

EKONOMIKA A TRHY

ZÁŘÍ 2019

Jak vidíme svět?

- Investory znervóznila invertovaná výnosová křivka na americkém dluhopisovém trhu.
- Trhy očekávají výrazné uvolnění měnové politiky. Centrální banky pomalu obracejí kormidlem.
- ČNB nejspíš ponechá úrokové sazby v reakci na vnější rizika po delší dobu stabilní.

Co děláme v portfoliích?

- Riziková aktiva držíme na neutrální úrovni.
- 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.

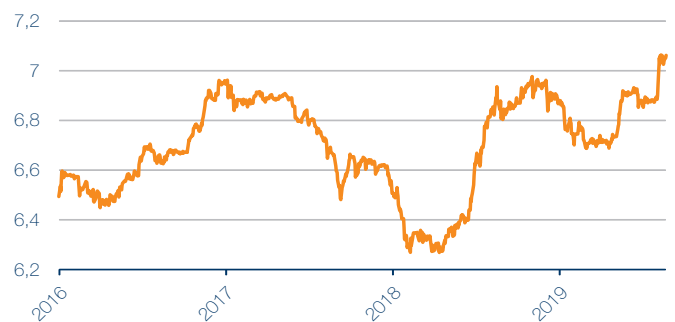
1. EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Obchodní války mezi USA a Čínou neustávají, v srpnu došlo k další eskalaci. Pravděpodobnost tvrdého brexitu stoupla poté, co se Boris Johnson rozhodl přerušit na delší dobu zasedání parlamentu. Centrální banky berou v úvahu geopolitická rizika a zmírňují rétoriku. Tvrdá data naznačují zpomalení růstu, ne recesi, kterou předpovídá dluhopisový trh prostřednictvím invertované výnosové křivky.

Spojené státy americké

Začátkem srpna přišel prudký obrat USA v obchodním konfliktu vůči Číně (již několikrát v pořadí). Trhy byly do té doby optimisticky naladěny na obnovení jednání, následně ale Trump poznamenal, že postup je podle něho příliš pomalý a přišel s dalšími cly. Vzhledem k tomu, že Čína už nemá tolik možností, jak Trumpovy útoky oplátit, sáhla kromě odvetných cel také po zavedené strategii oslabení měny (v praxi to znamenalo, že přestala částečně bránit v oslabení juanu a stanovovala střed flukuačního pásma na nejslabších úrovních od finanční krize). Mimoto oznámila další odvetná cla na americký dovoz. Trump označil Čínu za měnového manipulátora a pohrozil, že zakáže americkým firmám s Čínou obchodovat. Následně své výroky lehce mínil.

USD/CNY



Zdroj: Bloomberg.

Americké předstihové indikátory ISM¹ pokračovaly v sestupném trendu, ve výrobě i ve službách. Přestože se údaje drží nadále nad klíčovou hranicí 50 bodů naznačující růst, nálada podniků je nejslabší za poslední tři roky. Ve výrobě šlo o čtvrtý pokles v řadě. Jednoznačně největší obavou firem jsou obchodní války, které působí oslabení zahraniční poptávky. V případě delšího trvání bez

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

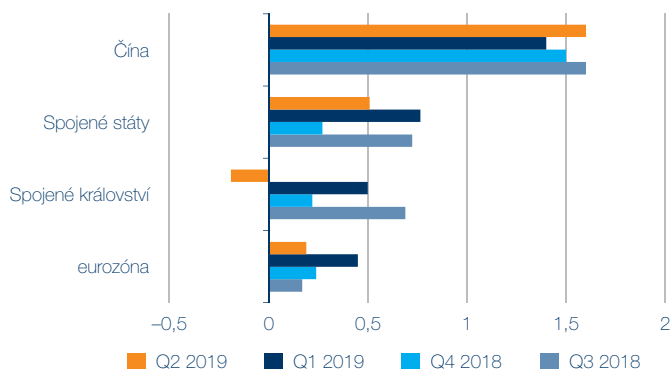
protiopatření v podobě uvolněné měnové politiky Fedu by mohly přivést ekonomiku až do recese.

