

EKONOMIKA A TRHY

SRPEN 2018

Jak vidíme svět?

- Trump stupňuje obchodní tlak na Čínu, s Evropskou unií vyjednává.
- Výsledky reportovaly už i technologické giganty. Končí era dominance Facebooku?
- Trh s ropou se uvolnil příslibem Saúdské Arábie zvýšit těžbu.

Co děláme v portfoliích?

- Akcie ponecháváme na nadvážené úrovni.
- Podíl investic do realit je 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.

Spojené státy americké (USA)

Vykolejí obchodní války rozjetý vlak světové ekonomiky?

Hlavním politickým tématem Donalda Trumpa zůstává nerovnováha zahraničního obchodu USA s jeho hlavními partnery. Největším trnem v oku je americkému prezidentovi už delší dobu deficit obchodní bilance USA s Čínou. Naposledy pohrozil, že je připraven uvalit cla na celý čínský import (odpovídá to zboží v hodnotě 500 miliard USD).

Naopak setkání Donalda Trumpa s prezidentem Evropské komise Jeanem-Claudem Junckerem bylo trhy přijato s opatrným optimismem. Trump přislíbil upustit od dalších dovozních cel, dokud budou probíhat vyjednávání. Revidovat dosud uvalená cla je ale ochoten jedině za podmínky, že také eurozóna omezí překážky transatlantického obchodu (například umožní větší dovoz amerického zemního plynu a sójových bobů do EU). Přehodnocena by měla být především již uvalená americká cla na dovoz oceli a hliníku a odvetná evropská cla. Jak to bude s obávanými cly na dovoz evropských aut, ale zatím stále není jasno a vyjednání tak mohou skončit na mrtvém bodě podobně jako mezi USA a Čínou.

Trump před časem označil 10% cla na dovoz aut do EU za přemrštěná v porovnání s americkými 2,5 % a napadl také 150miliardový přebytek EU se Spojenými státy. Pokud jednání zkrachují, mohou USA uvalit cla na evropská auta až ve výši 25 %, což by mohlo značně ovlivnit jejich cenovky v USA a snížit dovoz až o polovinu.

Mezinárodní měnový fond (MMF) varuje, že eskalace obchodních válek by mohla významně zpomalit dobře nastartovanou světovou ekonomiku. Jen cla mezi USA a Čínou by mohla snížit roční tempo růstu o 0,5 procentního bodu do roku 2020, a to ještě v kalkulacích nebyla započtena poslední vlna výhrůzek dopadajících na celý čínský export. Pro rok 2018 MMF zatím výhled růstu světové ekonomiky nesnížil.

1. EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Po určitém zklidnění se na trh vrátila politická nejistota kvůli stupňujícím se obchodním tlakům USA na Čínu. Naopak s eurozónou mohou jednání vést až k úplnému odbourání cel. Americká ekonomika jede na plný plyn, zatímco eurozóně na začátku druhého pololetí trochu dochází dech.

Kromě obchodní politiky Číny se Trump pustil také do kritiky Fedu a silného dolaru. Dolar zatím v obchodních válkách působil jako bezpečný přístav a od začátku roku proti ostatním měnám převážně posiloval, což Trumpovi vůbec nehrálo do karet. Silný dolar neprospívá americkým firmám a zhoršuje Trumpovy snahy o narovnání salda zahraničního obchodu. Navíc nejistota kolem dopadu na rozvíjející se trhy a částečně i uvolňující se čínská měnová politika vede k oslabování čínského jüanu. Slabší čínská měna efekt Trumpových cel do určité míry neutralizuje a zvyšuje konkurenceschopnost čínských exportérů.

Zvyšující se úrokové sazby Fedu zase komplikují Trumpovy plány na udržení dluhu na snesitelné úrovni. Vzhledem k naplánované expanzivní fiskální politice (USA by mohly do roku 2020 hospodařit až s bilionovým deficitem) se americké vládě půjčky značně prodraží.

Aktuální Trumpova kritika Fedu je v novodobé historii téměř bezprecedentní. Spojené státy si od 90. let zakládaly na principu, že politici nekomentují rozhodnutí Fedu ohledně úrokových sazeb, aby zachovali naprostou nezávislost centrální banky. Tuto zásadu dodržoval od Billa Clintona i každý další prezident – porušil ji až nyní Donald Trump.



