižší daně – ovšem bez náznaku, kde by se naopak ušetřilo či vybralo více).
- O víkendu odstoupil designovaný premiér Conte poté, co prezident odmítl jmenovat navrženého ministra financí, který je známým proponentem odchodu Itálie z eurozóny. Zemi tak hrozí

předčasné volby, které mohou (a také nemusí) dopadnout z pohledu investorů ještě hůře než ty poslední.

- Italská ekonomika spíše stagnuje, než roste, vládní dluh sice výrazně nebobtná, ale zlepšení schodkových rozpočtů není na obzoru bez hlubokých reforem, k nimž se populistická vláda rozhodně neměla. V takové situaci vyhodnotil nejen italský prezident, že spekulace o odchodu z eurozóny opravdu není něco, co by mělo být na pořadu dne.

Rozsah problému

- Výnos, který investoři požadují na vládních dluhopisech, dokázal během posledního květnového úterka vyskočit o neuvěřitelných 143 bazických bodů v případě dvouleté splatnosti. To by při přepočtu na celý italský vládní dluh znamenalo platit časem navíc cca 33 miliard eur ročně na úrocích z dluhu, což znamená takřka zdvojnásobení rozpočtového schodku z loňského roku v již dnes nejvíce zadlužené zemi eurozóny (2,3 bilionu eur).
- Z dalších evropských zemí vzrostly rizikové přírázky zejména u španělského a portugalského dluhu, ovšem ve výrazně menším rozsahu než v případě Itálie.
- Italské akcie zkorigovaly o více než 10 %, nejvíce postižené byly banky (15–25 %).

Co očekáváme v dalších dnech a týdnech

- Eurozóna je v lepší kondici než před lety, kdy zápasila s řeckou dluhovou

krizí, což snižuje riziko šíření nákazy. Reputace ECB jako ochránce stability eurozóny se rovněž zvýšila, navíc existuje stabilizační mechanismus ESM.

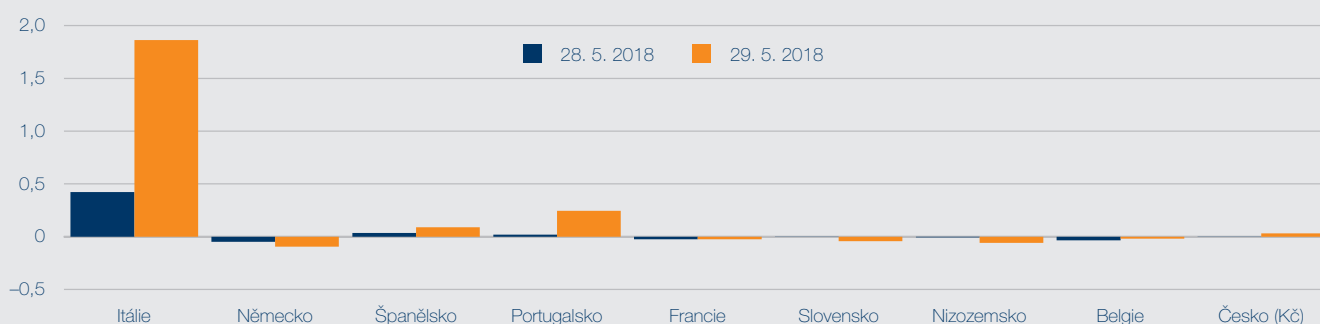
- Očekávat uklidnění italské politické situace by bylo zřejmě příliš optimistické. Vyjasnit by se ale měla otázka předčasných voleb a jejich termínu. V ostatních velkých zemích eurozóny je situace podstatně klidnější.
- Odchod Itálie z eurozóny či dokonce EU je vysoce nepravděpodobný s ohledem na průzkumy veřejného mínění. Italské banky jsou silně závislé na financování z ECB.

Pozice KBC/ČSOB

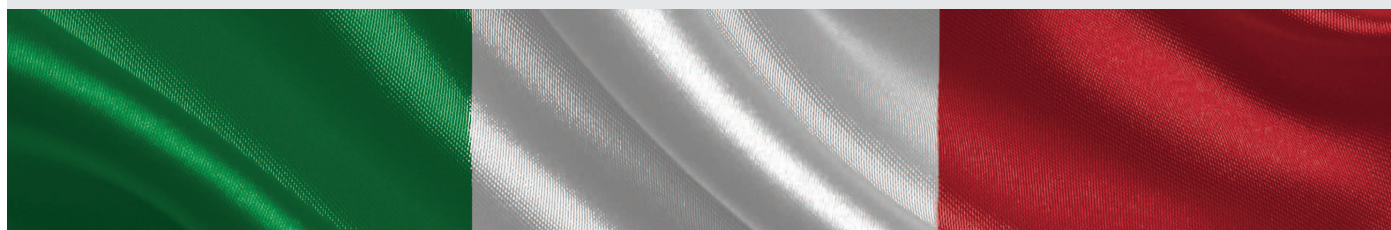
- Panika není dobrým rádčem. Ač jsme nedávno snížili nadvážení akcií, nadále zůstáváme optimisty s ohledem na ekonomické fundamenty ve světě i v eurozóně. Oslabení eura navíc vylepšuje postavení evropských exportérů i firem na domácím trhu.
- V otevřených fondech ČSOB nemáme expozici vůči italským vládním dluhopisům. KBC je v dluhopisech výrazně podvážená a její expozice vůči italské vládě je omezená.
- V akciové složce jsme v posledních měsících snížili naši nadváženou pozici vůči eurozóně, v jejímž rámci preferujeme německé tituly.