Výroba tvoří zhruba 12 % americké ekonomiky, dvě třetiny jsou zajištěny sektorem služeb, který zatím není vážně postižen. Spotřební odvětví těží z dobré finanční situace amerických domácností díky zdravému vývoji na pracovním trhu. Míra nezaměstnanosti se v USA drží v okolí 50letých minim (v červenci 3,7 %) a mzdový růst zrychlil na 3,2 % meziročně. Také tvorba pracovních míst zůstala obstojná. Pokračující silnou spotřebu naznačil rovněž index spotřebitelské důvěry od Conference Board za srpen, který se i přes očekávání poklesu udržel na úrovních poblíž několikaměsíčních maxim.

Nejnovější tvrdá data z americké ekonomiky přinesla smíšený obrázek, ale dále potvrdila výše zmiňovanou divergenci výroby a spotřeby. Zatímco průmyslová produkce po silném červnu v červenci meziměsíčně klesla o 0,4 % (pokles byl patrný napříč odvětvími), maloobchodní tržby překonaly očekávání meziměsíčním růstem o 0,7 %, který byl nejsilnější za poslední čtyři měsíce.

Podle druhého oficiálního odhadu dosáhl americký HDP za 2Q růstu 2 % (čtvrtletně, přepočteno na roční bázi, první odhad naznačoval růst o 2,1 %). Tempo bylo v souladu s očekáváním trhu.

Reálný růst HDP (procentní změna, mezikvartálně)



Zdroj: Bloomberg.

Z nemovitostního trhu přišly smíšené zprávy. Prodeje nových domů v červenci výrazně klesly, za červen byl ale počet revidován výrazně nahoru, a to dokonce na maximum od roku 2007. Zlevnění hypoték pomáhá situaci na americkém nemovitostním trhu stabilizovat po řadě slabších měsíců. Počet udělených stavebních povolení stoupl meziměsíčně o 8 % a zvedly se také prodeje starších domů.

Celková inflace v červenci zrychlila k úrovni kolem 2 %. Americká centrální banka nicméně při nastavování své měnové politiky preferuje jiný ukazatel cenové hladiny, a to jádrový index spotřebitelských výdajů PCE, který se pohybuje výrazně pod jejím 2% cílem.

Ze zápisu z červencového zasedání Fedu vyplynulo, že červencové snížení sazeb nemá znamenat začátek nového cyklu uvolnění měnové politiky, ale pouze jistou „rekalibraci“ v rámci současného nastavení. Centrální banka tímto chce klást důraz na flexibilitu měnové politiky v prostředí zhoršujících se podmínek na trhu (zejména zpomalující se zahraniční poptávky a nejistoty z obchodních válek). Několik centrálních bankéřů s poukazem na slabší inflační statistiky hlasovalo pro razantnější snížení sazeb, než výsledných 0,25 procentního bodu, na druhou stranu se našly i hlasy pro stabilitu sazeb. Agresivnější uvolnění měnové politiky Fedu žádá již delší dobu také americký prezident a opakovaně napadá šéfa Fedu ve svých tweetech.

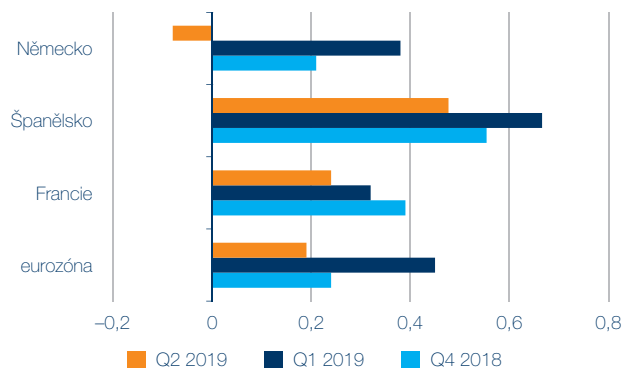
Trh je výrazně nastaven na další pokles sazeb a předpovídá další 3–4 snížení v následujících 12 měsících. Vzhledem k tomu, že my věříme maximálně ve dvě snížení sazeb do konce tohoto roku, považujeme tržní očekávání za přehnaná. Dluhopisoví investoři v podstatě kalkulují s tím, že americká ekonomika upadne v následujících měsících do recese a Fed bude muset odstartovat celý nový cyklus uvolňování měnové politiky (jako historická předzvěst recese je brána inverze výnosové křivky – propad výnosů 10letých státních dluhopisů pod výnosy 2letých – ke které v srpnu na trhu došlo). Zhoršení dat by však mělo být jen dočasné a namísto recese bychom se měli dočkat pouze zpomalení tempa růstu.

