

# EKONOMIKA A TRHY

ÚNOR 2019

## Jak vidíme svět?

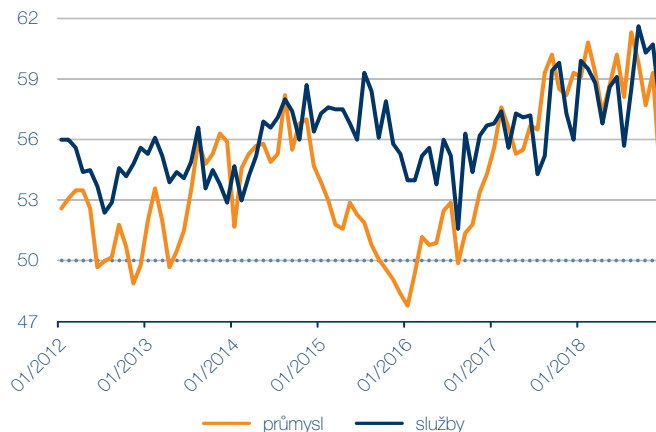
- Americké akcie zažily nejhorší prosinec od Velké deprese v třicátých letech. Leden ale již velkou část ztrát na akciových portfoliích vykompenzoval.
- Fed zmínil rétoriku. Měnová politika bude flexibilnější v závislosti na příchozích makrodatech.
- ČNB v únoru může opět zvednout úrokové sazby.

## 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 těžbu ropy a zemního plynu, finance a nový sektor komunikační služby.
- Podíl investic do realit je nastaven na podváženou úroveň a nepreferujeme ani komodity.

zdi na hranici s Mexikem většinu ledna pokračovala historicky nejdelší odstávka vládních úřadů (trvala 35 dní a bez platu bylo kolem 800 tisíc státních zaměstnanců). Ke konci ledna se však obě komory amerického Kongresu dohodly na obnovení financování pro úřady. Háček je v tom, že pouze na následující tři týdny (do 15. února). Znovuotevření úřadů umožní vyplacení mezd státním zaměstnancům a mimo jiné vyřešení nejpálčivějších problémů, ke kterým patří například nedostatek personálu na letištích. Neznamená to však, že jsou politické šarvátky u konce. Sněmovna reprezentantů zatím odmítla kývnout Trumpovi na sumu 5,7 miliardy dolarů, kterou z rozpočtu požaduje na stavbu zdi na hranicích s Mexikem (nutno podotknout, že tuto zeď podle Trumpovy předvolební kampaně měli původně platit Mexičané, a ne americká federace). Ekonomický růst USA tímto politickým cvičením zatím nebyl výrazně ohrožen, nevyšly však některé důležité makroekonomické statistiky (vládní agentury, které mají v popisu práce zpracování ekonomických dat, nefungovaly). Pokud by se naplnily výhrůžky amerického prezidenta a uzavření amerických úřadů trvalo v řádu měsíců, mohlo by mít znatelný dopad na ekonomiku a vést až k odmazání celého ekonomického růstu za první čtvrtletí.

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



Zdroj: Bloomberg.

## 1. EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

**Investoři v prosinci panikařili ze zhoršujícího se ekonomického klimatu v kontrastu s naplánovaným rychlým utahováním měnové politiky americké centrální banky. Změna rétoriky Fedu ale obavy uvolnila. Z ekonomik přicházela smíšená data, Německo by podle odhadů mělo těsně uniknout recesi.**

### Spojené státy americké

V USA kvůli trvajícím politickým neshodám ohledně financování

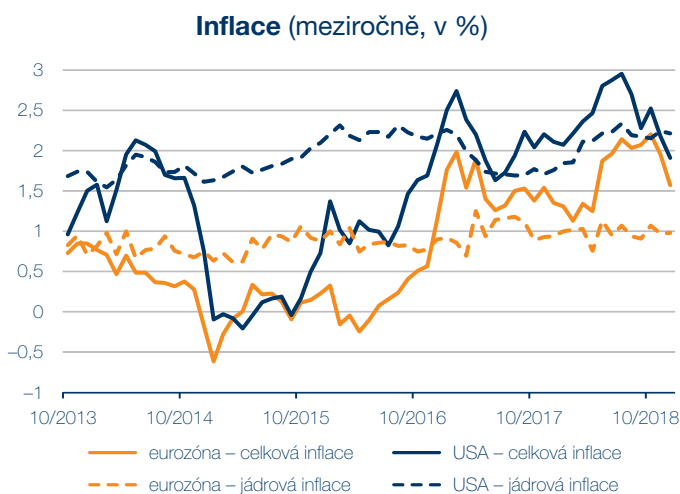
Americké **předstihové indikátory ISM<sup>1</sup>**, které signalizují, kam by se ekonomika měla ubírat v následujícím období, vykazaly tentokrát pokles. Nečekaně silně se index propadl ve výrobě, klesl ale také ve službách, kde se ještě v předcházejícím měsíci pohyboval nad 60 body. K dosavadním obavám kolem napjatého trhu práce a dopadu celních válek přibýlo nové riziko déletrvajících uzavření amerických vládních úřadů a s ním spojená politická nejistota.

