

EKONOMIKA A TRHY

LISTOPAD 2019

Jak vidíme svět?

- Americké indexy posunuly výše maxima díky zklidnění obchodního konfliktu mezi USA a Čínou.
- Fed podle očekávání snížil sazby o čtvrt procentního bodu.
- Británie se s EU dohodla na „flexibilním“ odkladu brexitu do 31. ledna 2020.
- ČNB na listopadovém zasedání pravděpodobně ponechá sazby beze změny.

Co děláme v portfoliích?

- Riziková aktiva držíme na mírně podvážené úrovni.
- Z regionálního hlediska nadvažujeme region severní Ameriky na úkor Evropy.
- Sektorově upřednostňujeme informační technologie a komunikační služby.
- Z dluhopisů držíme spíše kratší splatnosti.

1. EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Říjen byl ve znamení nadějí na uklidnění obchodní války na americko-čínské frontě a složitých jednání kolem brexitu, jehož termín byl původně stanoven na 31. října, ale nakonec byl opět odsunut. Makroekonomická data vesměs potvrdila očekávané zpomalení růstu v předních světových ekonomikách a Fed reagoval na zvýšená rizika v ekonomice dalším snížením úrokových sazeb.

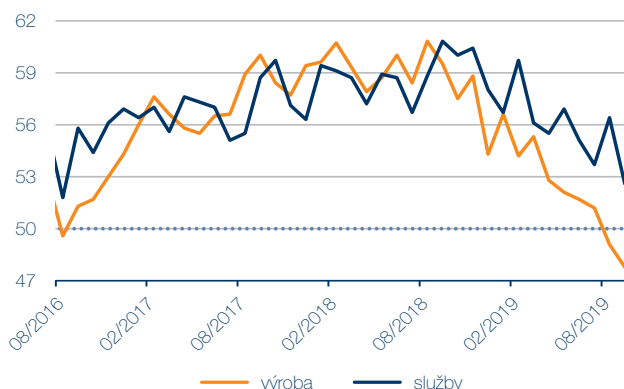
Spojené státy americké

Mezi USA a Čínou probíhají jednání, která by mohla po dlouhých měsících nejistoty konečně vést k dosažení alespoň rámcové

obchodní dohody. Obě strany se uchýlily k určitým kompromisům. Zatímco Čína již v září prohlásila, že plánuje upustit od cel na některé americké zemědělské produkty, USA ke konci října prohlásily, že uvažují o prodloužení celních výjimek na čínský import v hodnotě 34 miliard USD, které by jinak skončily v prosinci.

Podle různých komentářů je největší úspěch, že USA a Čína přistoupily k rozfázování dohody, protože doposud bylo jednání podáváno jako všechno, nebo nic. V současnosti se dohoda týká tzv. „Phase I“, která v sobě zahrnuje především pozastavení dalšího zvyšování cel ze strany USA a nákup zemědělských produktů z čínské strany. V této fázi jsme podle našeho názoru již několikrát byli, a aby nedošlo k další eskalaci, bude potřeba do další schůzky zajistit splnění výše uvedených závazků.

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



Zdroj: Bloomberg.

Předstihové indikátory v říjnu nepříjemně překvapily. ISM¹ ve výrobě se propadl na nejnižší úroveň od roku 2009 a další měsíc v řadě tak naznačil obavy nákupních manažerů z recese. Nejhorší čísla

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

přišla z oblasti exportních objednávek, které slábnou už od července, což jen potvrdilo nevyhnutelný dopad eskalace obchodních válek na poptávku po výrobě. Mnoho optimismu nepřinesl ani předstihový index ISM ve službách, který sice zůstal v teritoriu expanze, ale oproti předchozímu měsíci i očekávání se prudce propadl a vykázal nejslabší čísla za poslední 3 roky. Z výroby se tak zpomalení aktivity v omezené míře šíří i do dalších částí americké ekonomiky (výroba tvoří jen kolem 11 % americké ekonomiky, klíčová je spotřeba a sektor služeb).

Zářijový report z pracovního trhu přinesl rozporuplné zprávy. Míra nezaměstnanosti sice spadla v září na 3,5 %, tedy na 50leté minimum, mzdy ale zpomalily růst na 2,9 % meziročně a nových pracovních míst bylo v září vytvořeno jen 136 tisíc. Celkově lze říct, že se americká ekonomika nadále pohybuje na hranici tzv. plné zaměstnanosti, i když tvorba pracovních míst v posledních měsících zpomaluje. Podle odhadů atlantského Fedu je třeba pro udržení současné míry nezaměstnanosti, aby v ekonomice vznikalo minimálně 109 tisíc pracovních míst měsíčně.

