

# EKONOMIKA A TRHY

ČERVENEC 2019

## Jak vidíme svět?

- Akcie za sebou mají nejlepší první pololetí za poslední dvě dekády.
- Přední centrální banky změnilly komunikaci směrem k mírnějšímu tónu.
- Setkání amerického a čínského prezidenta na summitu G20 otevřelo cestu k dalším jednáním.

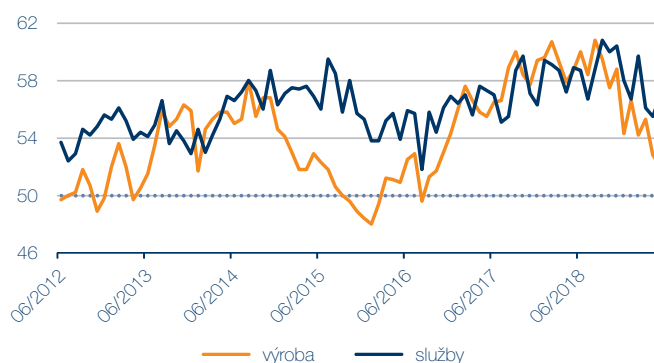
## Co děláme v portfoliích?

- Akcie držíme na neutrální úrovni. Riziková aktiva nadále mírně podvažujeme.
- Z regionálního hlediska nadvažujeme region severní Ameriky na úkor Evropy.
- Sektorově upřednostňujeme těžbu ropy a zemního plynu a komunikační služby.
- Nepreferujeme dluhopisy, v rámci jejich kategorie držíme spíše kratší splatnosti.
- Realitní investice vnímáme neutrálně. Nepreferujeme alternativy (komodity).

## Spojené státy americké

Dlouho očekávané setkání amerického a čínského prezidenta na summitu G20 v japonské Ósace přineslo po delší pauze pozitivní vývoj v obchodním konfliktu mezi oběma mocnostmi. Na dlouhodobější dohodu si sice budeme muset ještě počkat, i tak je však dobrou zprávou, že lídři obnoví jednání a USA odloží zavedení chystaných dalších cel na čínské zboží. Bezprostřední hrozba opětovné eskalace konfliktu je tak (minimálně dočasně) odvrácena. Na druhou stranu zůstávají v platnosti zvýšená cla na vzájemný obchod USA a Číny z uplynulých měsíců. Tyto obchodní bariéry již nyní brzdí růst světové ekonomiky a vyvolávají nejistotu podnikatelského prostředí. Mezinárodní měnový fond v červnu varoval, že dopad již uvalených a plánovaných cel na americko-čínský mezinárodní obchod by mohl potenciálně snížit světovou ekonomickou aktivitu o 0,5 % v roce 2020.

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



Zdroj: Bloomberg.

Předstihové indikátory ISM<sup>1</sup> naznačily zlepšení situace ve službách a další zhoršení podnikatelské nálady ve výrobě. I přes význam-

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

## 1. EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Červen byl ve znamení důležitých zasedání centrálních bank. Po ECB z počátku měsíce přišel na řadu v druhé polovině měsíce Fed a na konci června zasedala také ČNB. Ze světové ekonomiky přicházely další důkazy o zpomalování růstu. Donald Trump se sešel s čínským prezidentem na summitu G20.

nou nejistotu, kterou je vývoj obchodních válek, se čísla z výroby ale udržela nad klíčovou 50bodovou hranicí. Podnikatelé tak sice očekávají zpomalení ekonomické aktivity, ne však její pokles. Cla zvyšují firmám náklady, působí zpoždění v dodávkách importu a vedou k vynuceným změnám v dodavatelských řetězcích. Kromě cel na firmy negativně působí déletrvajícím nedostatek volné pracovní síly v důsledku rekordně nízké nezaměstnanosti. Průmyslová produkce po slabém dubnu v květnu vzrostla rychleji oproti očekáváním (meziměsíčně o 0,4 %). Dělo se tak zejména díky oživení ve zpracovatelském sektoru (výroba aut dosáhla za letošek zatím nejrychlejšího tempa).

V prvním kvartále dosáhl podle třetí revize ekonomický růst 3,1 % (mezikvartálně, anualizovaně). Tempo bylo sice rychlé, struktura růstu ale méně příznivá kvůli přírůstku taženému zejména volatnějšími komponenty (zásoby, čistý export) a slabší spotřebě, která byla revidována dále dolů. Kdybychom růst očistili o zahraniční obchod, zásoby a vládní výdaje, dosáhl by jen 1,3% tempa, což je nejslabší číslo od roku 2013.

Právě spotřeba zůstane nejspíš tlumená i ve statistikách HDP za druhý kvartál. Po třech měsících růstu index spotřebitelské důvěry od Conference Board za červen nečekaně spadl na minimum od září 2017. I na spotřebitele tak dopadá nejistota plynoucí z celní války.