Evropa

Ukazatele důvěry v Německu další měsíc pod tíhou obav z amerického protekcionismu převážně klesaly. Německý index podnikatelské nálady Ifo ale vyšel zhruba podle očekávání. Smíšené výsledky přinesly indexy nákupních manažerů (PMI) eurozóny. Ve výrobě se situace sice mírně zlepšila, ale ze služeb přišly horší zprávy. Kompozitní ukazatel vzhledem k tomu klesl z 54,9 na 54,3 bodu. Výsledek byl druhý nejhorší od listopadu 2016, nicméně ne tak nízký jako z letošního května. V pohledu na jednotlivé země kontrastoval rychlejší růst v Německu se zpomalující aktivitou ve Francii. Data naznačila, že eurozóně v začátku třetího kvartálu docházel dech, což se promítne i do statistik o HDP. I tak ale tempo růstu ekonomické aktivity zůstává obstojné. Výhled zhoršuje menší příliv nových objednávek a slabší očekávání podniků do budoucna.

Tvrdá data z ekonomiky vyzněla spíše optimisticky. Maloobchodní tržby v eurozóně v květnu sice stagnovaly, nicméně průmyslová produkce výrazně vzrostla (meziměsíčně +1,3 %). Počet registrací aut se v červnu zvedl o 5,2 % meziročně, zrychlil tak z květnových 0,8 %.

První data o HDP eurozóny za druhé čtvrtletí budou zveřejněna až po uzavření tohoto vydání, očekáváme však zpomalení růstu na 0,4 % mezičtvrtletně. V souladu s odhady vyšla červnová inflace (2 % meziročně, ceny rostly nejrychleji za poslední více než rok). Růst byl však tažený především zdražením komodit, protože jadrová inflace (nezahrnující kolísavé složky jako energie a potraviny) zpomalila na 0,9 % meziročně.

Evropská centrální banka (ECB) na červencovém zasedání potvrdila rozhodnutí z června – program nákupů dluhopisů bude v září zredukován a poběží ještě do konce roku. Otázka případných reinvestic splatných dluhopisů zatím nebyla diskutována. Dále platí závazek, že ECB do příštího léta nezvedne sazby. Inflační tlaky podle centrální banky napříč eurozónou silí, což ECB dovoluje postupný ústup od extrémně uvolněné měnové politiky. Jako největší riziko pro výhled růstu HDP eurozóny vidí šéf ECB Draghi protekcionismus, který by narušil důvěru a oslabil investice. Po schůzce Trumpa s Junckerem ale stouply naděje na urovnání napjatých vztahů, a dokonce i na možné snížení dosavadních cel v transatlantickém obchodě.

V Británii rostly v červnu spotřebitelské ceny stejným tempem jako v předchozích dvou měsících (o 2,4 % ročně). Růst mezd zvolnil na 2,5 % meziročně (z revidovaných 2,6 %) a míra nezaměstnanosti stagnovala na 4,2 %. Od Bank of England se na srpnovém zasedání čeká zvýšení sazeb na 0,75 %, britská libra tento výhled ale nedokáže příliš zhodnotit vzhledem k přetrvávající nejistotě kolem brexitu. Do vystoupení ostrovního království z Unie zbývá 8 měsíců a stále není na stole žádná dohoda o tom, jak budou vypadat budoucí obchodní vztahy. Obavy z možného selhání jednání Theresy Mayové s představiteli EU a ponechání Británie napospas tvrdému brexitu srazilo v červenci libru vůči dolaru na 10měsíční minima.

Americké předstihové indikátory ISM¹⁾, které signalizují, kam by se ekonomika měla ubírat v následujícím období, pokračovaly silným růstem. Ve výrobě index stoupl z 58,7 bodu na 60,2 bodu a ve službách z 58,6 bodu na 59,1 bodu.

Průmyslová produkce v červnu vzrostla rychleji oproti očekávání o 0,6 % meziměsíčně. V souladu s odhady dopadly maloobchodní tržby, které vzrostly o 0,5 % meziměsíčně. Data z nemovitostního trhu zklamala, prodeje domů meziměsíčně klesaly, stejně jako počet nově vydaných stavebních povolení a zahájených staveb.