Data o maloobchodních tržbách a průmyslové výrobě za září tentokrát zaostala za odhady a podobně jako většina ostatních dat poukazovala na trend zpomalení ekonomiky ve třetím kvartále.

Maloobchodní tržby se poprvé za posledních 7 měsíců propadly (meziměsíčně -0,3 %), na vině byly slabé prodeje aut, stavebních materiálů a zboží na internetu. Částečně přispěl efekt zlevnění pohonných hmot.

U průmyslové výroby byl kromě pokračujících negativních efektů obchodních válek patrný značný dopad rozsáhlé stávky v General Motors, která ochromila automobilovou výrobu (meziměsíčně šlo o pokles o 4,2 %). Při započtení aut se průmyslová výroba v září propadla meziměsíčně o 0,5 %, po jejich očistění pouze o 0,1 %.

Data z nemovitostního trhu zklamala, slabší čísla ale přišla po nebyvale silném srpnu, který byl ovlivněn výrazným poklesem úroků z hypoték v letních měsících. Průměrná úroková sazba u nově poskytnuté 30leté hypotéky činila loni v listopadu kolem 5 % (dle dat Mortgage News Daily) a ještě letos v březnu se držela nad 4,5 %. Už v květnu začaly ale úroky razantně klesat a na konci září se pohybovaly pouze kolem 3,5 %.

Růst HDP za třetí kvartál sice oproti předchozímu čtvrtletí mírně zpomalil (z 2 % na 1,9 %, čtvrtletně, přepočteno na roční bázi), tempo ale překonalo očekávání ekonomů, kteří předpovídali zpomalení růstu na 1,6 %. K lepšímu výsledku dopomohly především spotřeba a vládní výdaje. Přestože spotřební výdaje zůstaly silné, oproti druhému kvartálu jejich růst zpomalil. Firemní investice vlivem napjaté situace na trhu práce a nejistot v zahraničním obchodě pokračovaly v poklesu, i když o něco slabším než v předchozím období. Zátěží byl také rostoucí dovoz. Podle posledních dat (ke konci srpna) činil deficit americké obchodní bilance 54,8 miliardy USD.

Celková inflace v září stagnovala na 1,7 % meziročně, jádrová (bez cen energií a potravin) se však nadále držela výrazně nad 2 %.

Fed na říjnovém zasedání v souladu s očekáváním trhu potřeť v tomto roce snížil úrokové sazby o 0,25 procentního bodu a aktuálně tak cíluje pásmo na 1,5–1,75 %. Pro další období naznačil pauzu v uvolňování měnové politiky. Zásadně se změnila textace prohlášení centrální banky, v němž zmizela věta o tom, že bude Fed jednat ve snaze udržet expanzi americké ekonomiky. Nahradilo ji vyňhavější vysvětlení, že bude monitorovat přichodící data, která by mohla ovlivnit ekonomický výhled, a podle toho posuzovat, zda je pásmo úrokových sazeb nadále nastaveno přiměřeně situaci. Celkově tak spíše z rétoriky centrální banky pro dohledné období vyzněla snaha vyčkávat než odchodit dále snižovat sazby. Dále centrální bankéři zdůrazňovali, že i když Fed opět nakupu-

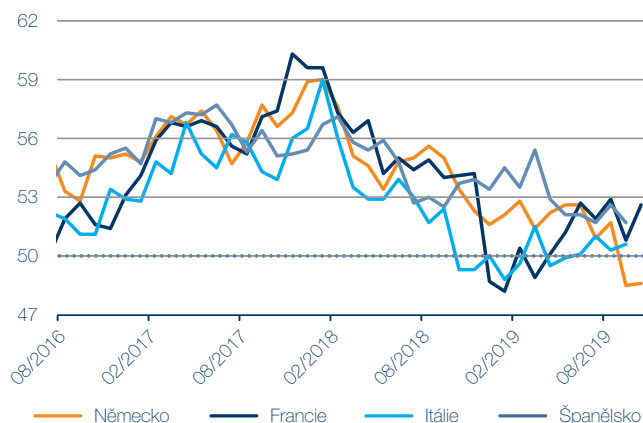
je dluhopisy, je jejich cílem tentokrát zejména stabilizace sazeb v rámci cílovaného pásma, a ne obnovení programu kvantitativního uvolňování.