**Průmyslová výroba** za prosinec vzrostla o 1,1 %, nejrychleji za posledních 10 měsíců. Největší příspěvek zajistil růst produkce motorových vozidel. Dobrá čísla tak zahrnala bezprostřední obavy z prudkého zpomalení výroby, které v prosinci obcházely trhy. Nahoru byla revidována také data za listopad ze stagnace na 0,1 % růst.

**Maloobchodní tržby** a některé statistiky z **nemovitostního trhu** kvůli uzavření vládních úřadů zatím nevyšly. Z trhu bydlení tak máme pouze údaj o prodeji starších domů, které v prosinci poklesly na minimum za poslední tři roky (-6,4 % meziročně). Na vině jsou hlavně vyšší úroky z hypoték a nedostatečná nabídka nemovitostí. Dobré zprávy však přinesl mírný pokles úroků z hypoték v druhé polovině prosince, zpomalení růstu cen domů a zlepšení indikátoru sentimentu na realitním trhu NAHB, který se před měsícem pohyboval na více než třiletém minimu.

Report z **trhu práce** za prosinec přinesl skvělá čísla – 312 tisíc nových pracovních míst překonalo všechny dostupné odhady (naposledy bylo vytvořeno přes 300 tisíc pracovních míst loni v únoru) a potěšil také rychlejší růst mezd (3,2 % meziročně). Míra nezaměstnanosti se mírně zvedla na 3,9 %.

Celková **inflace** na rozdíl od jádrové inflace (bez cen energií a potravin) zpomalila na 1,9 % meziročně. Důvodem byl prudký pokles cen komodit.



Zdroj: Bloomberg.

Zatímco americká centrální banka Fed ještě na prosincovém zasedání působila neústupně, a navzdory tržním výprodejům a obavám ze zpomalení ekonomiky neměla slevit ze své naplánované cesty vícečetného zvyšování **úrokových sazeb** v roce 2019, její vystupování se na lednovém zasedání výrazně změnilo. Šéf Fedu oznámil, že americká centrální banka bude v roce 2019 se svými měnově-politickými rozhodnutími trpělivá a flexibilní v závislosti na příchozích makrodatech. To se navíc může týkat nejen úrokových sazeb, ale i plánů na postupné vyfukování bilance (aktuálně Fed prodává dluhopisy v objemu 50 miliard dolarů měsíčně). V důsledku této mírné změny kurzu čekáme pro rok 2019 již pouze jedno zvýšení sazeb Fedu o 25 bazických bodů (trh v současnosti nepočítá ani s jedním).

## Eurozóna

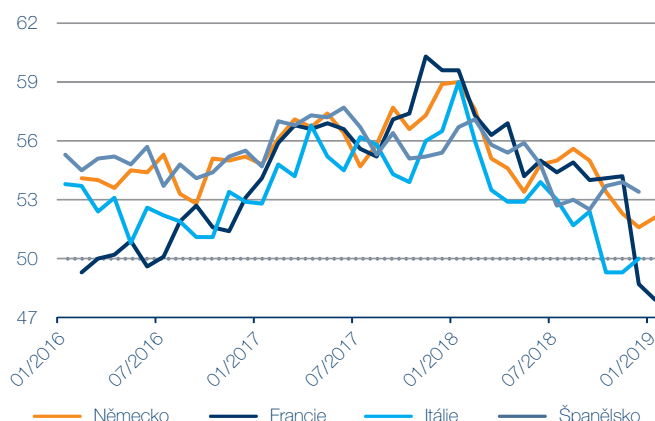
Pouze 0,2% mezikvartální růst **HDP** za 4Q 2018 (1,2 % meziročně) potvrdil odhady, že eurozóna rostla v závěru roku nejpomalejším tempem za poslední 4 roky. Italská ekonomika se propadla do recese, daň si vybraly především politická nejistota, spory ohledně fiskální politiky s EU a z toho plynoucí zvýšené výpůjční náklady. Německá ekonomika by měla vykazat slabý růst a těsně tak uniknout technické definici recese (dvě po sobě jdoucí čtvrtletí poklesů HDP).