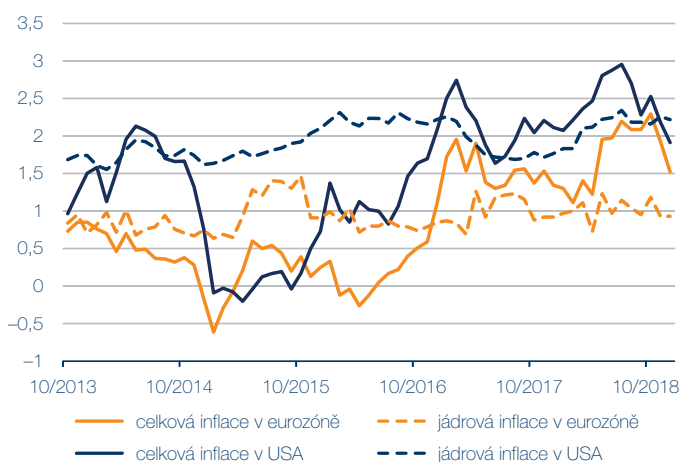
Maloobchodní tržby poskytly optimističtější obrázek, když v květnu vykazaly růst o 0,5 % meziměsíčně (o 3,2 % meziročně) a data za duben byla revidována výše. Zvýšení tržeb bylo taženo hlavně silnými prodeji aut, ale i dalšího zboží. Pozitivní vývoj v maloobchodu ve druhém kvartále by měl zahnat obavy investorů z prudkého zpomalení americké ekonomiky.

Květnová data z pracovního trhu přinesla zklamání. Pracovních míst přibýlo jen 75 tisíc a data za předešlé dva měsíce byla revidována dolů. Míra nezaměstnanosti stagnovala na 3,6 % a mzdový růst mírně zvolnil na 3,1 % meziročně.

Horší zprávy přišly také z nemovitostního trhu. Dle očekávání sice rostly prodeje starších domů a počet udělených stavebních povolení, zahájené stavby a zejména prodeje nových domů<sup>2</sup> ale nečekaně klesly. U nových domů šlo dokonce o pokles na pětiměsíční minimum, a to navzdory zvýšení dostupnosti bydlení díky nižším sazbám z hypoték a uvolnění cenových tlaků.

Celková inflace v květnu zvolnila na 1,8 % meziročně. Jádrová inflace, která nezahrnuje ceny energií a potravin dosáhla 2 %.

**Vývoj inflace (meziročně, v %)**



Zdroj: Bloomberg.

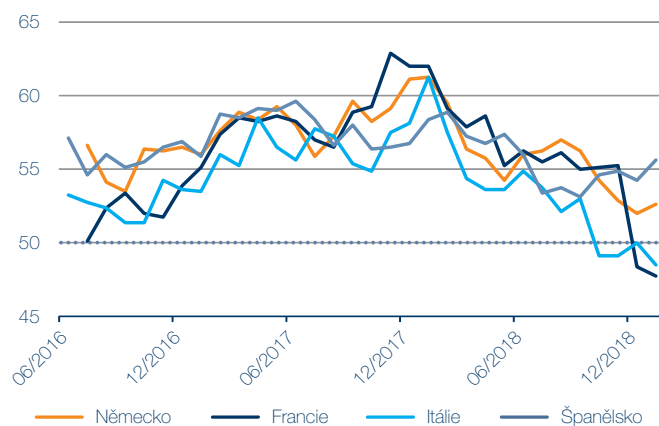
Fed na svém červnovém zasedání neindikoval pro následující měsíce ani snížení, ani zvýšení sazeb. Zdůraznil však, že nastavení měnové politiky bude silně záviset na příchodích makroekonomických datech. Ta mohou stále ukázat, že zpomalení ekonomiky je jen dočasné (především v případě, že by stouply vyhlídky na dosažení dlouhodobější obchodní dohody mezi USA a Čínou). Na posledním zasedání hlasoval jeden člen bankovní rady pro snížení sazeb o 25 bazických bodů, v základním scénáři centrální banky zůstávají pro tento rok sazby stabilní.

Trh je výrazně nastaven na pokles sazeb (předpovídá 3–4 snížení sazeb v následujících 12 měsících, přičemž s prvním krokem počítá již v červenci). Tato očekávání považujeme za přehnaná – dlouhopisoví investoři v podstatě kalkulují s tím, že americká ekonomika upadne v následujících měsících do recese a Fed bude muset odstartovat nový cyklus uvolňování měnové politiky. My věříme v souladu s prognózami Fedu, že zhoršení dat je jen dočasné a namísto recese se dočkáme pouze zpomalení tempa růstu.

## Evropa

Podnikatelská nálada se podle předběžných indexů nákupních manažerů (PMI) v červnu mírně zlepšila. Ve výrobě se však ukazatel nachází pod 50 body, tedy v teritoriu klesající ekonomické aktivity. Ve službách zůstává na slušné úrovni v okolí 53 bodů. Nejistotu v Evropě může během července zvednout dění kolem brexitu, protože bude vrcholit výběr nového britského premiéra na uvolněný post po Therese Mayové. Jeho jméno bychom se měli dozvědět ve druhé polovině července. Finalisty dosavadních voleb v rámci konzervativní strany jsou Boris Johnson a Jeremy Hunt.