Evropa

Během října pozornost investorů v Evropě nejvíce přitahovala situace v Británii, které měl ke konci října vypršet odklad brexitu. Boris Johnson s EU mezitím vyjednal novou dohodu bez tzv. irské pojistky. Aby mezi Irskem a Severním Irskem nevznikla tvrdá hranice, mělo by Severní Irsko zůstat v celní unii s EU, zatímco zbytek Británie by měl mít odlišný režim. Vzhledem k tomu, že se zatím Johnsonovi nepodařilo získat pro novou dohodu souhlas britského parlamentu, požádal EU (jak mu ukládá legislativa) o další prodloužení lhůty pro vystoupení z Unie. Brexit je tak odložen o další tři měsíce (do 31. ledna 2020), v případě dřívější ratifikace nové rozvodové dohody ale může být lhůta zkrácena. Nyní se rozbíhá předvolební kampaň a 12. prosince proběhnou předčasné volby, od kterých si Boris Johnson slibuje upevnění pozice Konzervativní strany a své pokračování v čele britské vlády.

Předstihové ukazatele PMI za říjen, které vyjadřují podnikatelskou náladu napříč eurozónou, se zlepšily jen nepatrně (kompozitní ukazatel dosáhl na 50,2 bodu²). I přes optimismus panující kolem vývoje obchodního konfliktu mezi USA a Čínou ale zůstává nejistota vysoká. Objevují se náznaky, že po čínské frontě by se americká administrativa mohla zaměřit na celní válku na frontě evropské. Nad Evropou visí hrozba cel na automobilky (Trump má na rozhodnutí čas do listopadu) a v platnost vešla nová cla týkající se Airbusu. Zde USA vyhrály soudní spor ohledně subvencí pro Airbus a získaly tak právo uvalit cla ve výši 7,5 mld. USD na evropské výrobky. Celková suma sice není nikterak významná (v porovnání s 500 mld. USD čínského zboží), může však jít o signál, že nová válečná fronta je otevřena.

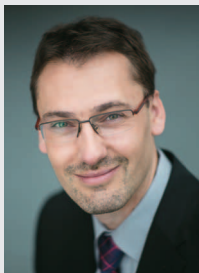
Eurozóna: Indexy nákupních manažerů
(Markit, PMI kompozitní; recese < 50; expanze > 50)



Zdroj: Bloomberg.

Růst HDP eurozóny za 3Q 2019 překonal očekávání analytiků s růstem o 0,2 % mezičtvrtletně (meziročně 1,1 %). Ostatní tvrdá data z eurozóny (statistiky za srpen) taktéž potěšila. Průmyslová produkce meziměsíčně vzrostla o 0,4 % a maloobchodní tržby byly meziměsíčně vyšší o 0,3 %. Míra nezaměstnanosti v září dosahovala 7,5 %.

² Údaje nad 50 body značí očekávání expanze, údaje pod 50 body naopak očekávání recese.



Život na baterky

Naše investice dlouhodobě ovlivňují technologické a společenské změny. Představují pro investory jak riziko, tak příležitost. Z tohoto důvodu

nelze podceňovat dlouhodobé trendy, a naopak, pokud je včas odhalíme, můžeme z nich profitovat. Nedávný příklad z všechny. Firma Nokia, kdysi nejpoptávanější výrobce mobilních telefonů, nezvládla nástup chytrých telefonů a uvolnila místo pro současnou hvězdu, Apple, první společnost, která dosáhla tržní hodnoty 1 bilionu dolarů. Jedním z těchto dlouhodobých trendů, které můžeme v dnešních vyspělých regionech identifikovat, je výrazná „ekologizace“ společnosti, posun od vysoce emisních zdrojů energie k obnovitelným a od spalovacích motorů k elektrickým. Nejde o náhodu, produkce elektřiny a doprava jsou sektory s největšími emisemi skleníkových plynů. Vedlejším produktem snahy o zezelenání obou sektorů budou mimo jiné baterie.

Elektromobilita

Diskuze kolem elektromobility se prozatím týká několika jejích větví. Jednou z nich jsou auta poháněná elektřinou z baterie (BEV) nabíjené z dobíjecích stanic nebo domácí nabíječky. Dále to mohou být vodíkové články, případně kombinace spalovacího motoru a elektrického (hybridy). Nejvyšších investic se prozatím dočkala auta na Li-ion baterie, výraznou zásluhu na jejich propagaci a medializaci má americká Tesla. Velké klasické automobilky ji však již následují a své projekty už představili všichni přední producenti aut, mimo jiné i Škoda Auto. Budoucí vývoj je sice stále nejistý, ale nikdo se nechce stát novou Nokii.