Evropa

V Evropě byla v popředí zájmu především politická témata. Kromě tikající bomby v podobě tvrdého brexitu se přidal pád vlády v Itálii. Demisi podal premiér Conti kvůli déletrvajícím sporům s koaličním partnerem Salviniem. Ten měl v úmyslu vyvolat předčasné volby za účelem upevnění pozice jeho krajně pravicové Ligy. Nakonec ale došlo k Salviniho „vyšachování“ – novou vládu utvoří Hnutí pěti hvězd se středolevicovou Demokratickou stranou. Tuto variantu favorizovaly finanční trhy, proto také italské výnosy na rozpad populistické koalice reagovaly poklesem (růstem cen dluhopisů).

V otázce brexitu přitahuje. Naděje na dosažení nové rozvodové dohody, nebo obměny smlouvy dojednané Theresou Mayovou jsou mizivé a obě strany zůstávají „zabarikádované“. Johnson požaduje odstranění irské pojistky z rozvodové dohody, což EU vylučuje. Na veřejnost pronikla vládní analýza kvantifikace dopadů tvrdého brexitu, z níž vyplynulo, že by se Británie v případě odchodu bez dohody potýkala s vážnými výpadky dodávek klíčového zboží (léků, potravin aj.) a kolapsem v přístavech. Brexitěři označili dokument za neaktuální. Zatím posledním krokem Borise Johnsona je přerušování zasedání parlamentu od 12. září do 14. října, které posvětila královna a které značně zkrátí dobu, během níž by odpůrci brexitu mohli prosadit zákon zakazující odluku Británie bez dohody.

Reálný růst HDP (procentní změna, mezikvartálně)



Zdroj: Bloomberg.

Předstihové ukazatele PMI za srpen, které vyjadřují podnikatelskou náladu napříč eurozónou, se mírně zlepšily a naznačily stabilizaci situace po měsících zhoršujícího se sentimentu. I tak se ale ukazatel ve výrobě nadále nacházel pod 50 body, tedy v teritoriu klesající ekonomické aktivity. Ve službách zůstává na slušné úrovni v okolí 53 bodů. Nepatrné zlepšení vykázal také PMI v německé výrobě (z červencových 43,2 na 43,6 bodu v srpnu). Evropská ekonomika je více závislá na průmyslu než ta americká, a proto zde tyto ukazatele mají větší důležitost.

Finální čísla o HDP eurozóny za 2Q 2019 naplnila očekávání analytiků s růstem o 0,2 % mezičtvrtletně (meziročně 1,1 %). V Němec-



Zvířata na finančních trzích

Všichni známe býky a medvědy na finančních trzích. Milujeme býčí trh, a bojíme se naopak trhu medvědího.

V centrálních bankách sedí holubice a jestřábi. Například loni v prosinci se Mr. Market zbláznil a obával se, že příliš mnoho jestřábů ve Fedu utaví světovou ekonomiku a stáhne akciové trhy do medvědího teritoria. Výčet zvířat na finančním trhu je však překvapivě dlouhý.

Pro vysvětlení – býčí trh je růst o 20 % od předchozího minima, medvědí naopak pokles o 20 % od předchozího vrcholu. Říká se, že **býci** jdou po schodech a **medvědi** letí z okna. Taková náhlá medvědí defenestrace. Nárůsty jsou pomalé a setrvalé, propady naopak rychlejší. Někde mezi medvědem a býkem poskakuje **jelen**, jehož nezajímají cykly, ale pohotově kupuje akcie při primárních emisích a zbavuje se jich pravidelně jako svého paroží.