Miroslav Adamkovič, analytik, ČSOB Asset Management

Změna výnosu 2letého vládního dluhopisu (p.b.)



Zdroj: Bloomberg.



2. TRHY A INVESTIČNÍ STRATEGIE



Náš výhled na portfolia

Eskalace politických témat bude pravděpodobně rezonovat trhy i v červnu. V čele tohoto dění bude Itálie, kde vládní krize směřuje k předčasným volbám. Vysoký dluh této země spolu s pomalým růstem ekonomiky staví Itálii do role koule na noze Evropské unie. Vzhledem k její velikosti, by byly její případné problémy mnohem závažnější, než byly problémy Řecka. Stále se však jedná „pouze“ o politickou krizi, jejíž propásání do reálné ekonomiky je běh na dlouhou trať. Celková přímá expozice akciové i dluhopisové složky fondu na Itálii je minimální.

Z tohoto důvodu si myslím, že i v tomto případě čas otupí hrany a fundament převáží nad pocity. I proto zůstávám nadvážen v akciích, přestože už o něco méně než v předchozím měsíci. Důvodem snížení pozice v akciích je mírně pomalejší růst globální ekonomiky, než jsme doposud očekávali. Ze sektorů ponechávám preferenci IT, spotřebního zboží a finančních institucí. Mezi tématy pak akcie malých a středních podniků a hodnotové akcie. Strategii neměním ani u dluhopisové složky.

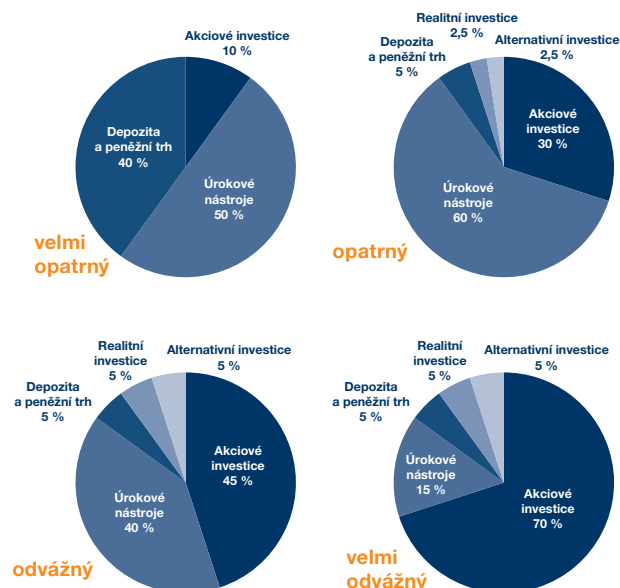
Dluhopisová část fondu je primárně investována do korporátních dluhopisů, je však doplněna o témata, jako jsou podřízené dluhopisy bank a dluhopisy z rozvíjejících se zemí. I přes to, že se těmto tématům v minulém měsíci nedařilo, ponechávám je zatím ve fondu. Stále v nich vidím výrazný růstový potenciál a způsob, jak přinést zajímavý výnos i do dluhopisové složky v době nízkých úrokových sazeb.

Petr Kubec, portfolio manažer, ČSOB Asset Management

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



AKCIE

Příznivý výhled ekonomiky a korporátních zisků nás vede k ponechání akcií v portfoliích na nadvážené úrovni i přes zvýšenou kolísavost trhů v posledních měsících. Zatím poslední nákupy akcií jsme provedli během únorových tržních poklesů, v květnu jsme se ale část zisků, kterých jsme díky tomuto kroku dosáhli, rozhodli „zamknout“. Mezi hlavními regiony v současnosti nemáme jasné preference. Za vhodný doplněk portfolia považujeme akcie z rozvíjejících se trhů Asie a střední a východní Evropy.

Dlouhotrvající prostředí rostoucích cen akcií a extrémně nízké volatility přerušilo několik tržních bouří. V únoru spustila vlnu prodejních příkazů přehodnocení inflačních očekávání v USA, v dalších měsících pak akcie rozkolísávaly výroky Donalda Trumpa ohrožující volný obchod a nejčerstvěji na konci května zviřila dění na (zejména evropských) trzích politická krize v Itálii.