**Eurozóna: Indexy nákupních manažerů**  
(Markit, PMI kompozitní; recese < 50; expanze > 50)



Zdroj: Bloomberg.

Finální čísla o HDP eurozóny za 1Q 2019 potvrdila růst o 0,4 % mezičtvrtletně (1,2 % meziročně). Ostatní tvrdá data (statistiky za duben) vyšla spíše slabší. Průmyslová produkce poklesla o 0,5 % meziměsíčně a maloobchodní tržby byly meziměsíčně slabší o 0,4 %.

Po delším období poklesů způsobených přechodem automobilek na nové emisní standardy se v květnu konečně mírně meziročně zvedly registrace nových aut v EU.

<sup>2)</sup> Prodeje nových domů tvoří zhruba 10 % z celkového amerického trhu s bydlením a jsou započítávány v okamžiku podpisu smluv. Statistiky nových domů jsou tak časnějším ukazatelem situace na trhu v porovnání s prodeji starších domů, které jsou započteny až po finalizaci kontraktů.



## Komu patří budoucnost?

**Současný pupek investičního světa se nachází v Americe. Děni na Wall Street čeří vlny, které se následně rozbíhají po celém**

**světě. Burza nerovná se ekonomika, ale američtí podnikatelé si udržují silný inovační potenciál. Mladé technologické firmy vznikají po celém světě, o své slovo se hlásí Čína, Evropa povážlivě kulhá.**

Celosvětový index MSCI World All Countries, tedy celosvětové akcie, tvoří dohromady zástupci z 23 zemí rozvinutých a 24 rozvíjejících se. Akciový index určuje, do čeho se dá investovat. V indexu mají takřka z 54 % zastoupení firmy ze Spojených států amerických (navzdory mnohem menšímu podílu USA na světové ekonomice). Další významní zástupci se na lídra dívají z natolik drtivého odstupu, že je to až skoro ostuda. Evropa jako celek dodává asi 14 %, nejvýznamnější hráči zde jsou Velká Británie (5,1 %), Francie (3,3 %) a Švýcarsko (3,1 %). Japonsko samotné dodává sedmiprocentní váhu, Čína se krčí vzadu s malým, tříprocentním zastoupením. Situace odpovídá historii. Dvacáté století „poklidného“ amerického politického vývoje, tím myslím bez významných válek, vyvlastňování, komunistických experimentů a podobných eskapád, stvořilo řadu globálně úspěšných firem.

### FAANG a BAT

Inovace se však nezastavila uprostřed minulého století, vždyť se podíváme na pěti současné nejhodnotnějších firem. Microsoft je sice takový starší pán, Apple má také v rámci svých kolegů delší historii. Naopak firmy jako Amazon, Alphabet (Google) a Facebook se zrodily na přelomu milénia. A to se bavíme jen o těch největších a nejvýznamnějších firmách. Celá řada dalších technologických firem má v našich životech významné místo (například Netflix, Spotify či Twitter). V současnosti nás jejich existence obohacuje o celou řadu investičních zkratk, například sestava GAFA (Google, Amazon, Facebook, Apple) anebo FAANG (to samé plus Netflix). Silná čínská trojka se schovává pod zkratkou BAT (Baidu, Alibaba, Tencent).

### Po světě teď pobíhá 326 jednorozčů

Nedávno vyšel aktuální přehled tzv. unicornů, jednorozčů. To je mladé po-

jmenování, pojem samotný se zrodil až v roce 2013. Jde o firmy v počáteční fázi své existence, prozatím v soukromých rukách. Důležitá podmínka je, že jejich odhadované ocenění (zatím tedy mimo veřejný trh) přesahuje 1 miliardu dolarů. Mýtické zvíře, jednorozec, má reprezentovat statistickou anomálii – úspěje totiž jen jeden z mnoha. Aktuálně po světě pobíhá 326 jednorozčů. Pozoruhodné je však geografické rozdělení, takřka polovina mladých firem pochází z Ameriky (nejznámějším zástupcem je zde nyní Airbnb; letos na burzu vstoupily známé firmy, jako Uber, Lyft, Pinterest; a tímto krokem opustily stádo jednorozčů). Na druhé místo se díky svému inovačnímu potenciálu vyvíhla Čína, která má 94 zástupců, tedy skoro třetinu z celkového počtu. Nebude to náhoda, žebričky jednorozčů jsou plně čínských vlajek už několik let. Start-upy se většinou zabývají hledáním úspěchů v nových cool odvětvích a celkově čtyři z pěti unicornů se snaží dobýt svět s unikátním softwarem. Samozřejmostí je touha uspět u nejmladší spotřebitelské generace, která je od plenek online.