HDP dosáhl ve druhém kvartále růstu o 4,1 % (mezičtvrtletně, anualizovaně), tedy nejrychlejšího tempa za téměř 4 roky. Zrychlení ekonomického růstu bylo prakticky v souladu s odhady ekonomů. K dobrému výsledku dopomohl zejména silný růst spotřeby (+4 %) a firemních investic (+7,3 %), přispěl ale i export a vládní výdaje (+3,5 %). Údaj za první čtvrtletí byl revidován z 2 % na 2,2 %.

V americké ekonomice vzniklo v červnu 213 tisíc pracovních míst (čekalo se necelých 195 tisíc a předchozí údaj byl revidován na 244 tisíc). Míra nezaměstnanosti mírně stoupla na 4 %. Stejným tempem jako v minulých měsících rostly mzdy (+2,7 % ročně).

Spotřebitelské ceny v červnu meziročně rostly o 2,9 %, šlo o třetí největší růst za bezmála šest a půl roku. Vzhledem k nízké loňské srovnávací základně a dražším cenám ropy byl tento růst očekávaný. Jadrová inflace (bez cen energií a potravin) poskočila na 2,3 % meziročně.

Zápis z červnového zasedání Fedu potvrdil, že si centrální banka klade za cíl udržet inflaci na uzdě, aby se ekonomika příliš nepřehřála, nezesilovaly inflační tlaky a nevznikly finanční nerovnováhy, které by následně mohly vyvolat vážné problémy a ekonomickou recesi. Bankovní rada se navíc rozhodla z prohlášení vypustit větičku o tom, že úrokové sazby zůstanou na nižší než dlouhodobě neutrální úrovni. V komentáři Fedu nechyběly ani obavy z efektu dovozních cel a dalších bariér zahraničního obchodu na firemní sentiment a investiční aktivitu. Nejistota ohledně obchodní politiky již nyní negativně ovlivňuje kapitálové výdaje.

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



Není všechno bezpečné, co si říká dluhopis

Stále častěji se setkáváme s tím, že drobní investoři ve snaze získat ze svých peněz slušný výnos skočí na lep podvodníků

kým předkládajícím dluhopisy neznámých firm jako bezpečnou investici. Prostředí nízkých úrokových sazeb v kombinaci se stále nízkou finanční gramotností ve společnosti jim vyloženě nahrává. Jak se při investování nespálit a jaké jsou nejobvyklejší znaky nestandardních nabídek investice do podnikových dluhopisů?

Schválený prospekt ČNB není záruka

Mnoho investorů nabude falešného pocitu důvěry, když v podmínkách nalezne větu, že ČNB schválila emisi dluhopisů. Tato informace, jak sama ČNB upozorňuje na svých stránkách v desateru pro investování do podnikových dluhopisů, nám ale říká pouze to, že centrální banka ověřila, zda prospekt splňuje všechny zákonem stanovené formální náležitosti. ČNB nijak neprověřuje bonitu emitenta (pravděpodobnost, s jakou dlužník své závazky řádně a včas splatí)! Tato práce náleží nezávislým ratingovým agenturám a kreditním analytikům, kteří společně udělují rating na základě odborného posouzení informací a pečlivé analýzy rizik.

V několika dalších případech (neveřejné emise dluhopisů, u nichž je počet investorů zákonem omezen na 150, nebo veřejné emise dluhopisů do objemu 1 milionu eur) ČNB dokonce prospekt cenného papíru vůbec neschvaluje.

Bez ratingu ani ránu

Stačí se držet obecného pravidla – pokud investorovi není firma dobře známa a nemá ani rating některé z renomovaných ratingových agentur, neměl by se do takové dluhopisové investice vůbec pouštět. Na emise vysoce úročených korporátních dluhopisů (bez ratingu) se specializují profesionální investoři do rizikového kapitálu, pro které je posuzování bonity emitentů denní chléb a kteří mají v této oblasti rozsáhlé zkušenosti.

V našich fondech nejsou emise firemních dluhopisů bez ratingu od externích ratingových agentur zapovězeny, avšak musejí být posouzeny naším kreditně-analytickým

oddělením a pro udělení tzv. interního ratingu platí přísná pravidla.

Jak si udělat zběžnou analýzu emitenta

U řady dluhopisových nabídek, s nimiž se na naše bankéře klienti obracejí, musíme bohužel konstatovat, že nejde o investice, které by bylo vhodné drobnému investorovi doporučit. K odhalení nesrovnalostí často postačí důkladně prostudovat dokumenty, které jsou k nabídce přiloženy, nahlédnout do obchodního rejstříku nebo si o firmě něco „vygooglit“.