Energetická hustota

Samotné baterie pro pohon elektrických vozů si prošly zajímavým vývojem, zvýšila se především jejich efektivita díky lepšímu využití materiálů. Před příchodem Li-ion baterií bylo množství energie na kilogram hmoty příliš nízké (tzv. nízká energetická hustota), což předurčovalo jejich použití u méně náročných zařízení, jako jsou mobilní telefony, notebooky nebo hodinky. U těchto produktů jsou nevýhody nízké energetické hustoty vyváženy výhodami v možnosti dobíjení při provozu, snadné přenosnosti a rychlém dodání energie pouhým stiskem vypínače. Technologický pokrok již umožňuje zařadit mezi tyto

produkty také auta. I když je v současnosti množství prodaných BEV velmi nízké, existují odhady (např. Bloomberg New Energy Finance), že do roku 2040 bude zhruba 35 % všech prodaných aut poháněných z baterií. To může být až 40 milionů vozů ročně, pro které bude potřeba vyrábět obrovské množství baterií. Odhady vysoké poptávky podporuje také klesající průměrná cena Li-ion baterie, která tvoří podstatnou část ceny elektrovozu. Od roku 2010, kdy její cena byla kolem 1 000 USD/kWh, klesla její cena na současných zhruba 190 USD/kWh. S klesající cenou se také snižuje její dopad na celkovou cenu vozu. Podle Bloomberg New Energy Finance tvořila cena baterie v roce 2015 více než 50 % hodnoty BEV, zatímco dnes je to již jen kolem 33 %. Do roku 2025 by tento podíl mohl spadnout pod 20 %. Výrobce elektrických vozů Tesla si dal dokonce za cíl dostat se ve svých továrnách na baterie, tzv. Gigafactory, až na cenu 100 USD/kWh, čímž by se ceny těchto vozů srovnaly s těmi se spalovacími motory. Některé čínské zdroje (např. CATL – čínský výrobce baterií) uvádí schopnost dostat se na podobná čísla už do roku 2020 a s dvojnásobnou energetickou hustotou.

Náročná a špinavá těžba

Produkce baterií je však náročná na přírodní zdroje a jejich těžba nemá s ekologií vůbec nic společného. V současnosti existuje několik verzí Li-ion baterií, nejčastěji se liší složením katody. Podle analýzy švýcarské banky UBS, která do detailu zanalyzovala BEV Chevy Bolt, by roční poptávka po lithiu vzrostla 29x, pokud by všechna současná auta byla vyrobena na stejné bázi.

Zatímco lithium a další materiály mohou zaznamenat dramatický růst poptávky, analýza od UBS upozorňuje také na některé suroviny, po nichž by poptávka z důvodu přechodu na BEV měla klesnout. Například platiny a paladia, které se používají na výrobu katalyzátorů, by v bezemisních autech nebylo potřeba. Je přítom možné, že nemusí zůstat jen u baterie typu Li-ion. Již dnes se například objevují technologická řešení na bázi vanadia a jistě se dočkáme i jiných.

Není už pozdě?

Po euforii z lithia a dalších „bateriových kovů“ v minulém roce došlo následně ke korekci a dnes se dostáváme k mnohem přijatelnějším cenám a přesnějším odhadům nabídky a poptávky. Podle Hype křivky od Gartnera (poradenská společnost) má přijetí každé nové tech-

nologie pět fází a každá novinka dosáhne dospělosti jinou rychlostí (od pár let po několik desetiletí). Zjednodušeně lze říci, že po první euforii z nové technologie přichází určité vystřízlivění, dokonce negativní publicita, a až poté, co jsou vyřešeny doprovodné problémy, přichází přijetí technologie rostoucí uživatelskou základnou. Podle mého názoru se elektroauta a s nimi také těžba surovin nutných k jejich provozu nachází uprostřed třetí fáze, takzvané deziluze – vystřízlivění, což je pro investory o něco riskantnější poloha ve srovnání s další fází („návrat k realitě“), ale taky s vyšším potenciálem. Čekání na potvrzení trendu, výstavbu nabíjecích stanic, levnější auta, apod. může stát investory nemalý ušlý zisk.

