

EKONOMIKA A TRHY

LEDEN 2019

Jak vidíme svět?

- Akcie se v prosinci vydaly na jih. Investoři se bojí zpomalení světové ekonomiky.
- Fed bez ohledu na rozbouřené trhy a kritiku Trumpa pokračoval ve zvyšování sazeb.
- ČNB se ke konci roku rozhodla pro pauzu v utahování měnové politiky.

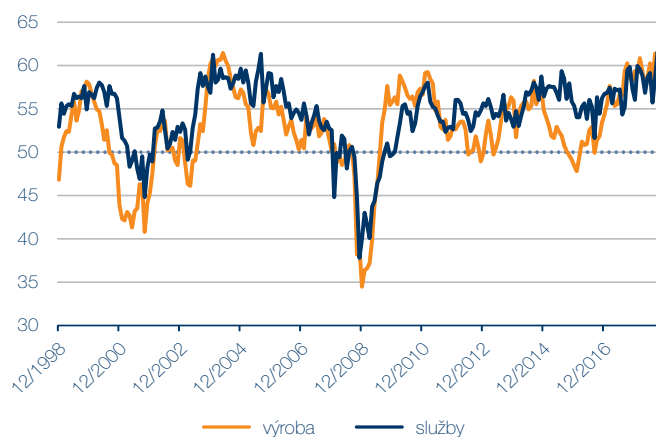
Co děláme v portfoliích?

- Akcie ponecháváme na nadvážené úrovni, důvodem je nadále příznivý výhled růstu korporátních zisků a velmi atraktivní ocenění.
- Z regionálního hlediska nadvažujeme vyspělé regiony na úkor rozvíjejících se trhů.
- Sektorově upřednostňujeme IT, těžbu ropy a zemního plynu, zdravotnictví a finance.
- Podíl investic do realit je nastaven na podváženou úroveň a nepreferujeme ani komodity.

Spojené státy americké

Americká ekonomika ve třetím kvartále sice zpomalila **růst HDP** o trochu více, než naznačovala předchozí data (+3,4 % mezikvartálně, přepočteno na roční bázi, ve 2Q dosáhla 4,2% růstu), tempo se nicméně udrželo nad 3% cílem Trumpovy administrativy. Mírně negativní revize se dočkaly spotřebitelské výdaje a export. Výraznější byl také nárůst zásob. Ve čtvrtém čtvrtletí lze očekávat další zvolnění růstové dynamiky v důsledku prohlubujícího se deficitu obchodní bilance, zpomalujících firemních investic a slabšího trhu s bydlením. Růst je pro čtvrtý kvartál odhadován na 2,9 %. Pro následující rok je pak třeba počítat s postupným odezněním jednorázových pozitivních dopadů daňové reformy.

USA: Indexy nákupních manažerů (ISM) (recese < 50; expanze > 50)



Zdroj: Bloomberg.

Americké **předstihové indikátory ISM¹**, které signalizují, kam by se ekonomika měla ubírat v následujícím období, se po poklesu z předchozího měsíce opět zvedly. Jak u výroby, tak ve službách

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

1. EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Ekonomický sentiment dále trpěl se zhoršujícími se daty z velkých světových ekonomik. Obavy ze zpomalení hospodářského růstu přikrmují nedořešený obchodní konflikt mezi USA a Čínou, chaos v Británii a návrhy na výrazně deficitní veřejné rozpočty v Itálii a Francii.

se v současnosti nacházejí v okolí 60 bodů a indikují tak pokračující silný optimismus ohledně budoucí ekonomické situace. Obavy vyvolávají jen napjatá situace na pracovním trhu a hrozba vyšších cel.

Průmyslová produkce za listopad vzrostla o 0,6 % meziměsíčně, do záporného teritoria byla ale revidována data za říjen. Výroba rostla v sektoru těžby a síťových odvětví, a naopak klesla aktivita ve strojírenství a stavebnictví. Průmysl v USA tvoří 12 % ekonomiky a v současné době se opírá hlavně o silnou domácí ekonomiku. Brzdou zůstává nedostatek kapacit (především napjatý pracovní trh), zdražení vstupů v důsledku růstu cen surovin a v případě produkce na export také relativně silný dolar a slábnoucí ekonomický růst mimo USA, na kterém se podepisují pokračující obchodní války.

V prosinci proběhlo setkání Donalda Trumpa a čínského prezidenta Si Ťin-pchinga na summitu G20. Vážnou hrozbou bylo Trumpem avizované zvýšení cel na čínské zboží v hodnotě 200 miliard USD ze současných 10 % na 25 %, které mělo vejít v platnost od Nového roku. Obě mocnosti se dohodly na 90denním obchodním příměří – do března tak mají čas vyjednat obchodní dohodu a nebudou zavádět nová cla. Během prosince Čína oznámila snížení odvetných cel na dovoz automobilů ze Spojených států na 15 % ze současných 40 %. Spojené státy na dovoz osobních vozů z Číny aktuálně uplatňují sazbu 27,5 %.

Malooobchodní tržby se navzdory obavám ze zpomalení světové ekonomiky v listopadu výrazně zvedly (meziměsíčně o 0,9 %), očekával se daleko mírnější růst. Pozitivní revize (z 0,8 % na 1,1 %) se navíc dočkala říjnová data. Při započtení volatilnějších složek, jako jsou například prodeje pohonných hmot, by byl růst malooobchodu pouze 0,2 % kvůli poklesu cen benzínu v důsledku kolapsu trhu ropy. Ve třetím kvartále se spotřeba zvedla o 3,6 % anualizovaně.