### Avast jako nedávný zástupce z Česka

Jak je na tom Evropa? Žádná sláva. Sedmáct svých zástupců hlásí Velká Británie, osm jedinců nabízí Německo. A za nimi jsou už náhodně rozestří jedinici. Česko mělo dlouho mezi jednorozci jednoho zástupce, poskytovatele zabezpečení Avast. Firma úspěšně vstoupila na burzu v květnu 2018 a její současná valuace odpovídá 87 miliardám korun. Pěkný trofejí úlovek, valuace jednorozce byla více než potvrzena. Budme za tohoto zástupce v globálním poli úspěšných rádi, na jeho pokračovatele mezi jednorozci si budeme muset počkat.

### Evropa neumí vytvořit nové giganty

Bohužel, v Evropě vzniká minimum technologických a globálně ambiciózních firem. Je třeba dodat, že to není záležitost poslední pokrizové dekády, kdy se objevil investiční pojem unicorn. Pokud se totiž podíváme na největší současné korporace, tedy firmy s tržní kapitalizací přesahující 100 miliard dolarů, Evropa nedodala ani jediného nového zástupce za uplynulých 40 let! Naopak v Americe takových firem vznikla celá řada. Zastoupení firem budoucnosti je povážlivě slabé. Považte, kolik technologických firem evropského původu vylovíte ze své paměti?

### Airbus září, Railbus nedostal šanci

Evropa stvořila úspěšné průmyslové giganty a na jejich burzách je hodně firem žijících ze slavných časů minulosti. Otázkou zůstává, nakolik jsou hegem-

ni minulé a současné doby schopni jít nadále s dobou a reagovat na měnící se prostředí? A potom je tady politika. Nedávno bylo zamítnuto spojení vlakové divize německého Siemensu a francouzského Alstomu kvůli antimonopolním pravidlům EU. Diskutovaný nový hráč by byl příliš dominantní pro evropské trhy, dostal by však větší páku uspět za hranicemi Evropy. Komu měl konkurovat? Především čínské polostátní společnosti CRRC. Jde o největšího výrobce vlaků na světě, 9 z 10 jünů jejich tržeb pochází z domácího trhu, jedná se prakticky o čínskou domácí firmu. Zamítnutí fúze je v ostrém kontrastu například s úspěchem Airbusu, který spolu s Boeingem tvoří faktický globální duopol. Airbus je vzorným příkladem evropské spolupráce, v této firmě jsou zapojeni Francouzi, Němci i Britové. Airbus letos slaví 50 let své existence a 12 tisíc vyrobených letadel. Kdysi to býval otloukánek, dnes nezpochybnitelný hegemon. Dle současných pravidel by však Airbus neměl šanci vzniknout. Vraťme se ale k tématu malých, teprve vznikajících inovativních firem. Přeci jen přísná antimonopolní pravidla dopadají na zcela odlišný segment trhu z pohledu velikosti firmy.

### Komu tedy patří budoucnost?

Ať už si komunistické vedení Číny prosadí cokoli, rostoucí podnikatelské podhoubí má velký tah na branku. Proporce čínské ekonomiky v poměru k ekonomice globální jasně roste a postupem času se bude zastoupení čínských investic v mezinárodních investičních indexech navyšovat. Má však smysl do Číny investovat už nyní? Záleží na vaší touze po riziku. Čas od času v Číně zmizí majitel významné firmy, za podivných okolností firmu převezme konkurence. Já sám bych raději zůstal u toho prověřeného. Amerika hraje první ligu a bezpochyby ještě dlouho zůstane na špici. Warren Buffett tvrdí, že Amerika je velká země, která nabízí nepřeborné firemní příběhy, a proto nemá důvod investovat mimo ni. Je to skutečně jediná země na světě, kde složité diverzifikovaný portfoliový mix ze státních dluhopisů a akcií obchodovaných na domácích burzách. Globální expozici americký investor získává prostřednictvím zahraničního působení korporací. Evropa bohužel není pro investory optimální. Z pohledu akcií mně chybí nové firmy, které v Evropě vznikají minimálně, dluhopisová část je bohužel nefunkční kvůli měnové politice ECB a záporným výnosům evropských státních bondů.

Jaroslav Vybíral, hlavní investiční stratég, ČSOB Asset Management

Index spotřebitelských cen dosáhl podle předběžných dat v červnu 1,2 %. Jádrová inflace (nezahnující kolísavé složky jako energie a potraviny) dosáhla 1,1 % meziročně.

Současný guvernér Mario Draghi odstupuje v říjnu po osmi letech ve funkci. Vedení přijímal v těžkých časech dluhové krize a proslavil se slibem, že centrální banka udělá cokoli pro záchranu eura. To se mu sice podařilo, i tak ale za sebou nechal řadu nevyřešených problémů. I přes masivní stimulaci se ekonomika eurozóny po letech opět pohybuje na hranici recese.