Co napoví obchodní rejstřík

Z obchodního rejstříku získáme mnoho cenných informací. Zejména to, jak dlouhou má firma historii, a zda má na stránkách úplné a relevantní informace o svém hospodaření (výroční zprávy). Z výročních zpráv se pak snažíme vyčíst především, jak se firmě daří – zda generuje zisk, nebo se naopak topí ve ztrátě (pomůže výkaz zisků a ztrát) a jak vysoký má vlastní kapitál v poměru k celkové hodnotě dluhopisové emise (najdeme v rozvaze), tedy do jaké míry bude investor vystaven podnikatelskému riziku emitenta. Pokud není uvedeno jinak, akcionář podle zákona ručí do výše nesplaceného základního kapitálu a není ručitelem emise. Jestliže je například základní kapitál emitenta 2 miliony korun a zároveň chce vydat dluhopisy za 7 miliard korun, jde o pákový poměr 1 : 3 500.

Z rozvahy také můžeme vyčíst cenné informace o tom, jakou má společnost strukturu cizích zdrojů (zda například vedle bankovních úvěrů dluhopisovou emisí diverzifikuje cizí zdroje, nebo se jen snaží získat levnější financování prodejem dluhopisů nezkušeným investorům, kteří nedokáží kvalifikovaně posoudit poměr výnosu a rizika).

Co hledat v emisních podmínkách

Kromě výše úročení, data splatnosti dluhopisu a celkové výše emise lze z podmínek získat řadu cenných informací. Některé podvodné nabídky lze snadno odhalit už jen podle množství překlepů a gramatických chyb v přiložených dokumentech (může jít o strojový překlad) nebo zjevnými nesrovnalostmi. Shoduje se název společnosti uváděný v marketingových materiálech se skutečným emitentem dluhopisů?

Často se setkáváme s tím, že emitentem je čerstvě založená firma bez historie, tzv.

„prázdná skořápka“ (na což může v prospektu odkazovat krátká noticka „Riziko účelové struktury bez podnikatelské historie“). Nic naplat, že akcionář firmy může být majetkově ovládan známou společností. Většinou neexistuje žádná záruka od zavedeného byznysu mateřské firmy směrem k nově založenému podniku. Firmy v tomto stádiu vývoje (de facto start-up) si obvykle nepůjčují, ale lákají investory na investice do vlastního kapitálu s výnosem v desítkách procent ročně.

Z materiálů by měl být také jasně patrný účel, na jaký si firma prostředky půjčuje. Jedině tak investor může posoudit očekávanou výnosnost tohoto podnikatelského záměru, a zda bude firma schopna splácet své závazky. Může se totiž snadno stát, že nakonec investor neuvidí ani kupon, ani jistinu. Čím vyšší riziko nesplacení, tím vyšší požadovaný výnos.

Další zásadní věc, po které by se investor měl pít, je budoucí likvidita nakupovaných dluhopisů. Neboli jak rychle a s jakými náklady bude v budoucnu možné dluhopis prodat. Pokud je emise dluhopisů obchodována na pražské burze, tím lépe. Nepůjde zcela o neznámou firmu, protože oficiální trh BCP je určen výhradně pro obchodování největších emisí dluhopisů a likvidita bude také větší než v případě zcela neznámé společnosti, jejíž dluhopisy jsou nabízeny omezenému okruhu investorů.

Varovným signálem může být způsob distribuce. Pokud neprobíhá přes zavedenou finanční instituci, ale „podomním prodejem“, po internetu, telefonicky nebo přes jednotlivé investiční zprostředkovatele, měl by se mít investor na pozoru. Mezi distribučními kanály by měl vždy figurovat důvěryhodný prostředník – například některá z českých bank či jiných finančních institucí podléhající dohledu ČNB.

Samostatná kapitola: Developeri

V případě dluhopisů developerů sice většinou nejde vysloveně o podvodné nabídky, nicméně si investor musí uvědomit, že jde o čistou sázku na pokračování ekonomické konjunktury. Firma může být v posledních letech velmi zisková, investor ale musí doufat, že se do splatnosti nic zásadního nestane na makroúrovni a že management je dostatečně zkušený, co se projektových rizik týče.

Michaela Toperczerová, finanční analytik, ČSOB Asset Management

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	2,3	2,0	1,5	1,6
USA	2,8	2,3	2,4	2,4

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg.

Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a měnových kurzů

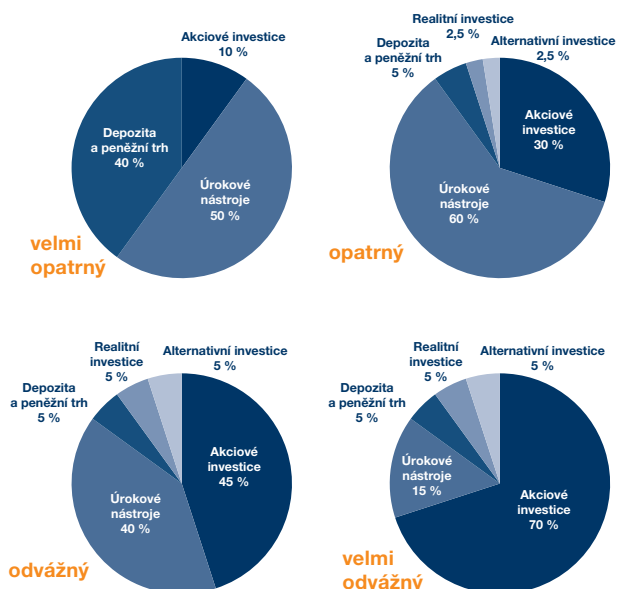
		07/2018	01/2019	07/2019
CZK	Základní sazba	1,00	1,50	1,75
	10Y sazba	2,04	2,40	2,60
	USD/CZK	21,92	21,27	20,33
	EUR/CZK	25,65	25,10	24,80
EUR	Základní sazba	0,00	0,00	0,00
	10Y sazba	0,40	1,00	1,25
USD	Základní sazba*	2,00	2,50	2,75
	10Y sazba	2,97	3,20	3,30
	EUR/USD	1,17	1,18	1,22

*) Horní hranice pásma.

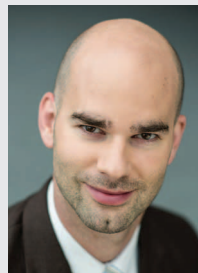
Zdroj: ČSOB, ČSOB AM, KBC AM, Bloomberg.

2. TRHY A INVESTIČNÍ STRATEGIE

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



Náš výhled na portfolia



Ve druhé půlce srpna by se měla naplno rozjet předvolební kampaň v USA. Dle mého názoru část kroků, které podniká prezident Trump, je již jako podpora republikánů před volbami myšlena. Politická témata mohou být nadále protikladem ke končící výborné výsledkové sezóně a udržovat vyšší volatilitu na akciových trzích.

Trhy jsou však již trochu unaveny neustálými pŕŕtkami na poli zahraničního obchodu, a tudíž reakce na nové zprávy již nemusí být tak výrazné jako v minulosti. V srpnu očekávám, i kvůli nižší prázdninové likviditě, spíše konsolidaci červencových zisků a vyčkávání na to, jak daleko situace okolo cel dojde.

I přesto budu držet nadváženou pozici v akciích, protože prostor pro růst trhů je v této fázi ekonomického cyklu stále ještě významný. Regionální alokace je, po snížení asijských a navýšení amerických akcií, poblíž neutrálu. Ze sektorů stále preferuji technologický a finanční. Nadvážené mám také zboží dlouhodobé spotřeby. Hlavním tématem ve fondu jsou pak akcie malých a středních podniků.

U dluhopisů neočekávám výraznou změnu směru, a proto budu i nadále držet nízkou duraci. V případě dalšího růstu výnosů u českých státních dluhopisů budu navyšovat jejich pozici, zatím na úkor hotovosti. V další části roku pak předpokládám snižování pozice v korporátních dluhopisech denominovaných v EUR spolu s tím, jak bude ECB utlumovat kvantitativní uvolňování. Stěžejními tématy pak budou podřízené dluhopisy bank a dluhopisy z rozvíjejících se zemí. Ponechávám také otevřenou pozici sázející na posílení koruny oproti euru.

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.

AKCIE

Vzrůstající hrozba eskalace obchodních válek nás v posledních měsících přiměla mírně redukovat váhu akcií v portfoliích. Na druhou stranu nadále příznivý výhled ekonomiky a korporátních zisků nás vede k ponechání akciové složky na nadvážené úrovni i přes zvýšenou kolísavost trhů v posledních měsících. Mezi hlavními regiony

v současnosti nemáme jasné preference. Za vhodný doplněk portfolia považujeme akcie z rozvíjejících se trhů Asie a střední a východní Evropy.

