

EKONOMIKA A TRHY

KVĚTEN 2019

Jak vidíme svět?

- V USA se naplno rozjela výsledková sezóna za první kvartál.
- Centrální banky pokračovaly v opatrné komunikaci.
- ČNB by na začátku května mohla zvednout sazby na 2 %.

Co děláme v portfoliích?

- Riziková aktiva udržujeme v okolí neutrální úrovně.
- Z regionálního hlediska nadvažujeme region severní Ameriky na úkor Evropy.
- Sektorově upřednostňujeme těžbu ropy a zemního plynu a komunikační služby.
- Nepreferujeme dluhopisy, držíme spíše kratší splatnosti.
- Realitní investice vnímáme neutrálně a nepreferujeme ani komodity.

boru zaměstnanců), zatímco ve službách se naopak v souvislosti s obavami ze zpomalování ekonomiky zhoršila. Oba ukazatele se pohybovaly v oblasti kolem 55 bodů, tedy jen několik bodů pod nedávnými maximy. Manažeři zůstávají optimističtí a nadále počítají s pokračujícím růstem ekonomické aktivity.

Průmyslová výroba se v březnu oproti očekávání růstu nepatrně snížila (o 0,1 % meziměsíčně). Brzdil ji především pokles produkce aut. Bez započtení aut by vykazala mírný růst. Neuspokojivá březnová čísla přišla po dvou slabých měsících, což celkově odpovídá největšímu kvartálnímu poklesu produkce od roku 2017.

Naopak maloobchodní tržby se v březnu zvýšily nejrychlejším tempem od konce roku 2017 – meziměsíčně o 1,6 %. Konečně tak vykazaly oživení po slabých zimních měsících. Nejvíce přispěly prodeje aut, benzínu a oblečení.

Z nemovitostního trhu sice přišla třetí měsíc v řadě příznivá data o prodeji nových domů, které se díky zlevnění hypoték a příznivějšímu vývoji cen vyhouply na 1,5leté maximum, u starších domů došlo nicméně k poklesu. Další měsíc v řadě se také snížil počet zahájených staveb a nově vydaných stavebních povolení.

Březnový report z trhu práce přinesl po slabém únoru přírůstek nových pracovních míst o 196 tisíc, což bylo o něco více než průměr předchozích třech měsíců. Míra nezaměstnanosti stagnovala (na 3,8 %) a zpomalil mzdový růst (na 3,2 % meziročně).

První údaj o růstu amerického HDP za první čtvrtletí výrazně překonal očekávání trhu. Růst vykázal velmi rychlé tempo 3,2 % (mezičtvrtletně, anualizovaně), a to i přes řadu brzd, jako byly například částečné uzavření vládních úřadů, nejistota v zahraničním obchodu nebo ochlazování zahraniční poptávky. Mírnou vadou na kráse byla struktura HDP, kdy zpomalil růst spotřeby a zvýšení tak bylo z velké části taženo volatilitními složkami, jako jsou změna zásob nebo čistý export (pomohl především pokles importu, který může indikovat ochlazující poptávku).

1. EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Po odložení brexitu se investoři v Evropě opět více zaměřují na ekonomické a firemní zprávy. Přední světové centrální banky zůstávají v komunikaci opatrné a s dalšími kroky vyčkávají na vývoj makrodat, která by měla potvrdit, nebo vyvrátit riziko výraznějšího zpomalení ekonomiky. Za první kvartál ekonomický růst předčil odhady nejen v USA, ale také v eurozóně.