Vzhledem k tomu, že fiskální expanze jako lék proti zakolísání ekonomiky v eurozóně nepřipadá v úvahu (Německo není ochotno půjčovat a jižní Evropa si další zadlužování nemůže dovolit), bude muset hrát nadále prim měnová politika. Jak ale bez tradiční munice?

Zatímco Fedu se během post-krizového ekonomického oživení podařilo dostat sazby alespoň přes 2 % a může si tak dnes zahrávat i s variantou jejich „pojistného snížení“, u depozitní sazby ECB nadále svítí červených -0,40 %.

Nového guvernéra ECB čekají nelehké úkoly. Kromě vymýšlení nových cest, jak stimulovat ekonomiku s oficiálními sazbami na nule, by měl také reformovat eurozónu s cílem omezit rizika bankovní a dluhové krize. Ohledně kandidátů na novou funkci se hodně mluví o šéfovi Bundesbank Jensi Weidmannovi. Trhy by ale tuto volbu nemusely přijmout s nadšením ve strachu, že by prosazoval příliš přísnou měnovou politiku a mohl nechat eurozónu sklouznout do krize.

### Ekonomický výhled

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

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

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

		06/2019	12/2019	06/2020
<b>CZK</b>	14denní repo sazba	2,00	2,00	2,25
	10letý dluhopis	1,42	2,20	2,30
	USD/CZK	22,31	21,45	21,20
	EUR/CZK	25,43	25,10	24,80
<b>EUR</b>	Depozitní sazba	-0,40	-0,40	-0,40
	10letý dluhopis Německa	-0,31	-0,20	0,00
<b>USD</b>	Horní hranice pásma	2,50	2,50	2,50
	10letý dluhopis	2,02	2,00	2,00
	EUR/USD	1,14	1,17	1,17

\*) Horní hranice pásma.

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

## 2. TRHY A INVESTIČNÍ STRATEGIE



### Náš výhled na portfolia

Na základě holubičích projevů centrálních bankéřů dluhopisové trhy v Evropě, USA, ale i v Česku počítají s poklesem úrokových sazeb do konce roku a v některých případech i výrazným. První z těchto snížení by, podle trhu, mělo přijít již na následujícím zasedání Fedu na konci července.

Sice se nedá vyloučit preventivní snížení sazeb, kterým by americká centrální banka předcházela případným budoucím problémům, v historii však takovýto krok zpravidla odstartoval celý nový uvolňovací cyklus. I přes evidentní zpomalení ekonomiky z důvodu nejistoty ohledně obchodních válek, jede americká ekonomika na hranici svého potenciálu a v prostředí plné zaměstnanosti. Nedává ekonomický smysl v tomto prostředí snižovat sazby, pokud nečekáte výraznou změnu k horšímu v blízké budoucnosti, které tímto krokem chcete předejít.

Říká se, že akciové trhy predikují krizi se zhruba půlročním předstihem. Pokud tedy americká centrální banka bude snižovat sazby, aby zabránila krizi na obzoru, proč jsou akciové trhy na svých maximech? Já osobně čekám spíše lepší zítřky než krizi, takže si myslím, že uvolňování měnové politiky, které trhy očekávají, buď vůbec neproběhne, anebo ve výrazně mírnější formě, než jak jsou trhy nastaveny. Na druhou stranu růst akciových trhů v posledním měsíci byl tažen právě očekávaným uvolněním měnové politiky.

Rizika vidím vyvážená s mírným přesahem na negativní straně a ponechávám akciovou alokaci ve fondech poblíž neutrální úrovně s defenzivnějším nastavením sektorové alokace s preferencí firem ze sektoru veřejných služeb, komunikačních služeb a ropných společností. Z regionů preferuji USA proti Evropě a Asii.

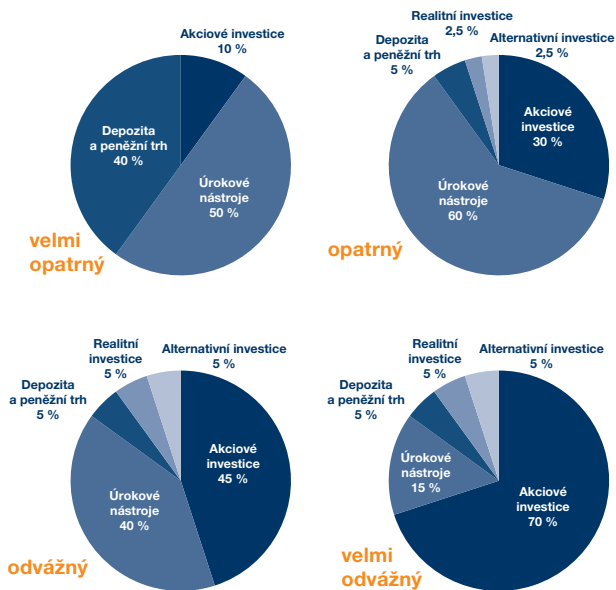
Vzhledem k tomu, že jsou sazby na delších dluhopisech dle mého názoru neopodstatněně nízké, budu i nadále držet vyšší podíl hotovosti v kombinaci s kratšími korporátními dluhopisy. I přes výrazné posílení koruny v posledním měsíci budu držet pozici na její další posílení vůči euru i nadále. Hlavním důvodem je více než 2% úrokový diferenciál, který prostřednictvím této pozice dostávám.