Dluhopis pro pandu či klokana

Nedávno se Portugalsko připomenulo s vydáním dluhopisů v Číně. Dluhopis se jmenoval **Panda** bond. To je vůbec pozoruhodné pojmenování. Jedná se o dluhopis emitenta mimo Čínu, dluhopis je denominovaný v CNY a obchoduje se s ním v Číně. Kdyby někoho ne bavila panda, dá se zkusit **klokani** bond. Kangaroo bond je vydán v AUD, emitovaný mimo Austrálii. Jaké by asi bylo jméno pro obdobný dluhopis v CZK? Dle mé twitterové ankety by se nejlépe uchytily švejkbond či beerbond.

Ostré zuby

Kdo by neviděl legendárního **Vlka** z Wall Street? Dravá šelma, která jde přes mrtvoly. Jedinec, který se nezdráhá vyvinout velké úsilí na manipulaci trhu. Není to však jediný charakter s ostrými zuby. Snem mnoha zemí je stát se ekonomickým **tygrem**, uspěje však jen hrstka. Některé ekonomiky mohou mít pocit dojných **krávy** pro své zahraniční majitele. Také tady máme skupinu zemí, kterým se začalo říkat **PIGS**. Atraktivní investiční zkratka posledních let je FANG, znamenající sestavu firem jako Facebook, Amazon, Netflix a Google. Věděli jste, že fang znamená i **tesák**? A je náhoda, že čínská zkratka BAT (Baidu, Alibaba, Tencent) se tváří jako **netopýr**?

Jednorozec

Novicem v investičním zvířecím stádu je **jednorozec**. 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 – uspěje totiž jen jeden z mnoha. Mnozí finanční **žraloci** víří okolo neveřejných firem a snaží se následně realizovat své zisky při primární emisí akcií.

Přehled lidských charakterů. V čem se vidíte vy?

Investoři se dělí do typologie osobností. Zvířata v sobě dost často odrážejí lidské charaktery a jejich míru chamtivosti. Takové **kuře** je strašpytel. Strach z investic ho natolik paralyzuje, že odmítá investovat do kolísavých akcií a zůstává na spořicímu účtu, možná se odváží pomyslet na dluhopisy. **Prasata** jsou naopak dychtivá pro žhavých tipech, ignorují riziko, pohlcojí je emoce a těší se na rychlý zisk. Anglické rčení "Bulls make money, bears

make money, pigs get slaughtered" však indikuje, že to mnohdy nedopadá dobře. **Králík** je rychlejší než prase, obchoduje několikrát za den v řádu minut a večer jde s klidem domů se všemi zavřenými pozicemi. **Želva** je pomalá v nakupech i prodejkách, má dlouhodobý horizont a denní pohyby ji nezajímají, veze se na hodně dlouhých trendech. Pozor však na zdánlivě jednoduchou **supí** kořist, která leží jako na podnose, jen ji zvednout. Taková akcie se někdy zachová jako dead cat bounce, tedy něco jako poslední kočičí skok. Pokud má **kočka** devět životů, tento skok byl jejím posledním. **Pštros** se na to nemůže dívat a celkem dle očekávání strčí hlavu do písku. Pozor, to však nemusí být špatná investiční strategie, neprodávat akcie v poklesu se podle mé zkušenosti vyplácí. Zjevně je to lepší než klasická fáze bezmyšlenkovitého úprku uprostřed stáda **ovcí**. **Psí** akcie je taková, která se silně propadla a přitahuje pozornost analytiků. **Velryba** je silný hráč, který svým výtlačem hodně zahýbá cenou akcií. Při investování je výhodné mít velrybu po svém boku a vézt se na stejné vlně.

Černá labuť

A pokud by si někdo byl jistý sám sebou, může přiletět černá **labuť**, která má sílu zavařit všem výše uvedeným. Tímto pojmem nás obohatil Nassim Nicholas Taleb, který popisoval na příkladu pravidelně vykrmovaného **krocana**, že zásadní události budoucnosti nelze odhadovat na základě minulé zkušenosti. Krocán každý den dostal krmivo a mysl si, že se tak bude mít až donekonečna. Jednoho dne však místo čerstvé potrawy přišel řezník. Pointa je v informační asymetrii. Zatímco krocán netušil, řezník věděl dlouho předem.