Nemovitostní trh po delší době převážně potěšil. Zahájené stavby, stavební povolení a prodeje starších domů meziměsíčně vykazaly růst. Negativně ale vyzněl index sentimentu na realitním trhu NAHB, který se propadl na více než tříleté minimum, a to navzdory mírnému poklesu úrokových sazeb hypoték.

Z **pracovního trhu** přišla smíšená data. Míra nezaměstnanosti podle očekávání setrvala na minimech za téměř půlstoletí (3,7 %), výraznější byl i růst mezd, který pokračoval rychlým tempem 3,1 % meziročně. V americké ekonomice však vzniklo jen 155 tisíc pracovních míst (přičemž se čekalo 198 tisíc).

Celková **inflace** se vyrovnala jádrové inflaci (bez cen energií a potravin) zpomalením na 2,2 % meziročně.

Americká centrální banka Fed nedala na naléhání Donalda Trumpa o pozastavení procesu normalizace měnové politiky a z plánované trajektorie růstu **úrokových sazeb** příliš neslevila. Přistoupila k očekávanému zvýšení úroků na pásmo 2,25–2,50 % a na příští rok naplánovala další dva kroky po 25 bazických bodech. K tomu všemu dále postupně snižuje svoji bilanci. Normalizace úroků měla původně pokračovat v příštím roce rychlejším tempem, Fed

však změnil odhad své cílové dlouhodobé sazby z 3 % na 2,80 % v důsledku snížení predikce ekonomického růstu a inflace. Centrální banka za celý letošní rok očekává růst HDP ve výši 3 % a v roce 2019 pouze 2,3 %.

Od 22. prosince jsou americké federální úřady částečně paralyzovány v důsledku sporů mezi Bílým domem a Demokraty ohledně financování stavby zdi na hranicích s Mexikem, které se snaží do rozpočtu prosadit Donald Trump. V týdnu mezi svátky by se mělo o této otázce hlasovat v Senátu a nalézt kompromisní řešení, aby mohl být chod amerických úřadů obnoven v plné míře.

Eurozóna

Důvěra měřená ukazateli ZEW a IFO se v Německu stejně jako v předchozích měsících zhoršila. Výrazně negativní vývoj zaznamenaly také výsledky **indexů nákupních manažerů (PMI)** eurozóny. Zhoršovala se situace ve výrobě i ve službách a kompozitní indikátor klesl na 51,3 bodu. Náladu manažerů nadále podřívá nejistota z dopadů obchodních válek a slabší ekonomická kondice emerging markets a jejich poptávka po evropském exportu. Nepomáhá ani politická nejistota plynoucí ze stále nejasné podoby brexitu (stoupá pravděpodobnost nového referenda, není však zatím známo, jak by bylo formulováno). Otazníkem také zůstává situace v Itálii a Francii. Zatímco italská vláda by měla ustoupit ze svých plánů na 2,4% deficit státního rozpočtu a spokojit se s deficitem 2 %, vrásky na čele Evropské komisi nově přiděluje Francie. Po velkých protestech „žlutých vest“ musel prezident Macron upustit od plánů na zvýšení daní na pohonné hmoty a slíbit naopak navýšení státních výdajů v jiných oblastech. Francii se kvůli tomu zvedne deficit ve vztahu k HDP v příštím roce na 3,4 % a nebude plnit maximální 3% limit Evropské unie.

Malooobchodní tržby v eurozóně se v říjnu mírně zvedly (+0,3 % meziměsíčně), a to hlavně vlivem růstu cen pohonných hmot. Září bylo ale revidováno níže ze stagnace na 0,5% pokles.

Podobný vývoj zaznamenala také **průmyslová produkce**, která v říjnu po předchozích propadech meziměsíčně rostla o 0,2 %, především díky větší produkci výrobních zařízení. Za září byla ale revidována hlouběji do záporu.

Růst HDP eurozóny byl za 3Q revidován nepatrně níže na 0,6 % (mezičtvrtletně, anualizovaně). Jde o jedno z nejpomalejších temp za poslední více než 4 roky. Na vině byl hlavně slabší export v důsledku protekcionistických politik, naopak domácí poptávka zůstala poměrně solidní.

U **registraci nových vozidel** v EU přetrvává negativní vliv nové regulace, které se automobilky nebyly schopny včas přizpůsobit. Po říjnovém poklesu o 7,3 % přišel další propad o 8 % (meziročně).

Zpomalení evropského ekonomického růstu nezvikalo ECB k přehodnocení plánů na ukončení kvantitativního uvolňování na konci tohoto roku, ovlivnit však může načasování prvního zvýšení **úrokových sazeb** v příštím roce. ECB se zatím zavázala držet sazby



na současně nízké úrovni minimálně do léta příštího roku, pokud by však měla ekonomika eurozóny sklouznout do recese nebo by eskalovaly problémy kolem fiskální politiky Itálie a Francie, mohla by trvání závazku prodloužit.