Dá se očekávat, že budou trhy více kolísat i v následujících měsících, protože vyšší volatilita je pro akciový trh naprosto normálním rysem. Téměř vyhlazená přímka k nebesům, na níž jsme si zvykli především v loňském roce, už dlouhou dobu nepůsobila zcela „zdravě“.

Korporátní výsledky

V posledních pěti výsledkových sezónách vykazují společnosti příznivý trend růstu zisků. Náš odhad celoročních zisků pro rok 2018 počítá v průměru s dvojířím růstem zisků.



V USA již reportovala výsledky za první kvartál většina firem. I když překonávají (již tak velmi optimisticky nastavené) odhady analytiků, latka je nastavena opravdu vysoko. V průměru jim rostly zisky o 23 % a tržby o 8 %. Kromě spotřebního zboží vykázaly všechny ostatní sektory dvojčíferný růst zisků, nejlépe se dařilo těžba ropy a zemního plynu, technologiím a materiálům.

V Evropě jsou tempa růstu zisků za poslední kvartál o něco nižší než v USA, což je spojeno především s dopady silného eura zkraje roku na exportně zaměřené firmy a překážkami, na které podniky naráží v důsledku naplněných kapacit (hlavně v Německu). U evropských firem odhadujeme celoroční růst zisků pro rok 2018 poblíž 7 %. K slušným výsledkům firem by měly přispívat dobré fundamenty společností, konkurenceschopnost díky vysoké přidané hodnotě produkce a pokračující ekonomické oživení.

Valuace

Poměr ceny k ziskům se na mezinárodních trzích oproti počátku roku snížil. V případě světového akciového indexu MSCI All Countries se předstihové P/E aktuálně pohybuje kolem 15.

Akciové firem z eurozóny jsou s předstihovým P/E kolem 14,4 oproti svému dlouhodobému průměru oceněny se slevou, což nelze tvrdit například o amerických akcích, u nichž jsou vysoké míry růstu zisků již z velké části zahrnuty v současných cenách (u S&P 500 dosahuje P/E poměr 16,5). Rizikem eurozóny zůstává politická nejistota (Itálie a případné další problémy periferních ekonomik a situace Británie po brexitu) a vliv celní politiky USA na evropské exportéry.

Nadále platí, že jsou akcie atraktivnější než pevně úročené investice (vládní i firemní dluhopisy) a hotovost, na něž dlouhou dobu dopadala měnová politika nízkých úroků. Očekávaný dividendový výnos akcií z indexu MSCI All Countries dosahuje 2,6 %.

Preferované regiony

Rozvíjející se trhy Asie

Region se vyrovnal s obtížnější fází hospodářského cyklu a tamní ekonomiky vykazují známky oživení. Jejich trhy a měny se však letos dostaly pod tlak spolu s ostatními rozvíjejícími se zeměmi, mezi nimiž zatím investoři příliš neselektují. Jako riziko pro emerging markets je vnímána protekcionistická politika Donalda Trumpa a možné rychlejší zvyšování sazeb Fedu. Vyšší výnosy z „bezpečných aktiv“ mohou ubírat na atraktivitě rozvíjejících se trhů a působit odliv zahraničního kapitálu, na což jsou citlivé především země trpícími výraznými nerovnováhami.

Asijské trhy jsou považovány za zranitelné v prostředí zvyšujících se úrokových sazeb v USA. Nicméně i když se americká centrální banka v uťahování měnové politiky chystá pokračovat, věříme, že půjde zatím o velmi postupný proces zvyšování sazeb, který by akciové trhy rozvíjejících se zemí neměl výrazněji vykoletit. Výhodou regionu je, že nečelí tak vysokým nerovnováhám jako například Argentina či Turecko, jejichž měny letos oslabily o více než 20 %. Dosavadní vývoj v letošním roce ale bohužel poukazuje na to, že investoři všechny rozvíjející se trhy zatím „házejí do jednoho pytle“ místo toho, aby vzali v úvahu podstatné rozdíly ve fundamentech jednotlivých zemí.

Nejdůležitějším reprezentantem této skupiny zemí je Čína. Přehnaný strach z recese její ekonomiky, který trhy silně potrápil před dvěma lety, opadl. Na druhou stranu ale zůstávají některé otázky nezodpovězeny – enormní zadlužení, stínové bankovníctví či splaskávající realitní bublina. Makrodata však potvrzují, že se hrozba „tvrdého přistání“ čínské ekonomiky nenaplní (HDP v roce 2017 vzrostl o 6,9 % ročně). V Číně pokračuje transformace dříve převážně

průmyslové ekonomiky směrem k růstovému modelu více orientovanému na služby a spotřebu a zůstává otázkou, do jaké míry je současné vysoké tempo ekonomického růstu trvale udržitelné.

Akciové země asijských emerging markets zůstávají vzhledem k výše uvedenému velmi levné. Region vnímáme nadále pozitivně, pozici jsme však v porovnání s minulým měsícem zredukovali.