Jaroslav Vybíral, hlavní investiční strateg, ČSOB Asset Management

ku vykázala ekonomika mezičtvrtletně pokles o 0,1 %. Německo má však oproti ostatním zemím v eurozóně potenciál podpořit ekonomiku fiskálním stimulem, brání mu v tom zatím legislativa vyžadující vyrovnané rozpočty (s výjimkou krizových let).

Ostatní tvrdá data z eurozóny (statistiky za červen) vyšla smíšená. Průmyslová produkce zklamala, když se meziměsíčně propadla o 1,6 % (meziročně dokonce -2,6 %). Maloobchodní tržby naopak potěšily, když meziměsíčně vzrostly o 1,1 % (meziročně +2,6 %).

Hlavní ekonom ECB trhy navadil, že na svém zářijovém zasedání přijdou centrální bankéři s velkým stimulačním balíčkem. Mohlo by jít o snížení sazeb dále do záporu, opětovné spuštění kvantitativního uvolňování či jiné nástroje pro uvolnění finančních podmínek. Vývoj inflace v eurozóně je naprosto neuspokojivý a ospravedlňuje centrální banku k akci. Podle předběžných dat dosáhl index spotřebitelských cen v eurozóně v červenci 1 %.

V souvislosti s chystanými novými opatřeními ECB se nejvíce spekuluje o zavedení tzv. tieringu. ECB by v rámci něho mohla částečně upustit od negativních úroků z dobrovolných rezerv bank, což by omezilo tlak na profitabilitu evropských finančních institucí plynoucí ze záporných depozitních sazeb. Neznáme zatím podrobnosti chystaného programu ECB, pokud by vše proběhlo podle japonského nebo švýcarského modelu, mohly by banky ušetřit 4,4 až 6,6 miliardy eur ročně. V současnosti platí za uložené rezerv převyšujících povinný limit u ECB kolem 7 miliard eur. Pokud by depozitní sazba ECB klesla na -0,5 %, bylo by to 8,8 miliardy eur. Neblahým efektem tohoto opatření (tieringu) by ale mohlo být paradoxně utážení finančních podmínek v periferních zemích, kde banky nemají přebytky dobrovolných rezerv (naopak v nejvýhodnější pozici by byly banky v nejbohatších částech eurozóny, které disponují velkou přebytkovou likviditou). Možnost depozita bezplatně zaparkovat do určitého limitu u ECB by tak mohla vést ke snížení

likvidity na trhu a efektivně vyvolat růst výpůjčních nákladů namísto jejich snížení, o které ECB (ve snaze stimulovat ekonomiku) usiluje. Složitost systému by navíc mohla umožnit různé arbitráže a narušit fungování mezibankovních trhů.

Ekonomický výhled

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

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

Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a měnových kurzů

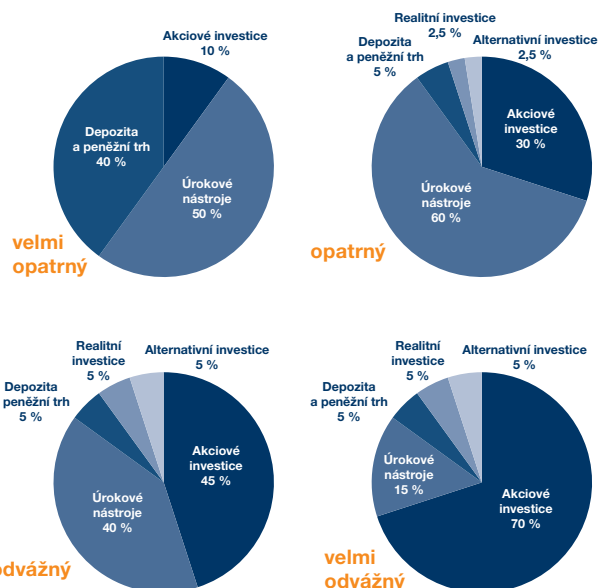
		09/2019	03/2020	09/2020
CZK	14denní repo sazba	2,00	2,00	2,00
	10letý dluhopis	1,00	1,15	1,25
	USD/CZK	23,59	22,37	21,98
	EUR/CZK	25,95	25,50	25,50
EUR	Depozitní sazba	-0,40	-0,50	-0,50
	10letý dluhopis Německo	-0,71	-0,70	-0,50
USD	Horní hranice pásma	2,25	1,75	1,75
	10letý dluhopis	1,50	1,60	1,80
	EUR/USD	1,10	1,14	1,16

*) Horní hranice pásma.