Index spotřebitelských cen v listopadu díky poklesu cen energií zvolnil tempo na 1,9 % z předchozích 2,2 %. Jádřová inflace (nezahrnující kolísavé složky jako energie a potraviny) rovněž mírně zpomalila z 1,1 % na 1,0 % meziročně.

Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)		INFLACE (průměrná roční změna, v %)	
	2018	2019	2018	2019
ČR	3,0	2,7	2,2	2,3
EMU	2,0	1,7	1,8	1,7
USA	2,9	2,5	2,5	2,6

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg.

Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a měnových kurzů

		12/2018	06/2019	12/2019
ČR	Základní sazba	1,75	2,00	2,50
	10letý výnos dluhopisu	1,91	2,60	2,90
	USD/CZK	22,66	21,45	20,84
	EUR/CZK	25,83	25,10	24,80
EMU	Základní sazba	0,00	0,00	0,25
	10letý výnos dluhopisu	0,24	0,80	1,10
USA	Základní sazba*	2,50	2,75	3,00
	10letý výnos dluhopisu	2,80	3,40	3,50
	EUR/USD	1,14	1,17	1,19

*) Horní hranice pásma.

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



Investiční strategie, disciplína a selský rozum

Konec roku obvykle vybízí k bilancování. Nejinak tomu bude i v tomto,

posledním letošním vydání Ekonomiky a trhů. Nicméně tentokrát to bude ještě trochu jiné v tom, že se jedná o poslední vydání i pro mne jako investičního стратега ČSOB AM. Proto bych bilancování pojal trochu šířeji a vrhnul se rovnou na celou desetiletku, po kterou jsem měl tu čest přenášet své investiční názory na všechny, kteří mé sloupky rádi četli.

Finanční krize byla kapitolou sama o sobě, nicméně i po krizi jsme zažili několik zajímavých období. Nejdříve krizi eura, pak trhy vykojil brexit nebo Trump. Kromě brexitu jsme na všechna tržní zakolísání reagovali dokupováním akcií. A i na brexit jsme tak reagovat měli – viděli jsme, že události tohoto typu mají jen krátkodobý vliv a ten dlouhodobý se materializuje pomalu a postupně, přičemž se globální trh na novou situaci stejně stihne adaptovat.

Mnohem větším problémem byly po celé období nízké výnosy dluhopisů a hotovosti. Nepoznaná situace zasáhla zejména opatrná portfolia na citlivém místě. Chyběl polštář tlumící kapitálové pohyby jak akcií, tak dluhopisů a ostatních druhů aktiv. Na-

víc až nulový výnos velmi poškodil výnosnost opatrnějších produktů, čímž umocnil hon za zdánlivým bezpečím rizikových dluhopisových investic, jejichž rozuzlení nás čeká v následujících letech.

- **Ukázalo se** však, že správně diverzifikovaná portfolia dokážou překlenout i velmi špatná období, zvláště v kombinaci s disciplinovaným pravidelným investováním. A jakékoli chyby v rozložení rizik se tvrdě vymstí. Přílišná láska k jakémukoli odvětví nebo oblasti, i když se třeba zdá být na první pohled oprávněná, nevede k dobrým výsledkům. A je jedno, jestli jde o přílišnou expozici na trh v malém Česku nebo na trh mnohem větší Evropy, případně extra zaměřený na ropu nebo technologie.
- **Ukázalo se**, že k úspěchu nevedou ani pokusy vyhnout se kolísavosti a vařit oběd zdarma – tedy připravit řešení, které má dodat pěkný výnos bez kolísavosti nebo skrytých rizik. V tomto kontextu se také ukázalo, že dražší nutně neznamená lepší – zvláště v nízkourokovém prostředí dokážou taková řešení nejen neuvařit oběd zdarma, ale naopak již zakoupený oběd celý sníst.
- **Ukázalo se** na druhou stranu, že ČSOB AM dokázal najít pro klienty správné řešení a vytvořit dobré a úspěšné produkty. Měl jsem velkou radost, že jsme to skvěle předvedli v soutěži Finparáda, kde nešlo jen o poměrování produktů, ale celého řešení pro klienta.

Diverzifikace a disciplína v dodržování investičního horizontu by měly být cestami k úspěchu. Možná i s nějakou rezervou – jak nás učí právě poslední období.

A co výhled na rok 2019? Očekávání na jeden rok dopředu je vždy diskutabilní záležitost – je to ještě horší, než prognózovat počasí. U počasí je alespoň jasné, že v létě nebude mrznout a bude svítit sluníčko, zatímco finanční trhy si z léta vůbec nic nedělají.

Dá se očekávat ještě určité utahování měnových politik ve vyspělém světě s adekvátním brzdícím dopadem na ceny aktiv, zejména dluhopisů, ale i třeba zlata. Naopak, ve světle posledních výprodejů, je možná očekávání kladného výnosu u akcií odvážné, ale vzhledem k vývoji firemních výsledků celkem oprávněné. Nemyslím si, že je příliš kostlivců ve firemních skříních a ti, kteří tam jsou, ještě příští rok vypadávat nebudou.

Hrozbou zůstávají čínské dluhy, italské banky a zejména celní bariéry, které mohou zmrazit světový obchod. Optimální portfolio pro rok 2019 vidím v kombinaci krátkodobých dluhopisů a akcií.