Obnovitelné zdroje energie

Výroba elektřiny z obnovitelných zdrojů sice není žádná novinka, za posledních několik let ale došlo ke změnám, které trend výroby z obnovitelných zdrojů posilují. Evropská unie čerstvě přijala závazek v podobě snížení emisí skleníkových plynů do roku 2030 o 40 % proti roku 1990. Navíc zavazuje členské státy k navýšení podílu obnovitelných zdrojů na konečné spotřebě alespoň na 32 % a podobně požaduje také zvýšení energetické účinnosti. Hodně výrazným propagátorem obnovitelných zdrojů je největší evropská ekonomika, Německo. Kancelářka Angela Merkelová letos prohlásila na klimatické konferenci v Berlíně, že její země bude do roku 2050 emisně neutrální. A v neposlední řadě jde také o elektromobilitu. Je těžké propagovat ekologická auta na elektřinu vyráběnou z uhlí. Mnoho těchto iniciativ po celém světě však dodnes vypadá tak, že stát dotuje stavbu zařízení nebo garantuje výkupní ceny, případně oboje. Výsledkem je růst cen energií pro spotřebitele i pro domácí průmysl s prozatím diskutabilní energetickou efektivitou.

Vítr bez dotací?

Naštěstí technologický pokrok zaznamenává i v tomto oboru svoje dílčí úspěchy. V roce 2017 došlo při německé aukci pro provozovatele obnovitelných zdrojů k významné události. Vítěz, kterým byl provozovatel mořského větrného parku (tzv. offshore), podal nabídku na dodávku elektřiny bez potřeby jakékoli dotace ke svému provozu. A je to právě větrná energie z mořských parků, která nabízí vzhledem ke své poloze velmi zajímavý potenciál. Asociace Wind Europe ve své studii tvrdí, že evropská geografie umožňuje instalaci tolika větrných parků, aby jejich produkce kryla až 25 % celkové energetické spotřeby EU při průměrné

výrobní ceně 54 eur/MWh. To je méně než mezní náklady jaderných reaktorů, uhlí i zemního plynu. Jedním z hlavních hybatelů v této kalkulaci je velikost větrných turbín, které se díky propracovanější technologii stavby, ukotvení a použitým materiálům zvětšují a zefektivňují. Uvedené shrnuje následující graf z prezentace dánské firmy Ørsted, stavitele a provozovatele větrných parků, která upozorňuje na významný pokles nákladů na produkci elektřiny z offshore větrných parků za posledních 6 let.

Obnovitelné zdroje energie však skýtají řadu problémů, které vyplývají už z jejich definice. Jejich výroba elektřiny je nezávislá na člověku a potýká se s velkými výkyvy. Proto i v tomto oboru bude nutné vyvinout systémy, které poslouží k vyrovnání výkyvů produkce elektřiny z obnovitelných zdrojů. A jsme zpátky u bateriek, které jsou jedním z těchto řešení. Bateriových systémů pro elektrárny se týkají

stejná materiálově náročná omezení jako u bateriových článků pro elektroauta.

Kde investovat

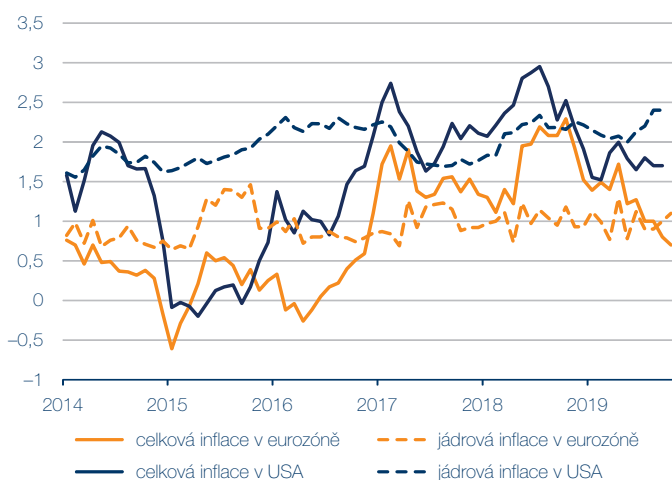
Pokud se bude lidstvo chtít spoléhat na trvale udržitelné zdroje energie a nízké emise, bude také potřebovat obrovské množství surovin a materiálů. Nejčastěji jsou skloňovány měď, hliník, lithium, kobalt, nikl a vzácné zeminy. Všechny tyto suroviny jsou nutné k výrobě, uskladnění a distribuci zelené energie. Odklon od fosilních paliv nebude zadarmo a toto je cena, kterou bude nutné zaplatit. Otázka je, jak se na této vlně svězt. Automobilky nemusí být ideální investicí, protože je čeká investičně náročná doba s nejistým výsledkem. Největší investice do elektromobility vedle Tesly oznámil Volkswagen, ale ani BMW, Daimler nebo Renault nechtějí zůstat pozadu. Některé japonské značky se prozatím drží stranou. Zato provozovatelé obnovitelných zdrojů,