Střední a východní Evropa

Investice do regionu střední a východní Evropy představují zajímavý doplněk globálního portfolia. Středoevropské země delší dobu vykazují lepší hospodářské výsledky ve srovnání se západní Evropou. Je tu nižší nezaměstnanost a rychlejší ekonomický růst a státní rozpočty bez problémů plní maastrichtská kritéria. Na rozdíl od vyspělých trhů se navíc středoevropské akcie neobchodují s výraznou premií proti historickým průměrům, což je dělá ještě atraktivnějšími. Dalším povzbuzujícím faktorem je dlouhodobý trend posilování regionálních měn (české koruny a polského zlotého), které dále přitahují pozornost investorů. I když lokální měny v posledních týdnech oslabily vzhledem ke globálním rizikům, nadále věříme jejich potenciálu.

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 nejspíš hned nezmění, proto vnímáme region jako doplněk. Mnoho špatných zpráv ale již investoři strávili a obávané černé scénáře se nakonec nenaplní. Tvrdým oříškem je Polsko. Tamní vláda vyznává autokratickou filozofii a má snahu o omezení nezávislého soudnictví i médií. Do záležitosti již vstoupila i Evropská komise, která kvůli riziku závažného porušení nezávislého soudnictví veřejně zvažovala ve zcela mimořádném kroku použití článku 7 Smlouvy o Evropské unii. Ten umožňuje aplikovat sankční nebo preventivní mechanismy, jako například pozastavení hlasovacích práv v EU. Situace se však v poslední době uklidnila a investoři se opět zaměřili na silné fundamenty polského hospodářství.

Česká koruna potvrzuje svoji dlouholetou charakteristiku, že je imunní vůči domácí politické situaci. Vláda v demisi a nejasné výhledy na novou vládu se na měně nepodepisují. Hlavním faktorem zde jsou kroky ČNB a její reakce na inflační čísla. Koruna oslabuje vzhledem k výprodejům na rozvíjejících se trzích, stále však počítáme s jejím budoucím posilováním. ČNB se díky tomuto vývoji otevírají vrátka k možnému dřívějšímu zvýšení sazeb, pokud koruna zůstane slabší.

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, což se hodně propisuje do nestability ruského rublu a turecké liry. Naproti tomu ceny místních akcií do jisté míry tato rizika diskontují, proto i těmto zemím věnujeme pozornost.

Rusko prochází turbulentním obdobím. Nejprve agentura S&P zvýšila ratingové hodnocení Ruska zpět do investičního pásma na úroveň BBB-. Argumentovala, že ruské hospodářství se naučilo žít se sankcemi ze strany EU i USA v kombinaci s nízkými cenami komodit. Krok to byl poměrně nečekaný, trhy jej přivítaly pozitivní reakcí. Následně však americká administrativa přišla s dalším kolem sankcí, které tvrdě zasáhly akcie i rubl. Cílem sankcí bylo 7 ruských oligarchů a 12 společností, které tyto oligarchové vlastní nebo kontrolují. Seznam zahrnoval mimo jiné Olega Děripasku, potažmo jeho producenta hliníku Rusal (a energetickou En+, jejíž primární úpis byl v listopadu 2017 na londýnské burze zároveň největším IPO ruské firmy za posledních 5 let – my jsme se ho však neúčastnili).

Výprodeje se rychle šířily dál – například na největší ruskou banku Sberbank.

Nízká transparentnost sankcí (kdo a proč byl sankcionován) vedla k výprodeji celého trhu. Ukazuje se však, že výprodeje byly v mnohých případech přehnané, ceny akcií se pomalu vracejí vzhůru. Takovou situaci jsme v Rusku zažili již mnohokrát. Situaci pozorně sledujeme a jsme připraveni některé akcie i dokoupit, pokud pokles ceny akcií vyhodnotíme jako neracionální a přehnaný. Naše expozice ve fondech je však limitována, ve fondu ČSOB Akciový střední a východní Evropa nejsou žádné sankcionované firmy.

V Turecku se také dějí věci. Pod tlakem měnové krize se centrální banka odhodlala k mimořádnému meetingu, na kterém zvedla jednu ze svých sazeb z 13,5 % na 16,5 %. Taková akce přišla pozdě, nicméně alespoň stabilizovala tureckou liru. Dlouhodobá nejistota nad nezávislostí centrální banky však přetrvává a lira bude i do budoucna patřit mezi volatilní měny, i když centrální banka slibuje zjednodušit svoji měnovou politiku. Expozice fondu ČSOB Akciový střední a východní Evropa do Turecka je limitována. Momentálně se ve fondu nachází přibližně 7 % tureckých aktiv (3 firmy). Jde o firmy, jejichž obchodní model benefituje z oslabující turecké liry (exportní firmy, které mají náklady v lokální měně a za své produkty inkasují eura či dolary). Situaci v Turecku pozorně sledujeme a jsme připraveni zareagovat. Na konci června v zemi proběhnou předčasné parlamentní i prezidentské volby a předvolební kampaň může přinést nejedno politicko-ekonomické prohlášení s dopadem na měnu i burzu.