Déletrvající prostředí rostoucích cen akcií a extrémně nízké volatility přerušilo od začátku tohoto roku několik tržních bouří. Investory znervózňují zejména vyšší dluhopisové výnosy v USA a protekcionistická opatření Donalda Trumpa, který strší hrozbou cel na všechny strany.

Rizika protekcionismu pro světový mezinárodní obchod a potažmo ziskovost nelze zcela přehlížet, přestože se trhy již z dosavadní praxe poučily, že po úvodním řinčení zbraní přichází většinou uklidnění situace a vyjednání (do jisté míry) kompromisních podmínek. Zatím poslední šoky pro akcie byla hrozba uvalení vysokých cel na dovoz evropských aut i komponent do USA (primárně by nejvíce dopadly na hospodaření a akcie německých automobilek, ale v druhé řadě by stáli i subdodavatelé včetně Česka) a na celý čínský import do USA.

Trumpova protekcionistická prohlášení zatím dopadají zejména na neamerické akcie. Protistrany sice podnikají odvetná opatření, tudíž se negativní dopady zcela nevyhnou ani americkým akciím, vzhledem k větší uzavřenosti amerického trhu na ně mají ale relativně menší vliv než na akcie firem z ostatních částí světa.

Asymetrický dopad protekcionismu na jednotlivé regiony ale pozorujeme již delší dobu, což reflektujeme i v naší strategii redukci zaměření na eurozónu.

Korporátní výsledky

V posledních pěti výsledkových sezónách vykazují společnosti příznivý trend růstu zisků. Náš odhad celoročních zisků pro rok 2018 počítá v průměru s dvojciferným růstem zisků. Výsledková sezóna potvrdila všeobecně dobrou kondici firem a potěšila investory (s výjimkou některých ostře sledovaných technologických společností – viz dále).

V USA výsledky za druhý kvartál překonaly (již tak velmi optimisticky nastavené) odhady analytiků. V průměru jim rostly zisky o 22 % a tržby o 9 %. Kromě spotřebního zboží vykazaly všechny ostatní sektory dvojciferný růst zisků, nejlépe se dařilo těžba ropy a zemního plynu, materiálům a technologiím.

Z řady dobrých výsledků vystoupil především Facebook, jehož management naznačil horší výhled do budoucna. Společnost čelí zpomalení růstu tržeb při současném zvyšování provozních nákladů a očekávání investorů nenaplnil ani vývoj počtu aktivních uživatelů, což je pro Facebook klíčová metrika. Akcie se v prvním obchodním dnu po výsledcích propadly téměř o pětinu a firma tak přišla o skoro 120 miliard USD své tržní kapitalizace (takový objem přesahuje velikost většiny celých firem a tak vysoká ztráta během jednoho dne nemá v historii amerického akciového trhu obdoby).

V Evropě jsou tempa růstu zisků 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 ekonomická expanze.

Valuace

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

Akcie firem z eurozóny jsou s předstihovým P/E kolem 14 oproti svému dlouhodobému průměru oceněny s mírou slevou. Americké akcie jsou oceněny zhruba na svých dlouhodobých průměrech. (u S&P 500 dosahuje předstihový P/E poměr 17). Rizikem eurozóny zůstává politická nejistota (Itálie, 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 2,5 %.

Preferované regiony

Rozvíjející se trhy Asie

Významné ekonomiky regionu 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 americká centrální banka svižně pokračuje v utahování měnové politiky, věříme, že půjde o pečlivě komunikovaný proces zvyšování sazeb, který by akciové trhy rozvíjejících se zemí neměl výrazněji vykolejit. 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 všech rozvíjejících se trhů 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 zkraje roku 2016, opadl. Na druhou stranu ale zůstávají některé otázky nezodpovězeny. Z vnitřních faktorů jako enormní zadlužení, stínové bankovníctví či splaskávající realitní bublina a z vnějších Trumpova protekcionistická politika zaměřená především proti čínskému exportu. Makrodata však potvrzují, že se hrozba „tvrdého přistání“ čínské ekonomiky nenaplnuje (HDP za druhý kvartál 2018 vzrostl o 6,7 % meziročně). 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.