*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 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.

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



### AKCIE

**Přestože v rámci správy našich fondů vidíme aktuálně rizika a příležitosti akciového trhu jako vyrovnaná a takticky nenadávujeme akciovou složku proti jejímu neutrálnímu nastavení, z pohledu dlouhodobého investora dává smysl nakupovat akcie v jakýkoliv okamžik. Nehledě na to, zda jsou právě na svých historických maximech, nebo pod tlakem výprodejů. Zejména u pravidelných investic. V případě korekce, či dokonce hlubšího propadu trhu investor těží z nákupů za nižší ceny (při fixní měsíční částce nakupuje v době propadů více kusů). Akcie mají v současnosti mnoho příležitostí, proč by mohly setrvat v růstovém trendu. Proti stojí určitá rizika, ta jsou však přítomná v každé době.**

Po holubičí ECB z počátku června utvrdil akciový trh v býčím nastavení v druhé polovině měsíce ještě Fed, když nevyvrátil, že by mohl v případě potřeby (výrazné zpomalení růstu, slabá inflace) po 11 letech snížit úrokové sazby. Ještě v prosinci minulého roku přitom na letošek plánoval další utahování měnové politiky. Jeden z centrálních bankéřů prezidenta St. Louiského Fedu James Bullard dokonce hlasoval pro „pojistné snížení sazeb“ již nyní. Trh si signály z Fedu vysvětlil tak, že už na červencovém zasedání očekává akcii. A nižší úrokové sazby jsou stimulem pro růst akciového trhu – mohou vést ke štedřejší akcionářské politice firem, rozproudí trh fúzí a akvizic či usnadnit financování pro rizikovější projekty. Opět se tak můžeme vrátit do prostředí podobného post-krizovému, kdy byly špatné zprávy z americké ekonomiky dobrými zprávami pro akcie. Holubičí Fed je velmi silným argumentem pro akciové investory – ne nadarmo se říká „Don't fight the Fed!“ (obchodovat proti Fedu se nevyplácí).

Mírný optimismus přináší také příslib obnovení obchodních jednání mezi Donaldem Trumpem a čínským prezidentem Si Ťin-pchingem. Jakýkoli pokrok ve vyjednávání či alespoň konstruktivní dialog by mohl zmírnit nejistotu, která kolem obchodních válek v současnosti panuje. Nálada na trhu se tímto podobá letošnímu lednu. S dosažením dohody v krátkém horizontu většina trhu sice nepočítá, přála by si ale přinejmenším určité uklidnění situace.

## Valuace

Akcie nejsou ve srovnání s historií drahé, a to ani vzhledem k silnému růstu cen z poslední doby (v USA dokonce na nová historická maxima). Příznivý zůstává vývoj zisků, které s růstem tržních cen dokáží držet krok. Ekonomická data spolu s firemními fundamenty nám dohromady skládají obrázek, že jsou akcie aktuálně oceněny poblíž dlouhodobě férového ocenění. Naším hlavním ekonomickým scénářem je zpomalení růstu, ne recese, a proto alternativa v podobě dluhopisů nepůsobí atraktivně. Americké akcie jsou oceněny u dlouhodobého průměru (u S&P 500 dosahuje předstíhový P/E poměr 17) a akcie firem z eurozóny (s předstíhovým P/E 13) jsou oproti svému průměru oceněny dokonce se slevou. Rizikem eurozóny zůstává politická nejistota (Itálie, brexit) a vliv celní politiky USA na exportně zaměřené firmy. Poměr ceny k očekávaným ziskům se v případě světového akciového indexu MSCI All Countries pohybuje kolem 15 a 3% dividendový výnos značně přesahuje očekávané výnosy dluhopisů, na něž dopadá měnová politika nízkých úroků.

## Výsledková sezóna

Velmi důležitou událostí pro akcie bude nadcházející výsledková sezóna, která naplno odstartuje začátkem července. Podobně jako v uplynulé sezóně je latka i tentokrát nastavena velmi nízkou (v USA se čeká stagnace zisků), což může opět otevřít prostor pro pozitivní překvapení. Investoři budou ve firemních reportech hledat zejména odpovědi na otázky, zda (a případně jak) na hospodaření společností dopadly protekcionismus a obavy ze zpomalení světové ekonomiky. Na druhou stranu se firmy i přes brzdu obchodních válek mohou nadále spoléhat na silnou spotřebu ve vyspělých ekonomikách pramenící z dobré situace na pracovním trhu. To je vidět například i na stabilně silných indikátorech PMI ve službách napříč trhy. Náš odhad letos počítá v průměru se zhruba 5% růstem celoročních zisků. Výhled byl postupně revidován dolů v důsledku slábnoucí poptávky, kterou způsobilo zpomalení světové ekonomiky a geopolitická rizika (především obchodní války a nejistota kolem brexitu).