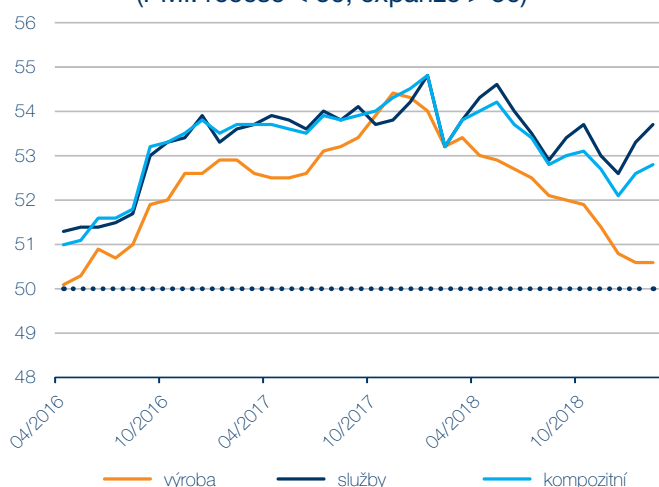
Spojené státy americké

Vývoj podnikatelské nálady naznačily předstihové indikátory ISM¹. Vývoj byl opačný než v předchozím měsíci – tentokrát se zlepšila situace ve výrobě (hlavně u produkce, nových objednávek a ná-

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

Celková inflace v březnu zrychlila na 1,9 % meziročně. Jádrová inflace, která nezahrnuje ceny energií a potravin dosáhla 2 %. I tak ale indikátor jádrových výdajů (PCE), který je stěžejní pro nastavení měnové politiky Fedu, 2% cíle centrální banky nedosahuje. To je také jedním z důvodů, proč se americký Fed rozhodl v tomto roce pozastavit proces zpříšňování měnové politiky. Program redukce rozvahy, který v současnosti na trzích působí utahování finančních podmínek, bude v září zcela ukončen, přičemž už od května bude utlumován (Fed bude z rozvahy upravit státní dluhopisy nakoupené v období po finanční krizi už jen tempem 15 miliard USD měsíčně). Dále platí, že úrokové sazby s největší pravděpodobností letos nevzrostou a i s jejich případným dalším zvyšováním v následujícím roce bude centrální banka velmi trpělivá. Při svém rozhodování bude věnovat maximální pozornost vývoji ekonomických dat a změnám tržních podmínek s větším ohledem na vnější rizika. Trh v současnosti počítá spíše se snižováním sazeb než s jejich dalším zvyšováním.

Podnikatelská nálada ve světě (PMI: recese < 50; expanze > 50)



Zdroj: Bloomberg.

Eurozóna

Průzkumy podnikatelské nálady měřené indexy nákupních manažerů (PMI) naznačily v eurozóně slabý start do druhého kvartálu. Kompozitní ukazatel je sice nad minimy z prosince a ledna, i tak jde ale o třetí nejhorší údaj od roku 2014. Situace ve výrobě se stabilizovala, nadále však indexy předpovídají pokles aktivity (údaje pod 50 body). Ve službách se čeká růst, manažeři jsou ale méně optimističtí než před měsícem. V Německu kompenzoval příznivý vývoj ve službách výrazný propad ve výrobě, podobně jako ve Francii. Nových objednávek mírně přibýlo, ne však v oblasti exportu, z něhož chodí slabá čísla už sedm měsíců. Zaměstnanost vykázala růst, ovšem také ne nijak výrazný a nejslabší od roku 2016. Firmy nejsou příliš ochotné nabírat novou pracovní sílu v prostředí slábnoucí poptávky a nejistého ekonomického výhledu (oficiální instituce jako Mezinárodní měnový fond nebo centrální banky v uplynulých měsících snižovaly své prognózy růstu). Mezi dalšími faktory, které brzdily optimismus firem, byly nejistota kolem brexitu a obchodních válek a přetrvávající slabost automobilek v důsledku menší zahraniční poptávky a zvýšené regulace. Poprvé za posledních sedm měsíců se také o slovo přihlásil růst nákladů, zčásti tažený zdražením ropy.