Ekonomické zpomalení v eurozóně má řadu důvodů. Německá automobilová produkce pokulhává kvůli neschopnosti automobilek rychle se přizpůsobit novým emisním standardům. V Itálii zvyšuje nedůvěru investorů populistická vláda, která se snaží probrat zadluženou ekonomiku opět vyššími státními výdaji. Francii zbrzdily masivní protesty žlutých vest. Exportně zaměřená ekonomika EU také nemůže přehlížet zhoršující se ekonomické klima v zahraničí. Těžkou vahou oslabující zahraniční poptávku je zpomalující růst čínské ekonomiky, na kterou dopadají obchodní války s USA.

Příliš nepotěšily ani **indexy nákupních manažerů (PMI)** eurozóny. Zhoršovala se situace ve výrobě i ve službách a kompozitní indikátor klesl na 50,7 bodu. PMI v některých zemích (Itálie, Francie a Německo ve výrobě), sklouzly pod 50bodovou hranici, což naznačuje očekávání recese.

Náladu manažerů nadále podřívá strach z příchodu recese světové ekonomiky. Nepomáhá ani politická nejistota plynoucí ze stále nejasné podoby brexitu (stoupá pravděpodobnost nového referenda, není však zatím známo, jak by bylo formulováno) a přetrvávají fiskální problémy Itálie a Francie. Italská vláda sice mírně ustoupila ze svých štedrých rozpočtových plánů, po velkých protestech „žlutých vest“ ale s porušením evropských kritérií počítá nově i Francie. Fiskální pakt z roku 2012 předepisuje, aby deficit státních rozpočtů zemí nepřesáhl 3 % HDP, zároveň však požaduje udržovat strukturální rozpočtový schodek (očištěný o ekonomický cyklus) do 1 % HDP u zemí s vládním zadlužením „výrazně“ pod 60 % a pouze 0,5 % HDP u zemí, kde je 60% dluhový limit překročen. Pokud vlády pravidla nerespektují, mohou očekávat „napomenutí“ od Evropské komise, následované hrozbou sankcí v případě „neuposlechnutí“. Itálie v současnosti hospodaří se zhruba 130% dluhem ve vztahu HDP, přičemž se snažila prosadit 2,4% deficit státního rozpočtu.

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



Zdroj: Bloomberg.

<sup>1)</sup> Údaje nad 50 body značí očekávání expanze, údaje pod 50 body naopak očekávání recese.



### Kdy jindy investovat, než teď?

Po problematickém roce 2018, v němž nakonec byla ve zpětném pohledu relativně nejlepší volbou z hlediska výkonnosti hotovost, je pro řadu investorů obtížné odhodlat se k větším investicím. Díky výraznému zlevnění akcií může být ale právě teď ta nejlepší doba pro vstup do akciových pozic nebo založení pravidelné investice.



### Každý den není posvícení

Nabízí se paralela například se zasazením stromku. Mladý strom časem zesílí, vyraší první listy, které sice s podzimem opadne, ale s postupem času se opět zazelelá. O několik let později se dočkáme pěkného vzrostlého stromu. Podobné je to i s investicemi. Ne vždy se nám podaří inkasovat výnos v rámci jednoho roku, vzpomeňme na loňské ztráty na téměř všech aktivech.

Investoři by rádi vychytali pro svou jednorázovou investici ideální okamžik pro nákup. Ten nejlepší moment je ale téměř nemožné předpovědět, a když se to občas podaří, jde spíše o šťastnou náhodou než o perfektní úsudek. Ve většině případů to se snahou časovat trhy v reálu bohužel dopadá opačně – v době, kdy jsou trhy na dně, jsou investoři vyděšení a otálejí s nákupy v očekávání dalšího zlevnění cen.

Je to trochu paradox: říká se, že Češi milují slevy, akciový trh je ale jediné místo, kde výrazné slevy vyženou zákazníky z obchodů. A funguje to analogicky i se spekulativními bublinami a nákupními horečkami. Mimochodem vzpomínáte ještě na předloňskou mánii kolem bitcoinu a emotivní nákupy těch, kteří na základě

velmi krátké historické výkonnosti očekávali další raketový nárůst ceny?

Vhodným řešením, jak aspoň částečně vyzrát na emoce, jsou pravidelné investice. U nich se investor nemusí s propadů tržů vůbec stresovat, ba naopak – pořizovací cena se mu v dobách tržních poklesů průměruje směrem dolů a investor tak využívá atraktivních nákupních příležitostí, které jsou nestejně rozprostřeny v čase a které stěží zachytí s cílenými jednorázovými nákupy.

Ti, kteří si v silných akciových výprodejích na konci roku dokoupili levněji, ať už jednorázově nebo v rámci pravidelka, nyní sčítají zisky. Ti, kteří v panice prodali, možná svých činů už trochu litují (v čase psaní těchto řádek je na trzích opět mnohem veselejší nálada).