Preferované sektory

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 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 oceněn níže, než je obvyklé.

Vyšší kupní síla domácností je díky příznivému vývoji ekonomiky dobrou zprávou pro poptávku po IT produktech. Sektor ale nepodporují pouze spotřebitelé. Roste investiční poptávka ze strany firem, které musejí uvolňovat stále více peněz z rozpočtů, aby držely tempo s technologickým vývojem. Technologie lákají zákazníky díky neustálým inovacím produktů. Datová mobilita, cloud computing, e-commerce a internet věcí představují bezpochyby nejrychleji rostoucí segmenty a prosazují se napříč globální ekonomikou. Sektor technologií se nachází hlavně v Americe, je ale velmi mezinárodně zaměřen.

Ve výsledkové sezóně za 1Q 2018 jsou informační technologie sektorem s druhým nejvyšším růstem zisků v rámci amerického indexu S&P 500 (dosahuje zatím v průměru 31 %!). Slibný výhled sektoru je navíc spojen s rozumným oceněním – technologie se obchodují jen lehce nad úroveň ocenění širšího trhu, přitom investoři byli u IT v minulosti ochotni platit výraznou prémii.

Nejpozitivněji se stavíme k softwaru, který je tradičně nejdefenzivnějším subsektorem v rámci tématu IT, mimo jiné díky dlouhodobým kontraktům v oblasti B2B (produktů a služeb pro firemní klientelu), vysokým maržím a relativně malé prémii v porovnání s průměrem sektoru. Růstový potenciál vidíme zejména u firem aktivních v oblasti e-commerce. Software představuje většinu sektoru a jeho dobré vyhlídky nás vedou k tomu, abychom vůči IT jako celku udržovali pozitivní postoj, přestože především konec prvního čtvrtletí

přinesl tomuto sektoru řadu negativních zpráv (kauza Facebooku, zdanění tržeb internetových firem zvažované Evropskou komisí).

Finanční sektor

Banky a pojišťovny zůstávají i přes optimistické vyhlídky na změnu úrokového prostředí relativně levné. Je však třeba mít na paměti, že finanční sektor vzhledem ke své cyklické povaze představuje rizikovější investici spojenou se zvýšenou volatilitou a citlivostí na politický vývoj (to se nyní ukazuje také například v Evropě v souvislosti s italskou vládní krizí).

Nízké úrokové sazby centrálních bank sice umožňovaly zlevnění úvěrů a hypoték, na druhé straně ale peněžní ústavy již mnohdy nemohly jít s úročením depozit níže, protože narážely na technickou hranici nuly. Vyšší náklady tak byly nuceny hradit ze svých marží, protože břemeno záporných úroků z vkladů nebylo možné přenést na klienty (přínejmenším ne na ty retailové). V některých případech (například ve Švýcarsku) působilo snižování sazeb centrální bankou hlouběji do záporu dokonce kontraproduktivně a vedlo paradoxně ke zdražení hypoték. Období tržních anomálií je ale snad již za námi. Fed ukázal, že se nebojí zvedat sazby a dokonce redukuje i svoji bilanci. ECB na druhé straně sice pokračuje ve stimulačním programu, ale již jen sníženým tempem.

Kromě vidiny vyšších úroků napomáhá výhledu na zlepšení hospodaření bank a pojišťoven omezování regulace v USA.

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 dlouhodobé spotřeby. Firmy si zase díky přebytku hotovosti mohou dovolit potřebné investice.

Zajímavou investiční příležitostí v rámci sektoru jsou evropské automobilky. Ceny jejich akcií stáhly skandály a následná nejistota ohledně budoucnosti dieslových motorů a v poslední době také výhrůžky Donalda Trumpa o změně celní politiky v oblasti dovozu aut. Odvětví je ale i přesto schopné tlak ustát. Valuace evropských automobilek dosahují pouze 7,6násobku očekávaných zisků oproti P/E 14,4 v případě širšího evropského trhu. Zčásti to může být dáno také tím, že automobilový průmysl stojí na prahu revoluce (která přináší více otázek než jasných odpovědí) – ať už se to týká vývoje a testování samoříditelných aut, sdílení vozového parku, propojování řídicího zážitku s technologiemi či nástupu elektromobility. Všechny tyto faktory jsou pro odvětví nejen velkou příležitostí, ale zároveň i hrozbou. Zde jsou velké otázky limity, na které výrobci elektromobilů mohou začít v případě rozjezdu masové produkce narážet (například rychlá dostupnost kovů potřebných pro výrobu baterií a dalších komponentů elektromobilu). Do budoucna přežijí jen ti nejsilnější a nákladově nejefektivnější a také ti, jejichž managementy budou mít prozíravý instinkt směrem k inovacím.