HDP eurozóny za 1Q 2019 podle prvních údajů dosáhl 0,4 % mezičtvrtletně (1,2 % meziročně) a předčil tak odhady trhu i vývoj v předešlých kvartálech (ve 4Q rostl o 0,2 % a v 3Q o 0,1 %). Růst eurozóny brzdila stagnující německá ekonomika. Míra nezaměstnanosti v březnu klesla ze 7,8 % na 7,7 %.

Tvrdá data z eurozóny za únor vyšla smíšená. Maloobchodní tržby oproti očekávání vzrostly rychleji (+0,4 % meziměsíčně). Průmyslová produkce se ale po silném lednu (po revizi dokonce na 1,9 % meziměsíčně) v únoru snížila o 0,2 %. Pokles byl však menší, než se obávali ekonomové.

Index spotřebitelských cen byl za březen potvrzen na 1,4 %. Jádrová inflace (nezahrnující kolísavé složky jako energie a potraviny) zpomalila na 0,8 % meziročně.

Z Evropské centrální banky (ECB) v dubnu nepřišly zásadní zprávy pro trh. Platí tak závazek ponechání současných úrokových sazeb po celý letošní rok. Spekulace o tom, že centrální bankéři přijmou opatření, aby snížili dopad nízkých úrokových sazeb na evropské banky, byly nakonec ze strany ECB popřeny.

Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)		INFLACE (průměrná roční změna, v %)	
	2019	2020	2019	2020
ČR	2,6	2,3	2,4	2,0
EMU	1,1	1,6	1,2	1,5
USA	2,1	1,9	1,8	2,0

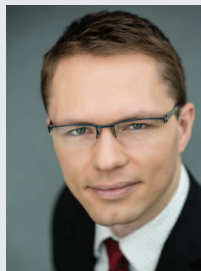
Zdroj: ČSOB, ČSOB AM, KBC AM, Bloomberg.

Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a měnových kurzů

		04/2019	10/2019	04/2020
CZK	14denní repo sazba	1,75	2,00	2,25
	10letý dluhopis	1,88	2,20	2,50
	USD/CZK	22,91	22,02	21,57
	EUR/CZK	25,66	25,10	24,80
EUR	Diskontní sazba	-0,40	-0,40	-0,40
	10letý dluhopis Německa	0,03	0,30	0,60
USD	Horní hranice pásma	2,50	2,50	2,50
	10letý dluhopis	2,52	2,50	2,50
	EUR/USD	1,12	1,14	1,15

*) Horní hranice pásma.

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



Sto let s korunou

V dubnu jsme oslavili jedno významné stoleté výročí: dne 10. 4. 1919 se zrodila koruna československá.

Naše měna bohužel nebývala vždy pevná a peníze v matraci několikrát přišly o podstatnou část hodnoty. Celkově to byla jízda. Kolkování, měnová reforma, vysoká inflace, veksláci, devalvace.

Alois Rašín si získal minimálně evropský kredit svojí měnovou reformou, když během pár týdnů zosnoval ambiciózní odluku od tehdejší koruny rakousko-uherské. Méně známá část příběhu tkví v tom, že část bankovek byla nuceně zadržena ve prospěch státu a místo nich občan

dostal třicetiletý dluhopis. S jeho splacením si však stát v roce 1949 nedělal hlavu a věřitelé měli smůlu.

Koruna se slávou získala svůj zlatý statut v listopadu 1929, necelé dva týdny před krachem na Wall Street. Pevná vazba koruny následně bezpochyby přispěla k hloubce tehdejšího hospodářského propadu. Úlevu přinesly až zlaté devalvace v letech 1934 a 1936. Protektorátní období bylo nejtemnějším obdobím české měny, ta se totiž stala pouhým nominálním zlomkem říšské marky. I když komunisté v roce 1953 se se svojí měnovou reformou snažili dobu temna posadit ještě na vyšší úroveň. Jako vedlejší efekt násilně zavedených jednotných cen, zrušení inflace a umělého měnového kurzu bylo Československo nejen vyhozeno z MMF, ale na ulicích českých měst se objevili veksláci. Ti veklovali bony, za které si národ kupoval vysněné zboží v obchodech Tuzex.