### Co můžeme letos čekat?

I když ekonomické ukazatele ukazují na zpomalování ekonomiky (zpomalování růstu, ne poklesu hospodářství), firemní výhledy zůstávají střízlivě optimistické. Společnosti v Evropě i Americe slibují zhruba 8% růst zisků. V kombinaci s faktem, že ocenění trhů se opět dostalo pod své dlouhodobé průměry, se akciová investice jeví příznivě a nabízí vhodný způsob, jak zachovat kupní sílu peněz v inflačním prostředí.

S trhy by mohla zamávat pokračující Trumpova tvrdohlavost a obnovení částečného uzavření amerických vládních úřadů. Pokud by trvalo delší období, mohlo by se negativně promítnout do spotřebitelské poptávky. Zprávy ohledně vyjednávání mezi Čínou a Amerikou budou přitahovat pozornost a způsobovat volatilitu a na výsledek si zřejmě ještě počkáme. Naopak kroky italské vlády načas vypadly ze záře reflektorů. Brexit se možná odsune, my investice do Velké Británie raději omezujeme.

Očekáváme utahování měnové politiky z rukou Fedu (navzdory tržnímu očekávání) a snad se konečně dočkáme i podobného kroku z dílny Evropské centrální banky. Právě ECB by po letech nekonvenčních měnových opatření potřebovala

svou politiku normalizovat, aby měla pro případ příští recese dostatek munice. Utrvování měnové politiky bude mít mírně brzdící dopad na dluhopisy (vyšší výnosy znamenají pokles hodnoty dluhopisů), nové dluhopisové emise ale budou nabízet čím dál atraktivnější výnos s přihlédnutím ke kreditnímu riziku. To nejhorší máme již za sebou na dluhopisech amerických i českých, a právě lokální české dluhopisy se opět stávají přijatelnou investiční variantou. ČNB nás zřejmě nepřekvapí dalším zvýšením sazeb v únoru, další kroky bankovní rady jsou však zahaleny v oparu nejistoty a vnějších vlivů.

Optimální smíšené portfolio pro rok 2019 bychom namíchlali z krátko- až střednědobých dluhopisů (především v korunách a dolarech) a akcií ze západní Evropy (raději bez Británie) a Ameriky. Přestože dluhopisy do smíšeného portfolia patří zejména díky schopnosti vyrovnávat volatilitu akciových trhů, nelze tuto obecnou poučku aplikovat na každou emisi.

Mnozí investoři se v poslední době nechávají zlákat relativně vysokými kupóny rizikovějších korporátních dluhopisů nebo dluhových papírů exotických zemí, přičemž si možná plně neuvědomují rizika takovýchto investic. Rizikovější dluhopisy svou výkonností korelují s výkyvy sentimentu na akciových trzích a neplní tak funkci „bezpečného přístavu“ jako státní dluhopisy vyspělých zemí nebo korporátní dluhopisy bonitních emitentů s vysokým ratingem. V rámci dluhopisového trhu je tak důležité rozlišovat mezi domnělým a skutečným bezpečím. Zvýšená míra obezřetnosti je na místě u investičních produktů, které nejsou oceňovány tržně, ale na základě expertních odhadů. Jejich cena delší dobu nemusí odrážet zhoršující se kreditní kvalitu podkladových instrumentů a pravda se může ukázat až ve chvíli, kdy se emitenti nakoupených dluhopisů dostanou do platební neschopnosti.

Jaroslav Vybíral, hlavní investiční stratég, ČSOB Asset Management

Michaela Toperczerová, finanční analytik, ČSOB Asset Management

**Maloobchodní tržby** v eurozóně se v listopadu výrazně zvedly (+1,1 % meziročně) a podstatně výše byla revidována také data za říjen (z 1,7 % na 2,3 %).

Opačný obrázek přinesla **průmyslová produkce**, která se v listopadu po předchozím růstu propadla meziročně o 3,3 %.

U **registrací nových vozidel** v EU přetrvává negativní vliv nové regulace, které se automobily zatím nebyly schopny přizpůsobit.

Po říjnových a listopadových poklesech přišel v prosinci další propad o 8,4 % (meziročně). Může se již také projevit nasyčení poptávky po letech růstu prodejů aut, v současnosti ale z čísel nelze zcela očistit dočasně vlivy spojené se změnou emisních pravidel.

Zpomalení evropského ekonomického růstu může zviklat ECB při načasování prvního zvýšení **úrokových sazeb** v letošním roce. ECB se zatím zavázala držet sazby na současné nízké úrovni minimálně do léta tohoto roku, pokud však ekonomika eurozóny

sklouzne do recese, mohla by trvání závazku prodloužit. Mario Draghi se nakonec může stát prvním guvernérem Evropské centrální banky, který za trvání svého mandátu ani jednou nezvedl sazby (v čele ECB bude do konce října 2019).