především větrných parků (např. zmiňovaný Ørsted), výrobci turbín (např. Siemens Gamesa, Vestas Wind Systems) a baterií a jejich subdodavatelé (např. Umicore, Panasonic, Samsung SDI, LG Chem, BASF, E.On) budou patřit k vítězům současného snažení díky společenské objednávce, politické podpoře a relativně vysokým bariéram vstupu do odvětví. Také těžbařské firmy mohou zažít renesanci (např. Albemarle, SQM, AMG, Rio Tinto a další), především pokud do jejich portfolia budou spadat kritické materiály a vyhnou se korporátním přehmatům (úplatky, dětská práce, apod.). Zajímavou investicí se mohou v budoucnu stát také firmy zabývající se recyklací baterií. Do tohoto oboru musí rovněž nezbytně proudit investice. Bez schopnosti recyklace totiž může celý zelený příběh dostat významnou trhlinu.

Pavel Kopeček, portfolio manažer, ČSOB Asset Management

Poslední zasedání ECB s Mariem Draghim v čele již nepřineslo zásadní změnu kurzu měnové politiky. Depozitní sazba zůstala na -0,50 % a nedošlo ani ke změnám v prohlášení centrální banky. To znamená, že sazby zůstanou na historickém minimu do doby, než přijdou jasné signály o zvýšení inflace. Vývoj inflace v eurozóně zůstává neuspokojivý (v říjnu dosáhl v eurozóně index spotřebitelských cen podle předběžných údajů 0,7 %, jádrová inflace vystoupala na 1,1 %), na čemž by se podle prognózy ECB nemělo mnoho měnit ani v příštím roce, kdy centrální banka očekává inflaci na 1 %. Draghi připustil, že problémy v mezinárodním obchodě dopadají na výrobu v EU a firemní investice. ECB nicméně očekává pro tento i příští rok udržení tempa ekonomického růstu nad 1 %. Draghi dále potvrdil, že nové kolo kvantitativního uvolňování se rozběhne podle plánu 1. listopadu, měsíční nákupy dluhopisů budou činit 20 miliard eur měsíčně a potrvají do doby, dokud budou ekonomické podmínky v eurozóně vyžadovat uvolněnou měnovou politiku.

Inflace (v %, ročně)



Zdroj: Bloomberg.

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	1,2	1,2	1,0
USA	2,2	2,0	1,5	1,9

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

Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a měnových kurzů

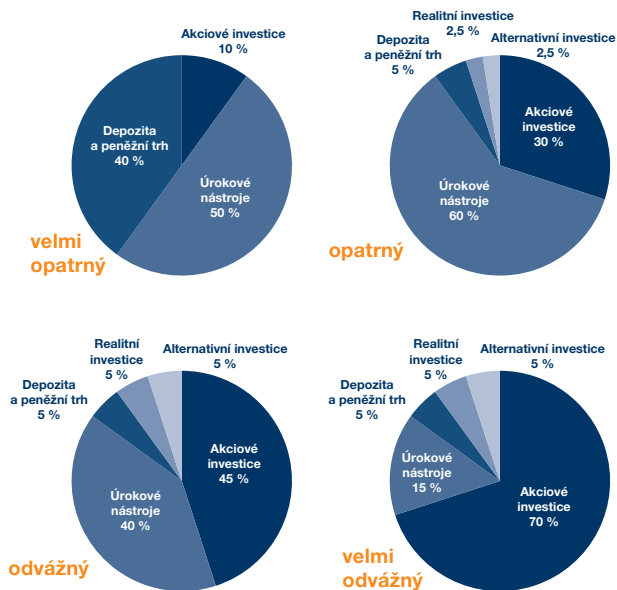
		10/2019	04/2020	10/2020
CZK	14denní repo sazba	2,00	2,00	2,00
	10letý dluhopis	1,41	1,60	1,70
	USD/CZK	22,86	22,17	21,79
	EUR/CZK	25,51	25,50	25,50
EUR	Depozitní sazba	-0,50	-0,50	-0,50
	10letý dluhopis Německa	-0,41	-0,50	-0,35
USD	Horní hranice pásma	1,75	1,75	1,75
	10letý dluhopis	1,73	1,90	1,95
	EUR/USD	1,12	1,15	1,17

*) 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.

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 jakýkoliv okamžik. 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 pokračovat v růstovém trendu. Proti stojí určitá rizika, ta jsou však přítomná v každé době.