Všem současným i budoucím investorům přeji, aby se vyvarovali investičních chyb a investování jim přineslo to, co by v konečném důsledku mělo – finanční nezávislost, která znamená více svobody nejen ve finanční oblasti.

Aleš Prandstetter, hlavní investiční stratég, ČSOB Asset Management

2. TRHY A INVESTIČNÍ STRATEGIE



Náš výhled na portfolia

Americká centrální banka zvyšuje sazby, protože nevidí výraznější problémy v tamní ekonomice. Obdobně je na tom ta česká. I přes to se investoři zbavují akcií a podle některých ukazatelů již započítávají do svých výpočtů vysokou pravděpodobnost recese v příštím roce.

Já nic takového nevidím. Očekávám mírné zpomalení globální ekonomiky, ale to po celkem slušném růstu v roce 2018, podpořeném jednorázovými efekty, jako byla americká daňová reforma, není nic neobvyklého.

Americké akcie zlevnily za rok 2018 cca o 30 % (25% růst zisků a -5% výkonnost), a přesto je najednou nikdo nechce. V současném chování trhů vidím velké obavy z něčeho, co vlastně nikdo nedokáže přesně pojmenovat. Stále věřím, že fundamenty překonají strach a akcie se vrátí k růstu. A vzhledem k poklesům z posledních měsíců o to výraznějšímu. Za posledních 90 let akcie výrazněji padaly pouze ve dvou letech, kdy zároveň nebyla recese a následující roky pak vždy rostly o desítky procent. Nemyslím si, že je vhodné v současné době opouštět akciové trhy, naopak poklesy beru jako příležitost k nákupům a tento přístup zastávám i v soukromém portfoliu.

Ohodnocení akcií se dostalo pod dlouhodobé průměry. Výsledková sezóna za rok 2018 by měla ukázat, že jsou globální firmy v dobré kondici a zároveň odhalit, jak tyto společnosti vidí svou budoucnost.

Ze sektorů akciového trhu vstupují do nového roku nadvážený v technologických titulech a akciích farmaceutických společností a ropných společností.

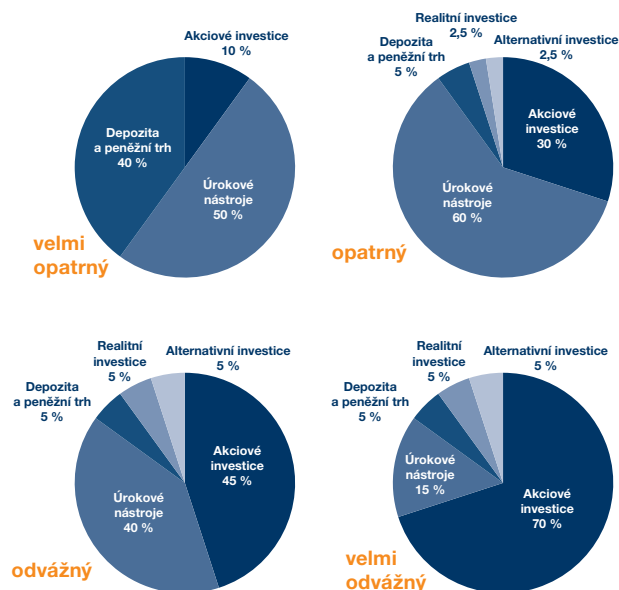
Dluhopisové investice naopak ponechám ve výrazně defenzivním módu. Ekonomické prostředí nahrává dalšímu zvyšování sazeb. Úroky nad určitou úroveň zpomalují poptávku po dluhu, a tím zvyšují rizikové přírůstky na korporátních dluhopisech. Z tohoto důvodu jsem část těchto dluhopisů uprodal a držím ve fondu velký podíl hotovosti, která již přináší, po růstu sazeb v roce 2018, zajímavý výnos. Pokud se bude dále normalizovat trh českých státních dluhopisů, budu část hotovosti směřovat do nich. Nadále ponechávám otevřenou pozici na posílení české koruny vůči evropské měně.

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



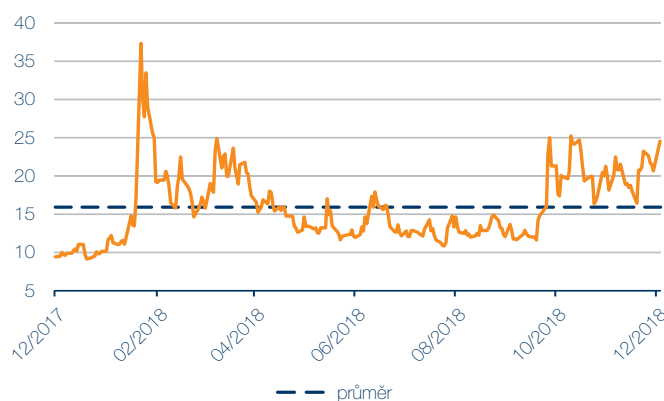
AKCIE

Výrazné zlevnění akcií v poměru k očekávaným ziskům nás v posledních měsících vedlo k nadvážení akciové složky. Hlavním důvodem celkového nadvážení akcií v portfoliích zůstává příznivý výhled růstu korporátních zisků.

Ekonomická data spolu s firemními fundamenty nám dohromady skládají obrázek, že jsou akcie v současnosti spíše levné než naopak. Alternativa v podobě dluhopisů, které by měly trpět další postupnou normalizací měnových politik centrálních bank, rozhodně nepůsobí atraktivněji. I tak ale musíme konstatovat, že máme za sebou jeden z investičně složitějších roků.