**Index spotřebitelských cen** v prosinci vzhledem k dalšímu poklesu cen energií zvolnil tempo na 1,6 % z předchozích 1,9 %. Jádrová inflace (nezahnující kolísavé složky jako energie a potraviny) rovněž stagnovala na 1,0 % meziročně.

### Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)		INFLACE (průměrná roční změna, v %)	
	2018	2019	2018	2019
<b>ČR</b>	3,0	2,7	2,2	2,3
<b>EMU</b>	1,8	1,5	1,8	1,6
<b>USA</b>	2,9	2,5	2,4	2,2

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg.

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

		01/2019	07/2019	01/2020
<b>ČR</b>	Základní sazba	1,75	2,00	2,25
	10letý výnos dluhopisu	1,73	2,30	2,60
	USD/CZK	22,61	21,45	20,84
	EUR/CZK	25,77	25,10	24,80
<b>EMU</b>	Základní sazba	0,00	0,00	0,25
	10letý výnos dluhopisu	0,20	0,60	0,80
<b>USA</b>	Základní sazba*	2,50	2,50	2,75
	10letý výnos dluhopisu	2,73	2,95	3,15
	EUR/USD	1,14	1,17	1,19

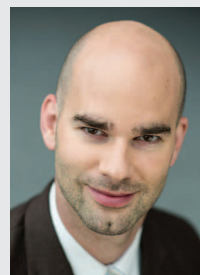
\*) Horní hranice pásma.

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

## 2. TRHY A INVESTIČNÍ STRATEGIE

Při nabízení svých produktů vychází ČSOB z předpokladu, že referenční měnou (ve které dostáváte příjmy a platíte své výdaje) je česká koruna. Nákup cizoměnových aktiv zpravidla zvyšuje rizikovitost 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.



### Náš výhled na portfolia

Únor by mohl přinést světlo do několika kauz, které hýbají světovými trhy. Hlavním tématem, které tíží hlavy investorů, jsou obchodní války mezi USA a Čínou a to, jestli se ve stanovené lhůtě obě mocnosti dokážou domluvit. Náznaky z probíhajících jednání jsou zatím vesměs pozitivní,

to se však může rychle změnit. Stále věřím, že vítězství je pro obě strany jedině dohoda, a proto se budou snažit najít společnou řeč.

V únoru by se mělo vyjasnit také to, jestli Spojené království odejde ke konci března z EU, a případně za jakých podmínek. I přes to, že jsou vyjednávání na půdě britského parlamentu tvrdá, nevěřím, že tamní zákonodárci dopustí brexit bez dohody.

V neposlední řadě hrozí kvůli sporu Donalda Trumpa a demokratů o hraniční plot s Mexikem opětovné uzavření některých státních institucí v USA. Pokud by se spory vyostřily a další uzavření úřadů trvalo hodně dlouho, mohlo by to vést až k recesi.

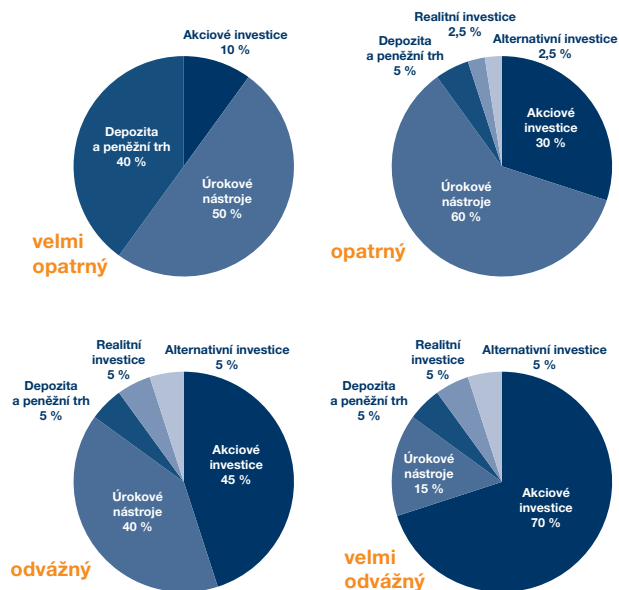
Všechny tyto události jsou politického charakteru a kvůli tomu se špatně odhaduje, jak dopadnou. Stále však věřím, že cílem politiků není své ekonomiky zničit a tvrdá vyjednávání nakonec vyústí v dohody s pozitivním vlivem na akciové trhy.