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

2. TRHY A INVESTIČNÍ STRATEGIE

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



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.



Náš výhled na portfolia

Srpen byl velmi výživný, co se politických témat týká. Na poli obchodních válek mezi Čínou a USA došlo k další eskalaci a nepředpokládám, že by v září mělo dojít k uklidnění. Také ohledně brexitu se situace zhoršila. Rétorika britského premiéra Johnsona zvyšuje pravděpodobnost tvrdého brexitu, tzn., odchodu Británie z EU bez dohody. V neposlední řadě bude v září zasedat americká centrální banka, od které trh očekává výraznou reakci na zvýšená rizika, a je tak otázkou, jestli svým jednáním Fed trh nezklame.

V tomto prostředí se daří zejména méně rizikovým investicím, které jsou ale již z mého pohledu nesmyslně drahé, a proto bych i bez výrazného uklidnění situace očekával spíše jejich lehkou korekci. Na druhé straně riziková aktiva, v čele s akciemi, nejsou ani přes srpnový pokles nikterak levná a prostor pro jejich růst je tak v současné době z mého pohledu omezený. Od výrazných propadů v blízké budoucnosti je však chrání holubičí centrální banky.

Z tohoto důvodu budu držet mírně podváženou akciovou pozici s defenzivnějším sektorovým nastavením. I přes poklesy v posledních měsících stále nadvažuji ropné společnosti, které jsou z historického pohledu levné a finančně silné.

Jak jsem již psal výše, dluhopisové výnosy jsou na hodnotách predikujících silnou globální recesi, kterou neočekávám. I z tohoto důvodu se budu delším dluhopisovým investicím vyhýbat a budu nadále držet vyšší podíl hotovostních nástrojů. Z dlouhodobějšího hlediska, pokud člověk neočekává armageddon, nedává smysl nakupovat 10letý státní dluhopis s výnosem 1 %, když hotovost vynáší téměř 2 %.

Koruně se v tomto prostředí také příliš nedaří, ale více než 2% úrokový diferenciál, který na pozici sázející na její posílení sbírám, je dostatečným důvodem k jejímu dalšímu držení.

Petr Kubec, portfolio manažer, ČSOB Asset Management

AKCIE

Přestože v rámci správy našich fondů vidíme aktuálně zvýšená tržní rizika a takticky podvažujeme riziková aktiva proti neutrálnímu nastavení, z pohledu dlouhodobého investora dává smysl nakupovat akcie v jakýchkoli okamžicích. 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 obnovit růstový trend. Proti stojí určitá rizika, ta jsou však přítomná v každé době.

Světové akciové indexy zažily turbulentní vývoj. Hlavním důvodem byla eskalace obchodního konfliktu mezi USA a Čínou, nárůst politických rizik v eurozóně a rostoucí obavy z příchodu recese, kterou naznačuje vývoj na dluhopisovém trhu. Na druhé straně podporou byla úspěšná výsledková sezóna v USA (3/4 firem z S&P 500 vykázaly lepší než očekávané výsledky).

Nižší úrokové sazby jsou zásadním stimulem pro růst akciového trhu – mohou vést ke štedřejší akcionářské politice firem, rozprout 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).

Valuace

Akcie nejsou ve srovnání s historií většinou férově oceněné. Příznivý zůstává i po negativních revizích vývoj zisků, které s růstem tržních cen zatím dokáží držet krok. 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 předstihový P/E poměr 17) a akcie firem z eurozóny (s předstihovým P/E 13) jsou oproti svému průměru oceněny 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 a obavy trhu z recese.

Výsledková sezóna

Obavy z obchodních válek a ochlazení světové ekonomiky se propisují do výhledů firemního hospodaření. I přes pesimistické indikace managementů firem ale výsledková sezóna za druhý kvartál v USA proběhla úspěšně a překonala očekávání analytiků (oproti očekávané stagnaci zisků firmy z S&P 500 vykázaly jejich růst o 3 % a vzestup tržeb o 5 %).