Listopad 1989 přinesl nejen nutné devalvace československé měny jako nutnou podporu ochromeného hospodářství, ale i konec veksláků v ulicích. A také meziroční inflaci přesahující 50 procent. Znovuzrozená ČNB dlouho držela fixní režim kurzu, ale v roce 1997, pod tlakem problémů finanční krize ve světě, byla zavedena volně plovoucí měna. Další důležité datum pro nás nastalo se vstupem do EU v roce 2004, kdy jsme se oficiálně zavázali jednoho dne přijmout euro. Češi však mají svoji korunu rádi, snad i proto, co všechna koruna prožila a přežila. Koruna byla nejsilnější vůči euru v létě roku 2008, v předvečer ekonomické krize. Nyní je česká ekonomika nejsilnější ve své historii, což však neplatí pro naši měnu. Jak dlouho budeme čekat, než na své nejsilnější hodnoty opět zatúkává česká koruna?

Jaroslav Vybíral, hlavní investiční stratég, ČSOB Asset Management

Vývoj koruny od vzniku eura (CZK/EUR)



2. TRHY A INVESTIČNÍ STRATEGIE



Náš výhled na portfolia

Květen by mohl být prvním měsícem po dlouhé době, kdy jedním z hlavních témat nebude brexit. To ovšem neznamená, že politika nebude v popředí zájmu. Investoři očekávají, že v následujících týdnech by mohla být podepsána obchodní dohoda mezi Čínou a USA. Je zde stále ještě hodně

třetích ploch, takže bych nějaký rychlý konec vyjednávání neviděl. Zároveň v Evropě se naplno rozjede předvolební kampaň před volbami do Evropského parlamentu. Ta bude pravděpodobně ve znamení rostoucího populismu.

Makroekonomické údaje ukáží, jestli stabilizace dat z posledního měsíce byla pouze dočasná, nebo jestli ekonomiky již našly své lokální dno a přijde oživení. Já se přikláním k tomu, že to nejhorší máme za sebou.

Akcie budu udržovat na neutrální úrovni, z důvodu rizik na obou stranách. Růst akciových trhů od začátku roku dostal ocenění akcií do blízkosti dlouhodobých průměrů a akcie tak již nejsou vysloveně levné, jak tomu bylo na začátku roku 2019.

V rámci regionálního rozložení nadále preferuji americké akcie oproti evropským. Lehce nadvážené mám také asijské akcie, které těží z čínských opatření na podporu tamní ekonomiky. V rámci sektorové alokace preferuji ropné společnosti. Vysoké ceny ropy zvyšují jejich zisky. Zároveň tyto společnosti vyplácejí jedny z nejvyšších dividend na trhu. Dalším oblíbeným sektorem jsou komunikační služby, což jsou převážně dynamické společnosti typu Alphabet (Google), Facebook, ale i třeba Disney, který v dubnu přišel s novou streamovací službou.

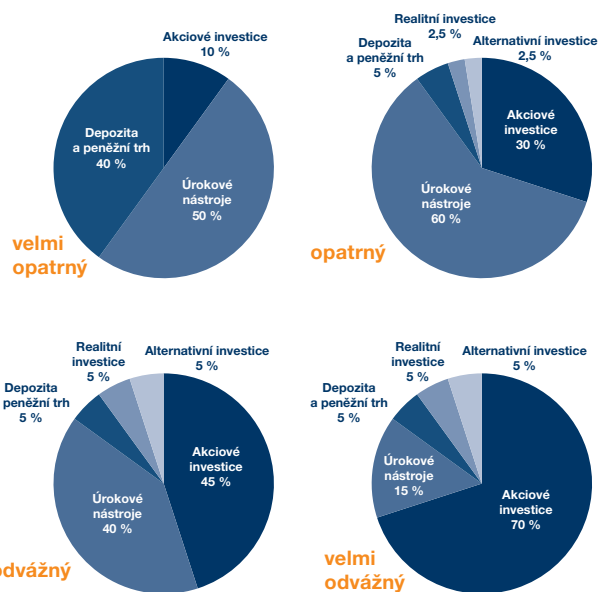
Pokud dojde k očekávané stabilizaci makroekonomických dat, měly by se dluhopisové výnosy vracet na vyšší úroveň, což bude mít negativní dopad do cen dluhopisů. Z toho důvodu budu pokračovat s držení krátké durace a vyššího podílu hotovosti, kterou ukládám za výnosy okolo 1,7 %, což je obdobný výnos jako u 5letého státního dluhopisu. Stále držím otevřenou pozici na posílení koruny vůči euru, která i při stagnaci kurzu těží z úrokového diferenciálu mezi ČR a EMU.