Akciové jsou z dlouhodobého pohledu, právě kvůli politické nejistotě, podhodnocené. Aktuálně tak pokračujeme s nadváženou pozicí v akciích. Rizika však zůstávají a budeme je sledovat. Ze sektorů preferujeme finanční instituce a komunikační služby. Ropné firmy a farmaceutické společnosti, které jsem navyšoval v prosinci minulého roku, výrazně překonaly výkonnost trhů, a proto zvažuji jejich snížení. U dluhopisů ponechávám vysoký podíl hotovosti a krátkodobých dluhopisů. Stále držím otevřenou pozici na posílení koruny vůči euru.

*Petr Kubec, portfolio manažer, ČSOB Asset Management*



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



### AKCIE

**Zlevnění akcií v poměru k očekávaným ziskům nás v posledních měsících vedlo k nadvážení akciové složky. Po výprodejích v posledním kvartálu loňského roku akcie ještě více zlevnily. 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. Americké akcie se těsně před Vánoci pohybovaly dokonce na hranici medvědího trhu. Poslední měsíc roku 2018 tak představoval z hlediska tržní výkonnosti amerických akcií nejhorsí prosinec od Velké deprese.

Významné evropské indexy se propadly v průběhu roku 2018 do medvědího trhu. Takové propady většinou indikují blízkost ekonomické recese. Na její vyvrácení či potvrzení si musíme ještě několik měsíců počkat. My příchod recese nečekáme. I kdybychom se však mylíli, většinu propadů trhů již máme za sebou.

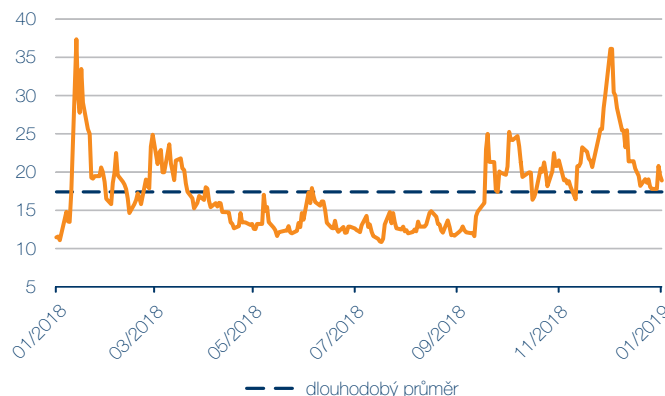
Hlavní charakteristikou posledních měsíců na trzích byla zvýšená kolísavost všech typů investic, která je dána růstem úroků na určujícím trhu aktiv – v USA. Vyšší sazby představují zvýšení atraktivity konzervativních investic ve smyslu nákupu krátkodobých amerických státních dluhopisů, přičemž investoři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

Pro tento 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 mohly vytrvat v opětovném růstovém trendu, který trval od konce prosincových výprodejů po celý leden.

Pokud se neprojeví některé z latentních rizik více, než by bylo zdrávo (brexit, italské a francouzské zadlužení, obchodní války, problémy Číny a zpomalení světové ekonomiky), investoři opětovně za-

měří 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.

### Volatilita na akciových trzích (index VIX)



Zdroj: Bloomberg.

### Korporátní výsledky

V posledních sedmi výsledkových sezónách vykazují společnosti příznivý trend růstu zisků. Náš odhad letos počítá v průměru s vyšším jednociferným růstem celoročních zisků. Výsledková sezóna za čtvrtý kvartál v USA zatím potvrzuje všeobecně dobrou kondici firem.

Z amerického indexu S&P 500 zatím reportovala za čtvrtý kvartál svá čísla více než čtvrtina firem. Téměř tři čtvrtiny společností vykazovaly zisky nad odhady analytiků. V průměru jim rostly zisky o 12,5 % a tržby pak o necelých 5 %. V úvodu výsledkové sezóny oznamovaly svá čísla především velké finanční společnosti. Dařilo se jim na úrovni zisků (+15 %), o něco méně pak na úrovni výnosů (+4 %). V posledních dnech na řadu přišly také technologické společnosti, mezi nimiž byly nejvíce ostře sledované výsledky Applu. Technologický gigant nepřinesl příliš povzbudivé zprávy, když mu poprvé za posledních deset let ve vánoční sezóně poklesly příjmy, jedním z hlavních problémů byla slabá poptávka z Číny.

V Evropě byla tempa růstu zisků v roce 2018 nižší než v USA, což bylo spojeno s absencí Trumpovy daňové reformy a zároveň negativním efektem protekcionismu. Zlepšení však u evropských firem čekáme v letošním roce, kdy by celoroční růst zisků mohl předstihnout USA díky stimulu slabého eura pro evropské exportéry a pozitivnímu dopadu klesajících cen ropy na rostoucí kupní sílu evropských spotřebitelů.