Jeho hlavní charakteristikou je zvýšená kolísavost všech typů investic, která je dána růstem úroků na určujícím trhu aktiv – v USA. Vyšší sazby představují zvýšení atraktivity konzervativních investic ve smyslu nákupu krátkodobých amerických státních dluhopisů, přičemž investoři si nejsou jisti, zda v této pozdější etapě růstového cyklu se jim investice do rizikovějších a dlouhodobějších instrumentů vyplátí.

Index volatility VIX



Zdroj: Bloomberg.

Na příští rok sice vidíme pokračování trendu ústupu investorů od rizika, ne však v akciích, ale především v dluhopisech (podrobněji v kapitole Dluhopisy). Přestože nervozita bude pokračovat, akcie by neměly upadnout do delšího medvědího trendu. Pokud se neprojeví některé z latentních rizik více, než by bylo zdravé (brexit, italské zadlužení, obchodní války, problémy Číny a zpomalení světové ekonomiky), investoři opětovně zaměří svou pozornost na růsty zisků v korporátním sektoru a na to, že čistě fundamentálně akcie předražené rozhodně nejsou. Vývoj zisků firem a vývoj úrokových sazeb (o kolik porostou a jak rychle) budou v takovém případě determinanty vývoje finančních trhů.

Korporátní výsledky

V posledních šesti výsledkových sezónách vykazují společnosti příznivý trend růstu zisků. Náš odhad letos počítá v průměru s globálním dvojciferným růstem celoročních zisků. Výsledková sezóna potvrzuje všeobecně dobrou kondici firem.

V USA výsledky za třetí kvartál překonaly (již tak velmi optimisticky nastavené) odhady analytiků. V průměru jim rostly zisky o 26 % a tržby o 8 %. Významným dílem však jednorázově přispěl efekt daňových úspor v důsledku Trumpovy reformy (odhadovaný příspěvek dosahuje zhruba 7,5 procentního bodu). Kromě spotřebního zboží vykázaly všechny ostatní sektory dvojciferný růst zisků, nejlépe se dařilo těžbařům ropy a zemního plynu.

V Evropě jsou tempa růstu zisků nižší než v USA, což je spojeno s absencí Trumpovy daňové reformy a zároveň negativním efektem protekcionismu. U evropských firem nicméně odhadujeme významnější zlepšení v příštím roce, kdy by celoroční růst zisků mohl podobně jako v USA dosáhnout kolem 10 %.

Valuace

Poměr ceny k ziskům se na mezinárodních trzích po vlně výprodejů výrazně snížil. V případě světového akciového indexu MSCI All Countries se předstihové P/E aktuálně pohybuje kolem 14.

Akcie firem z eurozóny jsou s předstihovým P/E necelých 12 oproti svému dlouhodobému průměru oceněny se slevou. Americké akcie jsou oceněny pod svým dlouhodobým průměrem (u S&P 500 dosahuje předstihový P/E poměr 14,7). Rizikem eurozóny zůstává politická nejistota (italský státní rozpočet, brexit) a vliv celní politiky USA na exportně zaměřené firmy.

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 3,2 %.

Preferované regiony

USA

Americká ekonomika těží z fiskální expanze a silného pracovního trhu. Firmy využívají silné domácí poptávky a vykazují rekordní zisky. Robustní ekonomika doprovázená inflací v okolí cíle Fedu představuje ideální kombinaci pro akciové investory (tzv. „Goldilocks“). USA mají díky uzavřenějšímu trhu relativně silnou pozici v obchodních válkách.

Americké předstihové indikátory předpovídají pokračování dobře našlápnutého růstu americké ekonomiky. Období ekonomické konjunktury může navíc dále prodloužit loni schválená daňová reforma, která hospodářství zajistila dodatečný fiskální stimul. Prosperující ekonomika se promítá do růstu kupní síly domácností a investic firem, což podporuje příznivý vývoj korporátních zisků.

Trumpova protekcionistická prohlášení doposud dopadala zejména na neamerické akcie, avšak vzhledem k tomu, že protistrany podnikají odvetná opatření, negativní dopady se zcela nevyhnou ani americkým akciím. Díky větší uzavřenosti amerického trhu na ně mají ale relativně menší vliv než na akcie firem z ostatních částí světa.

Hlavní nevýhoda amerických akcií v podobě výrazně vyššího ocenění v porovnání s ostatními regiony, na kterou jsme delší dobu poukazovali, se americkému trhu stala osudnou během podzimních výprodejů. Zatímco v září americké indexy lámaly historické rekordy, v následujících měsících zažily především nejvýše oceněné akcie prudkou korekci.