Zásadním stimulem pro růst akciového trhu v současném prostředí je ochota centrálních bank snižovat úrokové sazby. Holubičí Fed je velmi silným argumentem pro akciové investory – ne nadarmo se říká „Don't fight the Fed!“ (obchodovat proti Fedu se nevyplácí). Nižší úroky mohou vést ke štedřejší akcionářské politice firem, rozprudit 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. Z posledních makrodat (zejména z USA) je však patrné, že se zatím žádné katastrofické scénáře nenaplnily, tudíž investoři postupně svá očekávání ohledně snižování sazeb Fedu krotíli.

Během posledních měsíců se trh veze převážně na vlně mírného optimismu díky zprávám o obratu v obchodním konfliktu mezi USA a Čínou, který by v nejlepším scénáři mohl přinést i určitou formu rámcové dohody. Odložení brexitu bohužel není dlouhodobým řešením, krátkodobě tedy přineslo úlevu, nejistota mezi investory ale přetrvává. I tak se americkým indexům podařilo opět posunout výše historická maxima.



Náš výhled na portfolia

Překotné dění na geopolitické scéně z posledních měsíců by mohlo ustoupit do pozadí. Investoři by se tak mohli začít

více soustředit na makroekonomická data. Ta nejsou ve většině případech nikterak optimistická, na druhou stranu se ale zdá, že se je již nezhoršují. Pokud se tento trend potvrdí, mohlo by to znamenat nižší pravděpodobnost recese světové ekonomiky v následujícím roce.

Někteří investoři s recesí ve svých modelech počítají. My mezi ně nepatříme a věříme, že zpomalení globální ekonomiky

je pouze dočasné a ekonomické recesi se v blízké době vyhneme. Na druhou stranu, očekávání podpory ekonomiky ze strany centrálních bank je stále vysoké. Pokud reálný vývoj ekonomik nebude tak špatný, jak někteří očekávají, tak bude i podpora centrálních bank nižší, což by mohlo přinést na trhy lehké zklamání.

Stále nevidím prostor pro výraznější růst akciových trhů, především kvůli stagnujícím ziskům firem. I z toho důvodu budu i nadále podvážen v akciích ve prospěch hotovosti, která přináší do fondů téměř 2% roční výnos. Při případné korekci akciových trhů bych však tuto hotovost využil k navýšení současné pozice v akciích. Ze sektorů budu držet především ty, které mají malou vazbu zisků na výkonnost ekonomiky. Z cykličtějších odvětví budu držet i technologie, kde vidím prostor pro růst, především díky jejich výrazné schop-

nosti přizpůsobit se potřebám zákazníků a inovacím.

Přestože dluhopisy velkou část svých letních zisků již odevzdaly, stále bych nevyločoval další růst výnosů (pokles cen) z důvodů uváděných výše. Proto i zde budu spíše na té konzervativnější straně a duraci fondu budu udržovat poblíž současných úrovní. Stále budu využívat příležitostí na nákup korporátních dluhopisů se zajímavým poměrem výnosu a rizika, kterých však v dnešní době není mnoho.

Pozici v české koruně vůči euru budu držet i přes posílení koruny z posledního měsíce. Stále věřím v dlouhodobé posilování koruny a více než 2% úrokový diferenciel, který za tuto pozici ročně inkasují, je zajímavým bonusem navrch.

Petr Kubec, portfolio manažer, ČSOB Asset Management

Valuace

Akcie jsou ve srovnání s historií většinou férově oceněné. Naším hlavním ekonomickým scénářem je zpomalení růstu, ne recese, a proto alternativa v podobě dluhopisů nepůsobí atraktivně. Americké akcie jsou oceněny lehce nad dlouhodobým průměrem (u S&P 500 dosahuje předstihový P/E poměr 18) a akcie firem z eurozóny (s předstihovým P/E 14) jsou oproti svému průměru oceněny se slevou. Rizikem eurozóny zůstává politická nejistota (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 16 a téměř 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 se ale ziskovost (zejména amerického) trhu vyvíjí solidně. Pokud nyní v třetím kvartále procházíme lehkou ziskovou recesí, nemusí to být nic dramatického a navíc v dalších kvartálech by mělo dojít k podstatnému zlepšení. Zisky jsou totiž poměřovány na meziroční bázi a loni je v Americe navýšila agresivní daňová reforma Donalda Trumpa.

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 odolnosti indikátorů PMI ve službách napříč trhy. Náš odhad letos počítá s růstem celoročních zisků v nižších jednotkách procent. 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 v posledních měsících z 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.