### 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 12,3 oproti svému dlouhodobému průměru oceněny se slevou. Rizikem eurozóny zůstává politická nejistota a vliv celní politiky USA na exportně zaměřené firmy. Americké akcie jsou oceněny pod svým dlouhodobým průměrem (u S&P 500 dosahuje předstihový P/E poměr 15,6).

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 2,9 %.

## Preferované regiony

### USA

**Americká ekonomika těží z fiskální expanze a zdravého pracovního trhu. Firmy využívají silné domácí poptávky a vykazují rekordní zisky. Robustní ekonomika doprovází inflaci v okolí cíle Fedu představuje ideální kombinaci pro akciové investory. USA mají díky uzavřenější ekonomice relativně silnou pozici v obchodních válkách.**

Americké předstihové indikátory předpovídají pokračování růstu americké ekonomiky. 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 ukazovali, se americkému trhu stala osudnou během podzimních výprodejů. Zatímco ještě v září americké indexy lámaly historické rekordy, v dalších 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 ve firemním hospodaření.**

Hlavním důvodem našeho nadvážení akcií z eurozóny je jejich současné extrémně nízké ocenění. Akcie firem z eurozóny se s předstihovým P/E kolem 12 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.

Hospodářský růst regionu nadále stimuluje měnová politika ECB, která na rozdíl od amerického Fedu pokračuje v politice nulových úrokových sazeb. K ústupu od extrémně uvolněné měnové politiky sice došlo ke konci prosince 2018 (byl 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 přetrvávají.

V rámci evropských témat sázíme na Německo, a to zejména díky extrémně stlačeným valuacím (německý akciový index DAX v tržních výprodejích 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. I tak ale nevidíme závažný důvod, proč by po slabším druhém pololetí 2018 měla německá ekonomika dále zaostávat.

## Preferované sektory

*„Nové“*

### Komunikační služby

**V rámci největší sektorové reklasifikace v historii, která proběhla koncem září 2018, byl defenzivní sektor telekomunikací rozšířen o společnosti z oblasti mediálních služeb. Firmy se sem přesunuly ze sektorů technologií (Facebook, Alphabet) a zboží dlouhodobé spotřeby (Netflix, Walt Disney). Nově vzniklý sektor představuje diverzifikovaný mix zaměřený jak na tradiční způsoby komunikace, tak na nová média.**

Pozitivní jsme zejména na subsektor médií a zábavního průmyslu, který je zaměřený na růst, inovace a moderní technologie. Internetové 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. Některé firmy (například Alphabet) se navíc díky svému diverzifikovanému portfoliu služeb nemusejí spoléhat jen na spotřebitele, ale také na investiční poptávku firem. Rizikem pro velké internetové společnosti 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. V důsledku nedávných tržních výprodejů jsou společnosti z tohoto subsektoru oceněny s výrazně nižší prémie v porovnání se zbytkem trhu, než pro ně bylo v minulých letech obvyklé.

Druhou, defenzivnější část sektoru tvoří telekomunikace, které vynikají velmi nízkým oceněním a štedrou dividendovou politikou. To je však z části vykoupeno malým růstovým potenciálem vzhledem k velké konkurenci v odvětví, zvýšené regulatorní zátěži a vysokým nákladům na budování infrastruktury.

### 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 v roce 2018 ukázalo například v Evropě v souvislosti s Itálií).**

Nízké úrokové sazby centrálních bank sice umožňovaly zlevnění úvěrů a hypoték, na druhé straně ale peněžní ústavy již mnohdy nemohly jít s úročením depozit níže, protože narážely na technickou hranici nuly. Vyšší náklady tak byly nuceny hradit ze svých marží, protože břemeno záporných úroků z vkladů nebylo možné přenést na klienty (přínejmenším ne na ty retailové). Období tržních anomálií je ale již za námi. Fed několikrát zvýšil sazby a redukuje svoji bilanci. ECB zatím rozhodla o ukončení svého stimulačního programu ke konci prosince 2018. Kromě vidiny vyšších úroků napomáhá výhledu na zlepšení hospodaření bank a pojišťoven omezování regulace v USA.

### 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.**

Po letech převisu 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 měsíců byl tažen zejména zhoršeným sentimentem na trzích, ke stabilizaci trhu s ropou ale přispěly koordinované akce kartelu OPEC a dalších těžařských 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 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 bilancí 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 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.**

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 jejím rámci se spouštějí pouze projekty s pozitivní čistou přidanou hodnotou a přebytečná hotovost se nekumuluje ve společnosti ani neutrácí za ztrátové projekty nebo příliš vysoké 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 dluhopisovou investicí (například 10letý americký státní dluhopis už nese 2,7 % ročně). 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 titulům 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 pro-**

**cento 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 boomeru napomáhá růst světové ekonomiky. 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.