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

Zlevnění akcií v poměru k očekávaným ziskům nás v minulém roce vedlo k nadvážení akciové složky. Po silném růstu, který více než vykompenzoval prosincové ztráty, jsme se však rozhodli v minulých měsících z nadvážení akcií ve větší míře ustoupit. Hlavním důvodem je zhoršení výhledu růstu světové ekonomiky i korporátních zisků.

Ekonomická data spolu s firemními fundamenty nám dohromady skládají obrázek, že jsou akcie v současnosti poblíž dlouhodobě férového ocenění. Alternativa v podobě dluhopisů ale zatím nepůsobí o mnoho atraktivněji, i když už se v některých segmentech trhu blýská na lepší časy.

Přestože už došlo k napravení většiny podzimních ztrát, propad do medvědího trendu v loňském roce některých akciových trhů mohl indikovat blízkost ekonomické recese (akcie mají tendenci předcházet vývoj ekonomiky). V případě několika zemí eurozóny (Itálie, Francie) se tato očekávání naplnila. Příchod recese celé světové ekonomiky ale nečekáme, pouze zpomalení. Přestože se nervozita může na trhy vrátit, akcie mají díky dobrým vyhlídkám korporátního hospodaření šanci v růstovém trendu setrvat.



Korporátní výsledky

V posledních výsledkových sezónách vykazují společnosti příznivý trend růstu zisků. Náš odhad letos počítá v průměru se zhruba 5% růstem celoročních zisků. Výhled zisků byl postupně revidován dolů. Na vině je především slábnoucí poptávka vlivem zpomalení světové ekonomiky.

Odstartovala výsledková sezóna za první kvartál 2019 a v USA opět potvrdila všeobecně dobrou kondici firem, přestože byla očekávání nastavena velmi nízkou, částečně kvůli odeznívajícímu efektu daňové reformy. Z amerického indexu S&P 500 reportovala dosud necelá polovina společností. Většina jich zatím vykazovala zisky nad odhady analytiků. V průměru jim rostly zisky o 2 % a tržby pak o 4 %.

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, mimo jiné díky stimulu slabého eura pro evropské exportéry.

Valuace

Poměr ceny k ziskům se po téměř nepřetržitém růstu v letošním roce opět posunul o něco výš. V případě světového akciového indexu MSCI All Countries se předstihové P/E aktuálně pohybuje kolem 15.

Akcie firem z eurozóny jsou s předstihovým P/E 13 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 v okolí svého dlouhodobého průměru (u S&P 500 dosahuje předstihový P/E poměr 17).

Nadále platí, že jsou akcie atraktivnější než pevně úročené investice (vládní i firemní dluhopisy) a hotovost, na něž dopadá měnová politika nízkých úroků. Očekávaný dividendový výnos akcií z indexu MSCI All Countries dosahuje téměř 3 % a značně přesahuje očekávané výnosy z dluhopisů.