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 se sice postupně zvyšují, ale i přesto zůstávají relativně nízké v porovnání s historickým normálem a dividendy tak na západních trzích nadále v řadě případů převyšují výnosy státních dluhopisů. V rámci tohoto tématu volíme akcie z Evropy.

Zavedené firmy s kvalitním managementem a přebytkem hotovosti mohou volné 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 přebytkem hotovosti se nekumuluje ve společnosti ani neutráci za ztrátové projekty nebo příliš vysoko oceněné akvizice. 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).

Politiku výplaty dividend před zpětnými odkupy vlastních akcií preferují především evropské firmy. Průměrný očekávaný dividendový výnos dosahuje v Evropě 3,6 %. V Evropě navíc zatím není na pořadu dne téma zvyšování úrokových sazeb, které dividendovým titulům obecně příliš nesvědčí. Vysoké výplaty hotovosti stabilních firem jsou alternativou k nízkým výnosům dluhopisů, tudíž s jejich růstem mohou investorům dividendové tituly postupně přestat dávat smysl v porovnání s dluhopisovou investicí (například 10letý americký státní dluhopis už nese kolem 3 %). Na druhou stranu, pokud by měl ekonomický růst z rekordních temp posledních měsíců zpomalovat, mohlo by to dividendovým akciím naopak nahrávat díky jejich schopnosti podávat relativně lepší výkon oproti ostatním na klesajících trzích. Z těchto důvodů téma neopouštíme jako preferované, stahujeme se však hlavně do Evropy.

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 hospodářského růstu. Stavebnímu boomu napomáhá ekonomická expanze 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, která je čím dál vzácnější.

Také sektory energetiky a průmyslu, které jsou velkými odběrateli vody, se těší příznivé fázi ekonomického cyklu. Velkou výhodou této investice je relativně nízká volatilita při zachování slušného růstového potenciálu a zajištění měnového rizika.

Hodnotové akcie

Hodnotové akcie jsou charakteristické nízkou cenou v porovnání s hlavními fundamentálními veličinami, jako jsou zisk (P/E), dividendy, účetní hodnota společnosti (P/B) a podobně. Z hlediska výkonnosti historicky střídaly růstové akcie v pozdějších fázích ekonomického cyklu, kdy jsou růst a marže na maximech a investoři hledají „levné“ akcie místo „drahých“ růstových.

Výzkumy založené na historických datech ukazují, že hodnotové akcie měly tendenci v dlouhodobém horizontu překonávat růstové. Například Eugene Fama a Kenneth French provedli v letech 1975–1995 průzkum, v němž dané tvrzení podporují.

V posledních několika letech nebyla výkonnost hodnotových akcií natolik přesvědčivá a mohlo by tedy dojít ke změně trendu. Teorie „hodnoty“ dává i logicky větší smysl než důvěra v očekávané zisky, které se nemusejí naplnit. Dalším podpůrným faktorem může být růst úrokových sazeb, který by měl mít pozitivní vliv na finanční sektor, v němž převažují hodnotové akcie nad růstovými.

DLUHOPISY

Současné úrokové sazby jsou udržovány nízkou prostřednictvím uvolněné monetární politiky předních světových centrálních bank. Ve většině případů nenabízí dluhopisové trhy zajímavé možnosti investování, i když se situace pozvolna mění. Místy se najdou atraktivní segmenty (korporátní dluhopisy), většinou ale jen pro investory, kteří se nebojí podstoupit určité kreditní riziko. Centrální banky se po letech nekonvenčních opatření na podporu ekonomiky vydávají 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, 0,75 % u ČNB, 1,50–1,75 % v USA a 0,50 % ve Velké Británii). Všechny významné centrální banky nedávno zasahovaly (či ještě zasahují) také přímo do dluhopisových výnosů skupováním střednědobých a dlouhodobých dluhových cenných papírů v masovém měřítku.

V současné době se můžeme s extrémně stlačenými výnosy dluhopisů setkat ještě tam, kde pokračuje uvolňování měnové politiky (z hlavních regionů eurozóna a Japonsko). Výnosy německých desetiletých státních dluhopisů se nadále obchodují jen kolem 0,3 %, japonské kolem cílované nuly. Jiná situace je v USA nebo také v ČR – tedy v zemích, které mají v cyklu měnové politiky náskok před eurozónou.