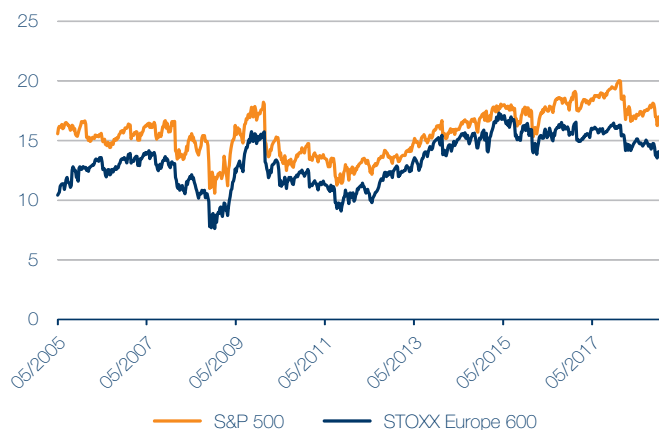
Je třeba mít také na paměti, že USA mají nejrozvinutější akciový trh světa s historií atraktivních výnosů a zastoupením růstových titulů. Navíc americký dolar je mezi měnami považován za „bezpečný přístav“.

Eurozóna

S eurozónou je sice spojena řada rizik, tomu ale odpovídá velmi atraktivní ocenění akcií v porovnání s ostatními rozvinutými trhy. Politická rizika regionu v porovnání s obdobím eurokrize výrazně klesla, exportně zaměřeným firmám svědčí relativně slabé euro vůči americkému dolaru, což by se mohlo projevit již v následující výsledkové sezóně.

Hlavním důvodem našeho nadřazení akcií z eurozóny je jejich současné extrémně nízké ocenění. Akcie firem z eurozóny se s předstihovým P/E kolem 11,6 oproti svému dlouhodobému průměru obchodují s výraznou slevou a rozdíl v ocenění evropských a amerických akcií dosahuje v posledních měsících dokonce rekordní úrovně. Specifické problémy eurozóny tento rozdíl sice částečně opodstatňují, extrémně negativní sentiment vůči regionu ale aktuálně považujeme za přehnaný.

Porovnání valuací (předstihové P/E)



Zdroj: Bloomberg.

Hospodářský růst regionu nadále podporuje měnová politika ECB, která na rozdíl od amerického Fedu pokračuje ve stimulaci ekonomiky udržováním úrokových sazeb kolem nuly. K ústupu od extrémně uvolněné měnové politiky sice dojde ke konci prosince 2018 (bude zcela ukončen program nákupů dluhopisů), v případě normalizace úrokových sazeb ale půjde o velmi postupný proces a příznivé podmínky pro levné financování tak ještě určitou dobu přetrvají.

V rámci evropských témat sázíme na Německo, a to zejména díky extrémně stlačeným valuacím (německý akciový index DAX již zlevnil oproti posledním maximům o více než 20 %!). Německé podniky si zachovávají velkou konkurenceschopnost díky vysoké přidané

hodnotě produkce. Rizikem německé ekonomiky je velká koncentrace automobilového průmyslu a vysoká míra otevřenosti trhu, která v současnosti představuje nevýhodu kvůli silně protekcionistické politice USA.

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 v důsledku nedávné korekce výrazně 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 3Q 2018 vykázaly informační technologie v průměru 24% růst zisků. Slibný výhled sektoru je navíc spojen s atraktivním oceněním – technologie se obchodují jen lehce nad úrovní ocenění širšího trhu, přitom investoři byli u IT v minulosti ochotni platit výraznou prémii. Rizikem pro sektor je zvyšování tlaku na dohled nad obsahem, který jen umocňují kauzy Facebooku (například se zneužitím uživatelských dat), a budoucí zdanění internetových tržeb v Británii a Evropské unii. Velké technologické firmy v současnosti čelí obvinění, že v rámci EU přesměrovávají své zisky do zemí s nižší daňovou zátěží.

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 nedávno ukázalo například v Evropě v souvislosti s Itálií nebo Tureckem).

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 zatím rozhodla o ukončení svého stimulačního programu ke konci prosince. Kromě vidiny vyšších úroků napomáhá výhledu na zlepšení hospodaření bank a pojišťoven omezování regulace v USA.

„Nové“

Zdravotní péče

Zdravotnictví je dlouhodobé téma související s převládajícím demografickým trendem dnešní doby – stárnutím populace. Výdaje na péči o zdraví v důsledku toho nepoměrně rostou. Stárnoucí obyvatelstvo zajišťuje stabilní

poptávku po produktech farmaceutických firem a příliv příjmů z nových zdravotnických technologií.

Zdravotní péče je defenzivní růstový sektor, který je v letošním roce druhým nejúspěšnějším sektorem v rámci indexu MSCI World. V posledních letech býval částečně nadhodnocený, protože využíval velkého objemu investic do nových produktů a zažíval vlnu akvizic.

Velcí výrobci léčiv zefektivnili svůj výzkum a vývoj a poptávají produkci biotechnologických firem (zejména tu, která je méně vystavena konkurenci generických léčiv). Výsledným dopadem úspěšného testování léku je rozšíření nabídky nových produktů.

Zdravotnické akcie jsou i přes slušnou výkonnost akcií v tomto roce v porovnání s historickým průměrem férově oceněny. Přitom mají investorům co nabídnout. Hospodaření firem ze sektoru zůstává obzvláště v USA v dobré kondici. Ve výsledkové sezóně za 3Q 2018 vykázaly 15% růst zisků a 8% růst tržeb.

Defenzivní investoři se akciím zdravotnických společností při minulých korekcích vyhýbali kvůli nízkým dividendám. Díky dobré finanční situaci a stabilním příjmům jde ale o sektor, který dokáže udržet slušnou výkonnost i na klesajících trzích, a je proto vhodným stavebním kamenem portfolia v současné době zvýšené tržní nejistoty.