I přes brzdu obchodních válek se společnosti 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, udržitelné inflace a nadějí na méně přísnou měnovou politiku Fedu. Firmy využívají silné domácí poptávky a vykazují rekordní zisky. Robustní ekonomika doprovázená inflací pod 2% cílem Fedu představuje ideální kombinaci pro akciové investory. USA mají díky uzavřenější ekonomice relativně silnou pozici v obchodních válkách, pokud budou probíhat umírněnou formou.

Americké předstihové 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 nevyhýbají ani americkým firmám. Díky větší uzavřenosti amerického trhu na ně mají ale relativně menší vliv než na akcie společností 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 telekomunikační 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 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 nemusí 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), pokuty a 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 měsících 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. 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 neutráčí za ztrátové projekty nebo příliš vysoko oceněné akvizice.

Dividendy jsou oproti zpětným odkupům silnějším signálem, že je cílem společnosti budovat stabilní hodnotu pro akcionáře (snižování 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 necelých 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 (je velmi široce regionálně diverzifikována) 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.

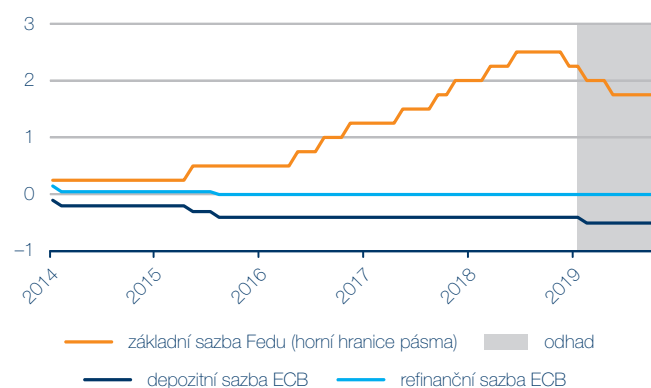
Krátkodobým rizikem pro vodohospodářské společnosti, které jsou v tématu významně zastoupeny, může být růst úrokových sazeb. Podnikům s větším zadlužením a z rizikovějších rozvíjejících se trhů by se mohly zvednout výpůjční náklady, čímž by se snížila rentabilita jejich investičních projektů. Díky změně rétoriky centrálních bank ve vyspělých regionech ale zvyšování úroků už opět není na pořadu dne. I přes vyšší krátkodobou volatilitu (například v porovnání s investicemi pouze do vyspělých trhů) 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 kolem -0,7 %. V USA zůstává invertovaná výnosová křivka, což vede k tomu, že na delších splatnostech dostáváme stejný nebo dokonce nižší výnos než na nejkratších splatnostech. Výnosy 10letých i 2letých amerických dluhopisů se aktuálně pohybují kolem 1,5 %.

Úrokové sazby centrálních bank (v %, p. a.)



Zdroj: Bloomberg.

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 dalších 1–2 „pojistných snížení“) by investor na držení delších splatností relativně ztrácel ve srovnání s tím, když bude držet dluhopisy kratší. 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 mzdové-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 v dohledné době na současné úrovni, případně je ještě snížit hlouběji do záporu.

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 neinvestičním 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 posledního měsíce jsme podíl hotovosti navýšili na úkor komodit.

Měny

Vývoj měnového páru EUR/USD

Dolar od ukončení kvantitativního uvolňování v USA zhodnotoval, jen rok 2017 znamenal pro americkou měnu výrazné oslabení. Roky 2018 a 2019 jsou ale zpět ve znamení rychlejšího růstu americké ekonomiky proti eurozóně, a tím pádem i silnějšího dolaru. V letošním roce se dolar dlouhou dobu držel v okolí 1,14 dolaru za euro. Poslední zasedání ECB, které vyznělo v holubičím tónu, a rozhodnutí Fedu snížit sazby zatím jen o 0,25 procentního bodu ale pomohly měnovému páru sklouznout hlouběji pod úroveň 1,11.