Preferované regiony

USA

Americká ekonomika těží z fiskální expanze, zdravého pracovního trhu a udržitelné inflace. Firmy využívají silné domácí poptávky a vykazují rekordní zisky. Robustní ekonomika doprovázená inflací pod cílem 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. Navíc v posledních týdnech vzrostla pravděpodobnost na uklidnění obchodních sporů mezi USA a Čínou.

Nevýhodou amerických akcií je vyšší ocenění v porovnání s ostat-

ními regiony. Je ale třeba mít na paměti, že USA mají investorům co nabídnout – nejrozvinutější akciový trh světa s historií atraktivních výnosů a zastoupením růstových titulů. Navíc jde o investice v americkém dolaru, který je mezi měnami považován za „bezpečný přístav“.

Preferované sektory

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 celé řadě zemí. Společnosti z tohoto subsektoru jsou oceněny s nižší premii 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 štědrá dividendová politikou. To je však z části vykoupeno malým růstovým potenciálem vzhledem k velké konkurenci v odvětví, zvýšené regulační zátěží a vysokým nákladům na budování infrastruktury.

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.

K růstu cen ropy v posledních týdnech pomáhaly výroky Donalda Trumpa ohledně zprůšnění sankcí na Írán (cena ropy Brent vykázala za měsíc dvojciferný procentní růst). V posledních dnech měsíce se ale situace částečně obrátila vzhledem k tomu, že americký prezident slovně intervenoval proti zdražování pohonných hmot. Zmírnění dopadu sankcí na americké odběratele chce docílit tlakem na ostatní země OPEC (zejména Saúdskou Arábii), aby výpadky íránských dodávek nahradily zvýšením vlastní produkce. Cena Brentu v reakci na tento vývoj opět poklesla směrem k 70 USD za barel.

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 nižším valuacím vzhledem k tlakům 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 v některých zemích postupně zvyšovaly, ale i přesto zůstaly relativně nízké v porovnání s historickým normálem. 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 vyplácet akcionářům (ve formě dividend či prostřednictvím zpětných odkupů vlastních akcií, eventuálně realizovat akvizice). Vysoké výplaty zisku jsou výrazem efektivní finanční politiky, v jejímž rámci se spouštějí pouze projekty s pozitivní čistou přidanou hodnotou a přebytečná hotovost se nekumuluje ve společnosti ani neutráci za ztrátové projekty nebo příliš vysoko oceněné akvizice. Dividendy jsou oproti zpětným odkupům silnějším signálem, že je cílem společnosti budovat stabilní hodnotu pro akcionáře (snížení dividend je až tím posledním krokem, jelikož je investory vnímáno velmi negativně).

Politiku výplaty dividend před zpětnými odkupy vlastních akcií preferují především evropské firmy. Průměrný očekávaný dividendový výnos dosahuje v Evropě necelá 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 nese 2,5 % 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.

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 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, může být růst úrokových sazeb. Podnikům s větším zadlužením by se zvedly výpůjční náklady a snížila rentabilita investičních projektů. Díky změně rétoriky centrálních bank ve vyspělých regionech ale zvyšování úroků už opět není na pořadu dne. I přes toto riziko a krátkodobou volatilitu nám 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 nemusí naplnit. Dalším podpůrným faktorem může být budoucí normalizace úrokových sazeb, která 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 dluhopisů zemí s vyššími úrokovými sazbami, kam se po loňském několikanásobném zvýšení sazeb už zařadila i Česká republika.