Akcie zemí asijských emerging markets zůstávají vzhledem k výše uvedenému velmi levné. Region vnímáme nadále pozitivně, pozici jsme však v porovnání s minulými měsíci redukovali.

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 premií proti historickým průměrům, což je dělá ještě atraktivnější. 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 měsících oslabily vlivem růstu globálních rizik, nadále věříme jejich potenciálu.

Obvyklou překážkou investování do tohoto regionu ve větší míře bývají politická rizika, často v podobě změn daňového systému nebo neustálých pokusů o zavádění reformy (především varianty penzijní reformy) a jejich následného 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. 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, tudíž hlavním faktorem, vedoucím ke krátkodobému oslabení koruny, jsou globální výprodeje na rozvíjejících se trzích. ČNB se však díky tomuto vývoji otevřela vrátka k dřívějšímu zvýšení sazeb. My stále počítáme s budoucím postupným posilováním koruny.

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.

Protiruské sankce, které v dubnu nečekaně uvalila americká administrativa na ruské oligarchy a s nimi spojené společnosti, tvrdě zasáhly akcie i rubl. Nízká transparentnost sankcí (kdo a proč byl sankcionován) vedla k výprodeji celého trhu. Ukazuje se však, že výprodeje byly v mnohých případech přehnané, ceny většiny akcií se vrátily na dřívější úroveň. Takovou situaci jsme v Rusku zažili již mnohokrát. Naše expozice na Rusko ve fondech je limitována, ve fondu ČSOB Akciový střední a východní Evropa nejsou žádné sankcionované firmy.

V Turecku proběhly předčasné parlamentní a především prezidentské volby. Erdogan dosáhl svého dlouhodobého cíle a zemi přetvořil z parlamentní demokracie na plně prezidentský systém, do jehož čela ho národ zvolil již v prvním kole. Předvolební kampaň byla horká, prohlášení ohrožující nezávislost centrální banky se negativně promítla do nestability turecké měny i burzy. Důležitým krokem do budoucna bude, zdali si centrální banka uchová svoji nezávislost. Rovněž v případě Turecka je expozice ve fondech limitována. Momentálně se ve fondu ČSOB Akciový střední a východní Evropa nachází přibližně 5 % tureckých aktiv (2 společnosti). 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).

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 2Q 2018 jsou zatím informační technologie sektorem s třetím nejvyšším růstem zisků v rámci amerického indexu S&P 500 (v průměru 43 %!). Slibný výhled sektoru je navíc spojen s rozumným oceněním – technologie se obchodují jen lehce nad úrovní 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 výhledy nás vedou k tomu, abychom vůči IT jako celku udržovali pozitivní postoj.

Finanční sektor

Banky a pojišťovny zůstávají i přes optimistické výhledy 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 nedávno ukázalo například v Evropě v souvislosti s italskou povolební situací).

Nízké úrokové sazby centrálních bank sice umožňovaly zlevnění úvěrů a hypoték, na druhé straně ale peněžní ústavy již mnohdy nemohly jít s úročením depozit níže, protože narážely na technickou hranici nuly. Vyšší náklady tak byly nuceny hradit ze svých marží, protože břemeno záporných úroků z vkladů nebylo možné přenést na klienty (přinejmenším ne na ty retailové). 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 a jeho ukončení už je na dohled. 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 prodej.

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 přebytečné hotovosti mohou dovolit potřebné investice.

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 přebytečná hotovost se nekumuluje ve společnosti ani neutrácí 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 eurozóně 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 postupně dividendové tituly 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, soustředíme se ale hlavně na Evropu.

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 sektor průmyslu, který je významným odběratelem 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. Místo 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 nárazově čelí vlnám prodejních tlaků.

Úrokové sazby zůstávají v blízkosti nuly nebo v některých případech dokonce pod nulou (–0,1 % v Japonsku, 0 % u ECB, 1 % u ČNB, 1,75–2 % 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 eurozóny a Japonsko). Výnosy německých desetiletých státních dluhopisů se nadále obchodují jen kolem 0,4 %, 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 ani na nejkratších splatnostech (na deseti letech již nesou 2 %) a v USA už letos desetiletý výnos státního dluhopisu v reakci na změnu inflačních očekávání dokázal i překročit hranici 3 %. 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 nelepší vyhlídky 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. Letos zvedala hlavní úrokovou sazbu v březnu a červnu, do konce roku jsou pak očekávány ještě další dva kroky. Fed má k utahování měnové politiky dobré důvody – trh práce se pohybuje na úrovni plné zaměstnanosti a dynamika růstu HDP zůstává velmi příznivá, což může ještě krátkodobě umocnit daňová reforma. Naopak negativní efekt může mít na ekonomický růst Trumpova politika dovozních cel omezující volný

obchod. Stejně tak může být rizikem v dlouhodobějším horizontu zvýšení deficitu vyvolané daňovou reformou.