„Nové“

Těžba ropy a zemního plynu

Tento cyklický sektor, jehož výkonnost je úzce navázána na vývoj trhu s energetickými komoditami, v posledních výsledkových sezónách akcionáře pozitivně překvapoval. Dobře fungující ekonomika (především v USA) s sebou přináší růst poptávky po energiích. Sázíme na stabilní společnosti se silným cash flow a atraktivní dividendovou politikou (více ve sloupku Jaroslava Vybírala v minulém vydání Ekonomiky a trhů).

Po letech přebytku nabídky a rekordních zásob přicházely v posledních měsících signály, že se trh s ropou navrací do rovnováhy. Opětovný růst ceny ropy Brent až k úrovním kolem 80 USD za barel toho byl důkazem. Prudký propad z posledních týdnů byl tažen zejména zhoršeným sentimentem na trzích, ke stabilizaci trhu s ropou však přispívají koordinované akce kartelu OPEC a dalších těžbařských velmocí.

Velké integrované ropné společnosti byly nuceny v období extrémně nízkých cen komodit zefektivnit výrobu a soustředit se na programy úspor. Dá se říci, že se trh ve značné míře vyčistil a přežili jen ti nejsilnější a nejefektivnější. Nyní z optimalizace nákladů těží a mnozí z nich si mohou dovolit štedřejší akcionářskou politiku, jako jsou výplaty dividend nebo zpětné odkupy vlastních akcií. Zdravější hospodaření se již projevilo v uplynulých dvou výsledkových sezónách, kde byl sektor těžby ropy a zemního plynu velmi výkonný. I přes limitovaný potenciál růstu cen ropy ve střednědobém horizontu (výraznějšímu zdražení ropy zabraňuje stoupající těžební potenciál amerických břidlicových hráčů) jsme na tento sektor díky úspěšnému ozdravení bilanci firem a stlačeným valuacím v době tlaku na komoditní trh pozitivní.

Dlouhodobá témata

Akcie s vysokými dividendami

Akcie firem s atraktivní dividendou poskytují stabilnější výnos oproti ostatním a jsou také méně cyklické. Díky sektorové diverzifikaci dokážou 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.

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 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 téměř 4 %. 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 dlouhodobou 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.

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 v této oblasti 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.

Krátkodobým rizikem pro sektory průmyslu a síťových služeb, které jsou v tématu významně zastoupeny, je růst úrokových sazeb. Ten podnikům s větším zadlužením zvyšuje výpůjční náklady a snižuje rentabilitu investičních projektů. Navíc i přes velké plány zatím nedošlo na slibované zvýšení výdajů na rozvoj a obnovu infrastruktury v USA, jak ve svém volebním programu avizoval Donald Trump.

I přes tato rizika a krátkodobou volatilitu nám však téma dává pro dlouhodobou investici smysl.

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 (dluhopisy zemí s vyššími úrokovými sazbami), většinou ale jen pro investory, kteří se nebojí podstoupit větší rizika. 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 i přes akce některých centrálních bank stále relativně nízké a v některých případech se nacházejí ještě dokonce pod nulou (−0,1 % v Japonsku, 0 % u ECB, 1,75 % u ČNB, 2,25–2,50 % v USA a 0,75 % ve Velké Británii). 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 0,2 %, 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 již výrazně zvedly (na deseti letech již nesou kolem 2 %) a v USA už letos desetiletý výnos státního dluhopisu několikrát překročil i hranici 3 %. Tato úroveň funguje do jisté míry jako psychologická hranice, protože výnos 10letého amerického státního dluhopisu je chápán jako ukazatel bezrizikové míry výnosnosti², podle níž je poměřován potenciál různých tříd aktiv.

² Růst bezrizikové míry může vést ke snížení atraktivity akciových investic (především dividendových titulů), pokud se u nich výrazněji nezlepší vyhlídky na budoucí růst výnosnosti, které by vyvážily 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 zvedla hlavní úrokovou sazbu čtyřikrát, v roce 2019 slibuje dvě zvýšení. Fed má k utahování měnové politiky rozumné důvody – trh práce se pohybuje na úrovni plné zaměstnanosti a dynamika růstu HDP zůstává velmi příznivá, což může ještě krátkodobě umocňovat 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 výpadky daňových příjmů.

Dlouhodobě se domníváme, že se výnosy dluhopisů celosvětově „znormální“ na vyšších úrovních. Cesta však může být vlivem nižší inflace a politických rizik zejména v eurozóně pomalejší a kostrbatější, než se původně očekávalo. Inflace v eurozóně se už řadu let nedokázala dostat stabilně k cíli ECB, a to ani v době, kdy se ekonomika vyvíjela 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 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). „Bezpečnější“ dluhové cenné papíry mimo eurozónu se s růstem úrokových sazeb stávají zajímavějšími, což bude způsobovat odliv z těch méně kvalitních. Diverzifikace směrem k 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.

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.

Měny

Vývoj měnového páru EUR/USD

Dolar od ukončení kvantitativního uvolňování v USA zhodnotoval, rok 2017 ale znamenal pro americkou měnu výrazné oslabení. Eurozóna loni pozitivně překvapila, když její ekonomika v posledním kvartále 2017 rostla dokonce rychleji než ekonomika americká. Letošní rok je ale zpět ve znamení rychlejšího růstu americké ekonomiky proti eurozóně, a tím pádem i silnějšího dolaru.