## DLUHOPIŠY

**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 však najdou atraktivní segmenty dluhopisů zemí s vyššími úrokovými sazbami, kam se po loňské jízdě zvyšování sazeb už zařadila i Česká republika. Centrální banky se po letech nekonvenčních opatření na podporu ekonomiky vydávají cestou normalizace měnové politiky.**

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 1,7 %) a v USA už v roce 2018 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 výnosnosti<sup>2</sup>, podle níž je poměřován potenciál různých tříd aktiv.

Americká centrální banka v roce 2018 zvedla hlavní úrokovou sazbu čtyřikrát a dále redukuje svoji rozvahu. Fed má k utahování měnové politiky rozumné důvody – trh práce se pohybuje na úrovni plné zaměstnanosti a dynamika růstu HDP zůstává příznivá. Naopak negativní efekt může mít na ekonomický růst Trumpova politika dovozních cel omezující volný obchod a možné opětovné uzavření vládních úřadů, pokud by trvalo v řádu měsíců. 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 kositratnější, 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 roku 2019.

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 v roce 2018 také na dluhopisech 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 zdaleka tak nedosahují ani míry inflace, což vede k erozi kupní síly. V portfoliích držíme jen část prostředků v hotovosti a instrumentech peněžního trhu, abychom byli připraveni využít atraktivních nákupních příležitostí.**

## Měny

### Vývoj měnového páru EUR/USD

Dolar od ukončení kvantitativního uvolňování v USA zhodnocoval, jen rok 2017 znamenal pro americkou měnu výrazné oslabení. Loňský rok byl ale zpět ve znamení rychlejšího růstu americké ekonomiky proti eurozóně, a tím pádem i silnějšího dolaru.

Dalšími důvody síly americké měny v posledních měsících bylo 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 těžil v dobách 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 (2,7 %) 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.

### Vývoj měnového páru EUR/CZK

Hlavní příčinou slabší koruny v posledních měsících (ke konci listopadu až přes 26 korun za euro, v lednu však dokázala krátce posílit i pod hranici 25,50 koruny za euro) byly výprodeje na trzích rizikových aktiv. ČNB se však díky tomuto vývoji otevřela vrátka k rychlejšímu 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 může přijít 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.

## 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 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

<sup>2</sup> Růst bezrizikové míry může vést ke snížení atraktivity akciových investic (především dividendových titulů), pokud se u nich výrazněji nelepší 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.



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 ke krátkodobému investování.**

### Currency Lacerta<sup>3</sup>

**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 rolování<sup>4</sup> při držbě futures kontraktů. Vhodnější cesta, jak participovat na pozvolném růstu jejich cen, vede přes akcie těžařských 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 2018 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.

Vývoj cen ropy během roku 2018 několik měsíců 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 amerických vztahů s Íránem a Venezuelou. Poslední měsíce loňského roku ale přinesly naprostou změnu sentimentu. Strach ze zpomalení světové ekonomiky (postihující stranu poptávky) přikrmovaný horšími ekonomickými daty z Číny – největšího importéra ropy na světě a opětovný nárůst zásob (důkaz převisu nabídky nad poptávkou) poslaly trh s ropou do medvědího trendu. Aktuálně se cena ropy Brent pohybuje kolem 60 USD za barel a v následujících měsících očekáváme její kolísání v okolí dnešních úrovní.

V současnosti komodity nedoporučujeme a expozici 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 nespotřebovává, takže jeho celosvětové zásoby jen rostou. Zlato je také citlivé na „přestřelování“: během eurokrize v roce 2011 dosáhla jeho cena 1 900 dolarů za unci. Aktuálně se obchoduje kolem 1 300 USD za unci. Zlato v posledních týdnech pomohlo snížení výhledu na růst výnosů z jiných bezpečných investic, jako jsou například státní dluhopisy.

Strach investorů, kteří poptávají zlato jako zajištění proti krizi nebo kolapsu akciového trhu, je dle našeho názoru přehnaný. Zdaleka nejsme svědky recese světové ekonomiky a výhled růstu zůstává i přes ekonomická a geopolitická rizika příznivý.

### Upozornění:

*Materiál Ekonomika a trhy je připraven odborníky ze společnosti ČSOB Asset Management, a.s., investiční společnost, člen skupiny KBC. Při jeho tvorbě a šíření nepostupovali podle požadavků zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu v platném znění, upravujících pravidla pro analýzu investičních příležitostí nebo investiční doporučení. Při přípravě materiálu se vychází z aktuálně dostupných ekonomických informací a jejich zhodnocení v čase přípravy (tento materiál byl připraven k 31. 1. 2019). 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.*

<sup>3</sup> V rámci programu Premium nelze koupit fond napřímo, je však součástí portfolií strategických fondů.

<sup>4</sup> 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.