## Preferované regiony

### USA

**Americká ekonomika těží ze zdravého pracovního trhu a udržitelné inflace. Firmy využívají silné domácí poptávky a vykazují rekordní zisky. Robustní ekonomika doprovázená inflací poblíž 2% cíle Fedu představuje ideální kombinaci pro akciové investory. USA mají díky uzavřenější ekonomice relativně silnou pozici v obchodních válkách, pokud budou probíhat umírněnou formou.**

Americké předstíhové indikátory předpovídají pokračování růstu americké ekonomiky. Prosperující ekonomika se promítá do růstu kupní síly domácností, 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.

Nevýhodou amerických akcií je vyšší ocenění v porovnání s ostatními 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 v 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 náhled udržujeme zejména na subsektoru 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 umocnily kauzy Facebooku (například se zneužitím uživatelských dat), a plány na 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 štedrou dividendovou politikou. To je však z části vykoupeno malým růstovým potenciálem vzhledem k velké konkurenci v odvětví, zvýšené regulační zátěži a vysokým nákladům na budování infrastruktury.

### Těžba ropy a zemního plynu

**Výkonnost je úzce navázána na vývoj trhu s energetickými komoditami, kterým k růstu cen v posledních týdnech pomáhalo rostoucí napětí na Blízkém východě (hrozící vojenský konflikt USA a Íránu) a výrazný pokles zásob. Sážíme na stabilní společnosti se silným cash flow a atraktivní dividendovou politikou.**

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 a slábnoucí poptávka v důsledku zpomalení světové ekonomiky) jsme na tento sektor díky úspěšnému ozdravení bilancí firem a příznivému ocenění pozitivní.

## Dlouhodobá témata

### Akcie s vysokými dividendami

**Dividendové akcie poskytují oproti širšímu trhu stabilnější výnos, protože jsou zpravidla méně cyklické, navíc dividendy na západních trzích nadále v řadě případů převyšují výnosy státních dluhopisů. Pokud by měl ekonomický**

**růst výrazněji zpomalovat, mohlo by to dividendovým akciím nahraovat díky jejich schopnosti podávat relativně lepší výkon oproti ostatním titulům na klesajících trzích. Díky sektorové diverzifikaci navíc dokáží nabídnout lepší poměr výnosu a rizika než akcie z vyložené defenzivních odvětví.**

Zavedené firmy s kvalitním managementem a přebytkem hotovosti mohou volné peníze využít jen omezeně: investovat do dlouhodobých aktiv, snižovat míru zadlužení nebo hotovost vyplatit akcionářům (ve formě dividend či prostřednictvím zpětných odkupů vlastních akcií, eventuálně realizovat akvizice). Vysoké výplaty zisku jsou výrazem efektivní finanční politiky, v jejímž rámci se spouštějí pouze projekty s pozitivní čistou přidanou hodnotou a přebytečná hotovost se nekumuluje ve společnosti ani 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 4 %. V eurozóně navíc ještě dlouhou dobu nehrozí zvyšování úrokových sazeb, které dividendovým titulům obecně příliš nesvědčí (vysoké dividendy stabilních firem jsou vnímány jako alternativa k nízkým výnosům dluhopisů).

### 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 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, 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.

## DLUHOPISY

**Současné úrokové sazby jsou udržovány nízko prostřednictvím uvolněné monetární politiky předních světových centrálních bank. Ve většině případů nenabízí dluhopisové trhy zajímavé možnosti investování, jen místy se najdou atraktivní segmenty dluhopisů zemí s vyššími úrokovými sazbami. Do této skupiny patří české a americké státní dluhopisy krátkých splatností.**

Reakce trhů na nové komentáře z centrálních bank výrazně stlačila výnosy bezpečných dluhopisů (vyvolala prudký růst jejich cen). Výnos 10letého německého dluhopisu se propadl dokonce na nové historické minimum. V USA se pokles výnosů týkal hlavně střední a delší části výnosové křivky. Částečně invertovaná výnosová křivka vede k tomu, že na delších splatnostech dostáváme stejný nebo dokonce nižší výnos než na nejkratších splatnostech.

V takovémto případě se zatím nevyplácí prodlužovat duraci dluhopisové složky portfolia, pokud neočekáváme v ekonomice vyloženě recesi. Pauza ve zvyšování sazeb Fedu nemusí automaticky znamenat konec cyklu zvyšování sazeb a počátek éry nového uvolňování měnové politiky. V případě scénáře stabilních sazeb (maximálně s možností jednoho „pojistného snížení“) by investor na držení delších splatností relativně ztrácel ve srovnání s tím, když bude držet dluhopisy kratších splatností. Podobná situace je i v České republice.