Dalšími důvody letošního zhodnocení americké měny jsou utahování měnové politiky Fedu v kontrastu s nadále „holubičí“ ECB, asymetrický dopad Trumpova protekcionismu na oba regiony (evropské země jsou exportně zaměřené, zatímco USA jsou uzavřenější trh) a status bezpečného přístavu, díky němuž dolar těží z nárůstu rizikové averze investorů. Vzhledem k vysokému ratingu Spojených států a likvidnímu trhu s dluhopisy získávají v nejistých dobách tyto „bezpečné“ investice na atraktivitě.

Přestože výnosy amerických desetiletých dluhopisů (kolem 3 %) působí ve srovnání s nízkými úroky v eurozóně a Japonsku lákavě, měli by si být investoři vždy vědomi vysoké kolísavosti a občas nevysvětlitelných výkyvů měnových kurzů. S postupným ústupem od uvolněné měnové politiky ECB očekáváme mírné posilování eura proti dolaru.

Vývoj měnového páru EUR/CZK

Hlavní příčinou oslabení koruny v posledních měsících (ke konci listopadu až přes 26 korun za euro, v prosinci však dokázala posílit i pod hranici 25,80 koruny za euro) byly výprodeje na trzích rizikových aktiv. ČNB se však díky tomuto vývoji otevřela vrátka k rychlému zvyšování sazeb v porovnání s tím, co avizovala začátkem roku. V listopadu zvedla podle očekávání základní sazbu již počtvrté v řadě (na 1,75 %). V prosinci se rozhodla pro pauzu, další krok však očekáváme v únoru, kdy bude mít bankovní rada v ruce novou makroekonomickou prognózu. I nadále věříme v postupné posilování české měny až pod hranici 25 korun za euro v řádu měsíců. Záležet však bude především na tom, kdy zcela opadne nervozita investorů a ustane tlak na riziková aktiva.



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 a v říjnu jsme jej však výrazně snížili a nyní je držíme na podvážené úrovni. 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 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 ke krátkodobému investování.

Currency Lacerta³

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.

³⁾ V rámci programu Premium nelze koupit fond napřímo, je však součástí portfolií strategických fondů.

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 rolování* 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. Na pravidelném setkání členů OPEC a Ruska ve Vídni počátkem prosince byly limity v reakci na jeden z nejprudších propadů cen ropy od dob finanční krize opět upraveny. Zúčastnění se dohodli na snížení produkce o 1,2 milionu barelů denně v prvních 6 měsících roku 2019. Z dohody jsou vyřaty Írán, Venezuela a Libye. Naopak Nigérie se ke kvótám tentokrát připojí.

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 výrazně zesílila kvůli vyostření vztahů mezi USA a Íránem. Americké ministerstvo financí začalo koncem června vyzývat vlády a firmy obchodující s Íránem, aby zcela přerušily import íránské ropy, samotné sankce pak byly spuštěny v listopadu, ale nakonec zdaleka nebyly tak tvrdé, jak Trump zprvu vyhrožoval.

Listopad však přinesl naprostou změnu sentimentu. Strach ze zpomalení světové ekonomiky (postihující stranu poptávky) přikrmovaný horšími ekonomickými daty z Číny – největšího importéra ropy na světě, určité uvolnění napětí mezi USA a Saúdskou Arábií (zvyšující nabídku) a opětovný nárůst zásob (důkaz převisu nabídky nad poptávkou) poslaly trh s ropou do medvědího trendu. Ještě koncem října se cena ropy Brent pohybovala nad 76 USD za barel, tedy na dostřel 4letých maxim, aby jen o necelé dva měsíce později spadla pod psychologickou hranici 55 USD za barel.

V následujících měsících očekáváme kolísání ceny ropy v okolí současných úrovní. Drahá ropa již delší dobu negativně dopadala na poptávku (zejména emerging markets dovozy drahé ropy omezovaly). Vyšší ceny ropy také umožnily obnovit těžbu americkým „břidličáři“, jejichž mezní náklady jsou vyšší než v případě arabských producentů. Díky břidlicové revoluci se USA staly po více než 40 letech opět největším producentem surové ropy a v tomto roce budou samy s to uspokojit celý přírůstek globální poptávky po ropě (přibližně 1,5 milionu barelů denně).

V současnosti se na ropném trhu opět objevil efekt tzv. contanga, který při rolování kontraktů přináší dodatečný náklad (budoucí kontrakty na dodávku ropy jsou oceněny výše v porovnání se spotovým trhem). V současnosti komodity nedoporučujeme a expozici na ně v portfoliích 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 nespoteřovává, 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 1 260 USD za unci a nereaguje příliš výrazně ani na letošní výkyvy na akciových trzích. Zlatu 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 21. 12. 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 investičního poradce nebo osobního bankéře, který vám poskytne více informací o produktech a doporučí, jestli se konkrétní produkt hodí k vašemu rizikovému profilu a do vašeho portfolia. Investiční nástroje uvedené výše nezaručují návratnost vložené investice. Hodnota investice může v čase kolísat, v závislosti na typu investice i výraznějším způsobem.

⁴⁾ 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.