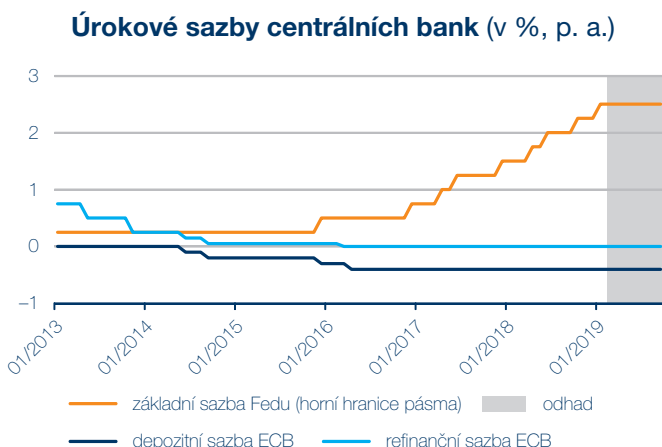
Úrokové sazby zůstávají i přes akce některých centrálních bank stále relativně nízké a v některých případech se nacházejí ještě dokonce pod nulou (−0,1 % v Japonsku, −0,40 % u ECB, 1,75 % u ČNB, 2,25–2,50 % v USA a 0,75 % ve Velké Británii). Významné centrální banky nedávno zasahovaly (či ještě zasahují) také přímo do dluhopisových výnosů skupováním střednědobých a dlouhodobých dluhových cenných papírů v masovém měřítku.

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.

V současné době se můžeme s extrémně stlačenými výnosy dluhopisů setkat ještě tam, kde pokračuje uvolněná měnová politika (z hlavních regionů eurozóna a Japonsko). Výnosy německých desetiletých státních dluhopisů se opět pohybují v okolí nuly, stejně jako japonské. Jiná situace je v USA nebo také v ČR – tedy v zemích, které mají v cyklu měnové politiky náskok.

V ČR se dluhopisové výnosy již výrazně zvedly (na deseti letech již nesou kolem 1,9 %) a v USA už loni 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.

Americká centrální banka v roce 2018 zvedla hlavní úrokovou sazbu čtyřikrát a do podzimu bude redukovat svoji rozvahu. Fed měl k utahování měnové politiky rozumné důvody – trh práce na úrovni plné zaměstnanosti a silnou dynamiku růstu HDP. 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.



Zdroj: Bloomberg.

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 2021 na úrovni 2% inflačního cíle. Reflektuje to i její nastavení měnové politiky a závazek ponechat sazby na současné úrovni minimálně do konce 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 část prostředků v hotovosti a instrumentech peněžního trhu, abychom byli připraveni využít atraktivních nákupních příležitostí. Během posledních měsíců jsme podíl hotovosti vzhledem k redukci akciové složky navýšili.

Měny

Vývoj měnového páru EUR/USD

Dolar od ukončení kvantitativního uvolňování v USA zhodnocoval, jen rok 2017 znamenal pro americkou měnu výrazné oslabení. Rok 2018 byl ale zpět ve znamení rychlejšího růstu americké ekonomiky proti eurozóně, a tím pádem i silnějšího dolaru. Od začátku nového roku dolar oproti euru posílil na úroveň 1,12.

Dalšími důvody síly americké měny v posledních letech 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 těží 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 (2,5 %) 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 loňského oslabení koruny byly výprodeje na rozvíjejících se trzích. V lednu tohoto roku však koruna dokázala spolu se zlepšením sentimentu na rizikových aktivech opět krátce posílit, a to i pod hranici 25,50 koruny za euro, následně se ale opět stáhla směrem k hranici 26 korun za euro. K dalšímu zvýšení úrokových sazeb ČNB (aktuálně 1,75 %) v únoru ani březnu nedošlo. Vzhledem k přestřelující inflaci (v březnu dosáhla 3 % meziročně) by však mohla k navýšení sazeb přistoupit na květnovém zasedání, a to také vzhledem k tomu, že se zpřísnění měnových podmínek neuskutečňuje přes posilující korunu.

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. 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 investo-

rů, 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 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 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.

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 dlouhodobě a krátkodobě 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 rolování⁴ 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 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.

V poslední době zesílila geopolitická rizika kvůli vyostření amerických vztahů s Íránem a Venezuelou. Aktuálně se cena ropy Brent pohybuje kolem 70 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 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 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. Zlatu v posledních měsících 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 30. 4. 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.

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

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.