Dlouhodobě se domníváme, že se výnosy dluhopisů celosvětově „znormální“ na vyšších úrovních. Cesta však může být vlivem nižší inflace a zvýšených politických rizik 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 mzdově-inflačních tlaků, které byly v minulosti pro růstovou fázi ekonomického cyklu 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 poloviny roku 2020.

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. Růst bezrizikových úrokových sazeb navíc způsobuje snížení atraktivity a následný odliv kapitálu z rizikovějších dluhopisů (například dluhopisů států s neinveštním ratingem, korporátních dluhopisů méně kvalitních emitentů či podřízených nebo konvertibilních dluhopisů).

Tomu, kdo chce i nadále investovat do vládních cenných papírů díky jejich povaze „bezpečného přístavu“, doporučujeme velmi krátkou duraci (maximálně 2 roky). Diverzifikace směrem k dluhopisům zemí mimo eurozónu 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 nízké 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 navyšovali.**

## 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. V letošním roce dolar kolísá na úrovni 1,12 až 1,14.

Důvody síly americké měny v posledních letech byly utaženější měnová politika 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 získávaly v nejistých dobách tyto „bezpečné“ investice na atraktivitě.

Přestože výnosy amerických desetiletých dluhopisů (2 %) 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

V posledním měsíci koruna dokázala díky zlepšení sentimentu na rizikových aktivech a mírnější rétorice světových centrálních bank opět posílit, a to i pod hranici 25,50 koruny za euro. Dalším ziskům ale brání její překoupenost ze strany zahraničních investorů. Ta se projevila například loni, kdy koruna nedokázala čelit tlaku na měny rozvíjejících se trhů a oslabila až k úrovním kolem 26 korun za euro. Vzhledem k tomu, že se inflace pohybuje na horní hranici tolerančního pásma centrální banky (v květnu 2,9 % meziročně) a česká ekonomika zůstává velmi silná, může ČNB na ročním horizontu stále uvažovat o zpřísnění měnové politiky. Další kroky bankovní rady budou nicméně výrazně ovlivněny vnějšími faktory vzhledem k silné provázanosti české ekonomiky s Německem a dalšími zahraničními zeměmi.



## REALITNÍ INVESTICE

**Nemovitosti do portfolia v omezené míře patří, protože zlepšují diverzifikaci rizik a často nabízejí relativně bezpečný výnos. V minulých měsících jsme zvýšili podíl realitních investic na neutrální úroveň z předchozího podvážení. K tomuto kroku nás vedla především změna komunikace ECB, která se zavázala k zachování současných extrémně nízkých úroků do poloviny příštího roku, a přehodnocení plánů amerického Fedu, který nyní do konce roku neindikuje ani jedno zvýšení sazeb.**

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. Pravidelný výnos u nich zajišťují pronájmy a benefitují také z růstu cen nemovitostí (díky přecenění aktiv)

Realitním investicím se v poslední době dařilo díky změně v komunikaci centrálních bank, která vedla k poklesu dluhopisových

výnosů. Nízké výnosy z fixně úročených investic (dluhopisů) vedou konzervativně laděné investory k hledání alternativ, mezi které patří právě reality. Sektor je mimoto oblíbený také u institucionálních investorů, jako jsou například penzijní fondy.

Ještě nedávno trh očekával zpřísnění měnových politik, což nebylo pro realitní akcie příznivé, a proto jsme je drželi podváženě. Atraktivitu sektoru mohlo zvyšování úrokových sazeb ohrozit, pokud by vyšší úrokové sazby nedokázal vykompenzovat růst příjmů realitních firem z pronájmů. Kvůli zpomalování růstu světové ekonomiky ale centrální banky rétoriku zmírnily a přešly do vyčkávacího módu, což je pro reality pozitivní. Výrazně zvyšovat podíl realit v portfoliích nicméně nedoporučujeme, protože zatím neočekáváme, že by měly přední centrální banky (Fed, ECB) začít nový cyklus snižování úrokových sazeb. Aktuální postoj centrálních bank spíše vyhodnocujeme jako pauzu v normalizaci měnové politiky a vyčkávání na příchozí data z reálné ekonomiky, která by měla potvrdit, že zpomalení ekonomik je jen dočasné.

## 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 průměrnou 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 začátku července by měla být revidována s ohledem na vyhrocenou situaci na Blízkém východě. V poslední době zesílila geopolitická rizika zejména kvůli vyostření amerických vztahů s Íránem, kde hrozí i vojenský konflikt. Aktuálně se cena ropy Brent pohybuje kolem 66 USD za barel a v následujících měsících očekáváme její kolísání v okolí dnešních úrovní.

## 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 (zaručené 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 nespolečně spotřebovává, 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.

Červen byl pro zlato nejlepší měsíc za poslední 3 roky díky tomu, že jeho cena v posledních týdnech rostla kvůli geopolitickému napětí a výhlídkám celosvětového uvolňování měnové politiky, které způsobily pokles výnosů z jiných bezpečných investic. Aktuálně se obchoduje kolem 1 415 USD za unci.

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 29. 6. 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.