V ČR se dluhopisové výnosy v záporu nepohybují už ani na kratších splatnostech (na deseti letech již nesou 1,89 %) a v USA už desetiletý výnos státního dluhopisu v reakci na změnu inflačních očekávání dokázal i překročit hranici 3 % (ke konci měsíce se ale opět obchodoval pod ní). Tato úroveň funguje do jisté míry jako psychologická hranice, protože výnos 10letého amerického státního dluhopisu je chápán jako ukazatel bezrizikové míry výnosnosti, podle níž je poměřován potenciál různých tříd aktiv. Růst bezrizikové míry může vést ke snížení atraktivity akciových investic (především dividendových titulů), pokud se u nich výrazněji nezlepší vyhlídka na budoucí růst výnosnosti, který by zaplatil podstupovaná rizika. Za předpokladu stejného očekávaného výnosu by totiž pro investora bylo lákavější uložit si peníze se slušným „jistým“ výnosem do bezpečného aktiva oproti „nejisté“ a volatilní investici do akcií.

Americká centrální banka Fed postupuje po načrtnuté trajektorii zvyšování sazeb a redukce rozvahy. Podle plánu centrální banka zvedla hlavní úrokovou sazbu v březnu, další krok pak může přijít už

v červnu. Fed má k dalšímu utahování měnové politiky dobré důvody – trh práce se pohybuje na úrovni plné zaměstnanosti a dynamika růstu HDP zůstává i přes mírné zpomalení velmi příznivá, což může ještě krátkodobě umocnit daňová reforma. Naopak negativní efekt může mít na ekonomický růst Trumpova politika dovozních cel omezující volný obchod. Centrální bankéři Fedu důsledky protekcionismu sice zatím do výhledu nepromítali, z komentářů ale vyplynulo, že obavy amerických podniků neberou zcela na lehkou váhu. Stejně tak může být rizikem v dlouhodobějším horizontu zvýšení deficitu vyvolané daňovou reformou.

Dlouhodobě se domníváme, že se výnosy dluhopisů celosvětově „znormálnízují“ na vyšších úrovních. Cesta však může být zejména v eurozóně pomalejší a kostrbatější, než se původně očekávalo, vlivem neutěšivého vývoje inflace a obnovených politických rizik v Itálii. Inflace v eurozóně se už řadu let nemůže dostat stabilně k cíli ECB, přestože se ekonomika vyvíjí velmi příznivě. Na vině je především absence silnějších mzdové-inflačních tlaků, které byly v minulosti pro fázi ekonomického cyklu, v jaké se nacházíme dnes, charakteristické. ECB ve svých projekcích neočekává inflaci ještě ani v roce 2020 na úrovni svého 2% inflačního cíle.

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). Takováto korekce v roce 2017 proběhla na trhu českých státních dluhopisů a letos se nevyhnula ani dluhopisům tzv. „bezpečných“ emitentů.

Tomu, kdo chce i nadále investovat do vládních cenných papírů díky jejich povaze „bezpečného přístavu“, doporučujeme velmi krátké doby splatnosti (maximálně 2 roky). 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 a u všech cizoměnových investic také riziko oslabení těchto měn vůči české koruně.

Dluhopisy na rozvíjejících se trzích v lokálních měnách (LEMBO)

Pod zkratkou LEMBO se skrývají dluhopisy rozvíjejících se ekonomik emitované v lokálních měnách. Investoři by měli benefitovat z dlouhodobě zlepšujících se vyhlídek regionu emerging markets a zároveň si sáhnout na velmi atraktivní výnos. Strategie je určena pro odvážnější investory. Okrajovou investici do dluhopisů LEMBO považujeme za doplněk diverzifikovaného dluhopisového portfolia.

V rámci tohoto tématu hledáme na rozvíjejících se trzích dluhopisy v podhodnocených měnách s potenciálem posílení. Možné atraktivní zhodnocení investice do dluhopisů LEMBO je v porovnání s dluhopisy klasických zemí spojeno s vyšší kolísavostí (volatilitou). Durace je u tohoto dluhopisového tématu kolem 4 let.

S dluhopisy rozvíjejících se ekonomik v lokálních měnách je spojeno několik rizik. Patří mezi ně především obavy ze zpomalení v Číně a dopady utahování měnové politiky americké centrální banky (Fedu). Výrazně vyšší americké úroky by také mohly způsobit potíže při financování zemí s vysokými zahraničními dluhy a schodky běžného účtu. Odměnou za podstupovaná rizika mohou být výrazně vyšší výnosy těchto dluhopisů a prostor pro dlouhodobé posilování podhodnocených měn.

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 portfoliích držíme jen část prostředků v hotovosti, abychom byli připraveni využít atraktivních nákupních příležitostí, mezi něž z našeho pohledu patřila například únorová tržní korekce.

Měny

Vývoj měnového páru EUR/USD

Dolar od ukončení kvantitativního uvolňování v USA zhodnocoval, rok 2017 ale znamenal pro americkou měnu výrazné oslabení. Eurozóna totiž loni řadu ekonomů (i samotnou centrální banku) překvapila silnou růstovou dynamikou. Poslední týdny ale působí, jako by se trend posilování dolaru obnovil. Důvodem je utahování měnové politiky Fedu v kontrastu s nadále „holubičím“ ECB a eurozónou ve „staronové“ politické krizi. Šéf ECB Draghi zatím ani nezveřejnil datum ukončení stimulačního programu, natož prvního zvýšení sazeb. Zdůvodňuje to již delší dobu výhledem přetrvávající nízké inflace. V říjnu 2017 centrální banka oznámila teprve v pořadí druhé snížení měsíčního tempa nákupů dluhopisů. Od ledna 2018 se měsíční objemy snížily na polovinu z dřívějších 60 miliard eur, program ale poběží ještě minimálně do září 2018.