Důvody síly americké měny v posledních letech byly utaženější měnová politika Fedu v kontrastu s uvolněnou měnovou politikou

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 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 kvůli zhoršení sentimentu na rizikových aktivech oslabovala až na 25,9 koruny za euro. V dlouhodobém posilování podle prognózy ČNB jí brání překoupenost ze strany zahraničních investorů a absence stimulů z centrální banky, která je zatím komfortní se stabilitou sazeb. Inflace se pohybuje na horní hranici tolerančního pásma centrální banky (v červenci 2,9 % meziročně) a česká ekonomika zůstává silná. Další kroky bankovní rady budou nicméně výrazně ovlivněny vnějšími faktory vzhledem k silné provázanosti české ekonomiky s Německem a dalšími zahraničními zeměmi, které zažívají citelnější zpomalení růstu. Na srpnovém zasedání nedošlo ke změně úrokových sazeb.

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 může snížit sazby ještě o dalších 0,5 procentního bodu.

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 podvážené. 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 zmínily, což je pro reality pozitivní. Výrazně zvyšovat podíl realit v portfoliích nicméně nedoporučujeme, protože zatím neočekáváme, že by měly přední centrální banky (Fed, ECB) přistoupit k soustavnějšímu snižování úrokových sazeb. Aktuální postoj centrálních bank spíše vyhodnocujeme jako pauzu v normalizaci měnové politiky a vyčkávání na příchod 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 Lacerta²

Investiční strategie fondu je založena na pečlivém výběru měn a následném využívání pohybů měnových kurzů. K diverzifikaci rizika dochází zaujímáním pozic v různých cizích měnách současně. Základní měnou fondu je euro.

Cílem strategie je generovat potenciální výnos, který je spojen s pohyby měnových kurzů. Fond má možnost investovat do deseti měn, mezi něž patří euro, americký dolar, japonský jen, britská libra, švýcarský frank, norská koruna, švédská koruna, kanadský dolar, australský dolar a novozélandský dolar. K zaujímání pozic v těchto měnách jsou využívány forwardové kontrakty.

Fond může zaujmout buď dlouhou, krátkou, nebo případně žádnou pozici v příslušných měnách na základě matematického modelu. Model kombinuje tři nezávislé strategie, ve kterých vyhodnocuje vývoj na relevantních akciových trzích a 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

Komoditám se vyhýbáme, jejich pozici jsme v posledním měsíci v reakci na další důkazy o zpomalení světové ekonomiky snížili v portfoliích na nulu. Neočekáváme růst cen, který by kompenzoval náklady rolování³ při držbě futures kontraktů. Vhodnější cesta, jak participovat na pozvolném růstu jejich cen, vede přes akcie těžářských firem.

Aktuálně se cena ropy Brent pohybuje kolem 60 USD za barel a v následujících měsících očekáváme její kolísání v okolí dnešních úrovní. Úsilí kartelu OPEC rebalancovat ropný trh sice vedlo k poklesům zásob, nicméně poptávková strana trhu, především slábnoucí růst spotřeby ropy v důsledku ekonomického zpomalení, představuje hlavní cenově-negativní riziko, viditelně zastiňující i geopolitické napětí na Blízkém východě.

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 ne-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.

Poslední měsíce jsou pro zlato příznivé, jeho cena rostla kvůli geopolitickému napětí a vyhlídkám celosvětového uvolňování měnové politiky, které způsobily pokles výnosů z jiných bezpečných investic. Aktuálně se obchoduje kolem 1 520 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 30. 8. 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.

² V rámci programu Premium nelze koupit fond napřímo, je však součástí portfolií strategických fondů.

³ Návratnost investic do komodit určuje kromě cenového trendu dané komodity i tzv. efekt rolování (znovuobnovování kontraktu). Investor nenakupuje komoditu samotnou (tanker plný ropy, loď plnou obilnin nebo kontejner mědi), nýbrž forwardové (budoucí) kontrakty, které musejí být rolovány, aby investice trvala. Většinou je třeba zaplatit prémii (contango), jediné v případě, že jsou dlouhodobé futures levnější než ty krátkodobé, získává dodatečný výnos (backwardation). Výsledky těchto často spekulativních obchodů jsou však poměrně nepředvídatelné.