Dlouhodobě se domníváme, že se výnosy dluhopisů celosvětově „znormální“ 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. 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 mzdově-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. Reflektuje to i její nastavení měnové politiky a závazek ponechat sazby na současné úrovni minimálně do léta příštího roku.

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 překvapila silnou růstovou dynamikou. Poslední měsíce se ale trend posilování dolaru obnovil. Důvodem je utahování měnové politiky Fedu v kontrastu s nadále „holubičí“ ECB a asymetrický dopad Trumpova protekcionismu na oba regiony (evropské země jsou exportně zaměřené, zatímco USA jsou uzavřenější trh). S postupným ústupem od uvolněné měnové politiky ECB očekáváme mírné posilování eura proti dolaru.

Vývoj měnového páru EUR/CZK

Česká koruna po několika měsících oslabování v červenci opět nabrala dech a posílila až k úrovním kolem 25,65 koruny za euro. Slabší úroveň kurzu, která byla způsobena zhoršeným sentimentem na rozvíjejících se trzích, přiměla ČNB k rychlejšímu zvýšení sazeb v porovnání s tím, co v posledních měsících avizovala. Základní sazbu na 1 % zvedla již na zasedání koncem června a objevují se hlasy, že další krok může přijít už začátkem srpna. Nadále očekáváme postupné posilování české měny až pod hranici 25 korun za euro v řádu měsíců.



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 nájemného.



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 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 tak silný 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 byla v platnosti dohoda OPEC+ o omezení těžby ropy, ke které se přidali i významní producenti mimo kartel, na konci června se ale zúčastněné strany dohodly na jejím částečném uvolnění (o 1 milion barelů denně). Zvýšení produkce má především kompenzovat výpadky dodávek ropy z Venezuely a Saúdská Arábie se navíc snaží alespoň částečně vyhovět požadavkům amerického prezidenta Trumpa na snížení cen energií a pumpuje na trh nejvíce ropy za posledních pět let (podle odhadů agentury Bloomberg v červnu 10,3 milionu barelů denně).

Vývoj cen ropy v posledních měsících naznačoval, že se trh pohybuje směrem k rovnováze – zásoby ropy klesaly a ceny energetických komodit reagovaly daleko výrazněji na výpadky v dodávkách a geopolitická rizika. Ta navíc v poslední době výrazně zesílila kvůli vyostření vztahů mezi USA a Íránem. Americké ministerstvo financí dokonce začalo koncem června vyzývat společnosti obchodující s Íránem, aby od listopadu zcela přerušily import íránské ropy.

Cena ropy Brent se ke konci července pohybovala kolem 74 USD za barel, očekáváme ale, že v následujících měsících bude spíše korigovat předchozí razantní růst. Zvýšená těžba v zemích mimo OPEC a možné výraznější uvolnění produkce v Saúdské Arábii nejspíš z velké části pokryje potřeby rostoucí světové poptávky. 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 těžařů, kteří se k dohodě nezavázali (zejména v USA). Vysoké ceny ropy umožnily obnovit těžbu americkým „břidličáři“, jejichž mezní náklady jsou vyšší než v případě arabských producentů. Americká produkce ropy se navíc v posledních týdnech poprvé v historii dostala na úroveň 11 milionů barelů za den a Spojené státy tak posílily pozici druhého největšího producenta ropy hned po Rusku (jeho těžba dosahovala v posledních týdnech 11,2 milionu barelů za den).

V současnosti na ropném trhu převažuje efekt tzv. backwardation, který při rolování kontraktů přináší dodatečný výnos (budoucí kontrakty na dodávku ropy jsou oceněny níže v porovnání se spotovým

trhem). Ani tak ale v současnosti komodity nedoporučujeme a ex-pozici na ně v portfoliích získáváme raději přes akcie těžařů.

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 nespokojí, 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 1 230 USD za unci a nereaguje nijak výrazně ani na letošní zvýšenou volatilitu na akciových trzích. 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 27. 7. 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.