Vývoj měnového páru EUR/CZK

Česká koruna dosáhla nových postintervenčních maxim začátkem února, když zhodnotila až k hranici 25,12 koruny za euro. Tím ale její posilování prozatím skončilo. V květnu vlivem rychle se šířící „nákazy“ na rozvíjejících se trzích dále ustupovala až k 25,85 koruny za euro. Tato slabší úroveň kurzu (značně vychýlená od prognózy centrální banky) by však na druhé straně mohla přimět ČNB k rychlejšímu zvyšování sazeb v porovnání s tím, co v posledních měsících avizovala. U české koruny nadále očekáváme její postupné posilování až pod hranici 25 korun za euro, kterou by mohla pokorit během následujících 12 měsíců. Ke zvýšení sazeb by mohlo dojít již na nejbližším zasedání ČNB, které se koná 27. června.



REALITNÍ INVESTICE

Nemovitosti do portfolia v omezené míře patří, protože zlepšují diverzifikaci rizik a často nabízejí relativně bezpečný výnos. Podíl realitních akcií v portfoliích jsme v posledních měsících udržovali poblíž neutrální úrovně, v květnu jsme jej však snížili a držíme je podvážené. 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 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 těžící z ekonomického oživení a růstu příjmů z nájemu.

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 přidání hodnota do diverzifikovaného portfolia spočívá v kombinaci lepšího výnosu a snížení rizika ve střednědobém horizontu. Právě z důvodů těchto vlastností nejsou alternativní investice určeny k investování v krátkodobém horizontu. Atraktivita alternativních investic roste v případě poklesu očekávaných výnosů z tradičních investic.

Currency Lacerta²

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.

Komodity

Komodity v současnosti nepreferujeme, protože neočekáváme další růst cen, který by v dlouhodobém horizontu kompenzoval náklady rolování³ při držbě futures kontraktů. Vhodnější cesta, jak participovat na pozvolném růstu jejich cen, vede přes akcie těžářských firem.

Od ledna 2017 je v platnosti dohoda OPEC o omezení těžby ropy, ke které se přidali i významní producenti mimo kartel a která pokračovala i letos, v květnu ale padla prohlášení, že by mohla být do jisté míry uvolněna. Vývoj cen ropy dlouho naznačoval, že snaha kartelu o stabilizaci ropného trhu není kvůli velké nabídce z břidlicových nalezišť v USA příliš efektivní. V posledních měsících však přicházely důkazy o tom, že se trh pohybuje směrem k rovnováze – zásoby ropy klesaly a ceny energetických komodit reagovaly daleko výrazněji na výpadky v dodávkách a geopolitická rizika. Cena ropy Brent se ke konci května pohybovala kolem 75 USD za barel.

Očekáváme, že ceny ropy budou v následujících měsících spíše korigovat předchozí razantní růst. Zvýšená produkce ze zemí, které se nezávázaly k dohodě OPEC, dokáže z velké části kompenzovat pokles těžby kartelu. Na tento fakt ve svých měsíčních zprávách o ropném trhu v poslední době poukazují jak mezinárodní IEA, tak i samotný kartel OPEC. Oba (do jisté míry konkurenční) subjekty odhadují, že se díky výraznému zdražení ropy na mnohaletá maxima dostaví rychlý růst produkce těžářů, kteří se k dohodě nezávázali (zejména v USA). Vysoké ceny ropy umožnily obnovit těžbu americkým „břidličáři“, jejichž mezní náklady jsou vyšší než v případě arabských producentů. V květnu vyšel upravený výhled na americkou produkci, která je díky vyšším cenám ropy predikována až na úroveň 12 milionů barelů denně na konci příštího roku.

V současnosti na ropném trhu převažuje efekt tzv. backwardation, který při rolování kontraktů přináší dodatečný výnos (budoucí kon-

trakty na dodávku ropy jsou oceněny níže v porovnání se spotovým trhem). Ani tak ale v současnosti komodity nedoporučujeme a ex-pozici na ně v portfolích získáváme raději přes akcie těžářů.

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 nespoteřebává, 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 1 300 USD za unci a nereaguje nijak výrazně ani na krizi v Itálii. Zlato především nesvědčí výhled vyšších výnosů z jiných bezpečných investic, jako jsou například 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.

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 31. 5. 2018). 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.

² V rámci programu Premium nelze koupit fond napřímo, je však součástí portfolií strategických fondů.

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.