Vývoj makrodat v USA předpovídá pokračování pozvolného růstu americké ekonomiky, ne recese. 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

Informační technologie

IT jsou sektorem zaměřeným na růst a inovace. V dnešní době si bez moderních technologií již prakticky nedokážeme představit náš každodenní život. K růstu poptávky po jejich produktech napomáhá zvyšující se kupní síla spotřebitelů ve vyspělém i rozvíjejícím se světě. Sektor zůstává oceněn níže, než je obvyklé.

Vyšší kupní síla domácností je díky příznivému vývoji ekonomiky dobrou zprávou pro poptávku po IT produktech. Sektor ale nepodporují pouze spotřebitelé. Roste investiční poptávka ze strany firem, které musejí uvolňovat stále více peněz z rozpočtů, aby držely tempo s technologickým vývojem. Technologie lákají zákazníky díky neustálým inovacím produktů. Datová mobilita, cloud computing, e-commerce a internet věcí představují bezpochyby nejrychleji rostoucí segmenty a prosazují se napříč globální ekonomikou. Sektor technologií se nachází hlavně v Americe, je ale velmi mezinárodně zaměřen.

Slibný výhled sektoru je navíc spojen s atraktivním oceněním – technologie se obchodují jen lehce nad úrovní ocenění širšího trhu, přitom investoři byli u IT v minulosti ochotni platit výraznou prémii.

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. 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), pokuty a zdanění internetových tržeb v celé řadě zemí.

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

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 nahrávat 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 3,8 %. 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.

Střednědobým 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), současně se však nacházíme v naprosto odlišném rozpoložení. I přes vyšší krátkodobou volatilitu (například v porovnání s investicemi pouze do vyspělých trhů) nám téma dává pro dlouhodobou investici smysl.

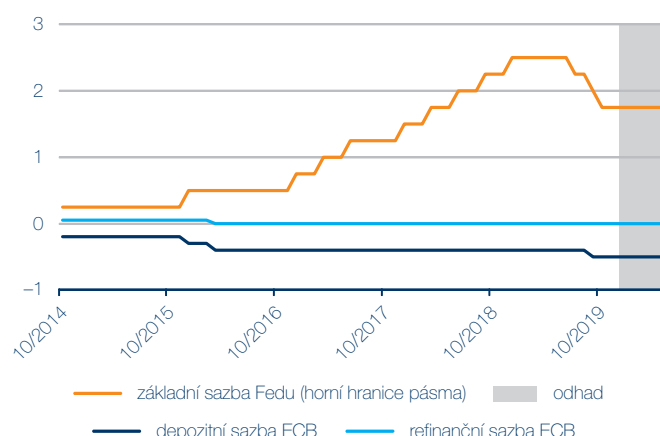
DLUHOPISY

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 otočku centrálních bank letos výrazně stlačila výnosy bezpečných dluhopisů (vyvolala prudký růst jejich cen). Výnos 10letého německého dluhopisu se ke konci srpna propadl dokonce na nové historické minimum kolem $-0,7\%$. Během září a října ale docházelo ve většině regionů k částečné korekci dluhopisových výnosů, jak investoři spolu s příznivějšími daty z americké ekonomiky odbourávali sázky na nejkatastrofičtější scénáře ekonomické recese. V USA se částečně normalizovala také výnosová křivka, což vedlo k tomu, že dluhopisy 10leté splatnosti opět nesou o něco vyšší výnos ($1,7\%$) než na splatnosti 2 roky ($1,6\%$).

V případě ploché až invertované křivky se nevyplácí prodlužovat duraci dluhopisové složky portfolia, pokud neočekáváme v ekonomice vyložené recesi. V případě scénáře stabilních sazeb by investor na držení delších splatností relativně ztrácel ve srovnání s tím, když bude držet dluhopisy kratší. Podobná situace je i v České republice.

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



Zdroj: Bloomberg.

Dlouhodobě se domníváme, že se výnosy dluhopisů celosvětově „znormální“ na vyšších úrovních. Cesta však může být vlivem nižší inflace a zvýšených politických rizik pomalejší, než se původně očekávalo. Inflace v eurozóně se už řadu let nedokázala dostat stabilně k cíli ECB, a to ani v době, kdy se její 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 depozitní sazbu v dohledné době hluboko v záporu a pokračovat s nekonvenčními nástroji stimulace ekonomiky.

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). Politika dlouhodobě nízkých sazeb v eurozóně je ale mimořádně špatnou zprávou pro konzervativní investory v eurech. Méně rizikové eurové dluhopisy nesou záporný výnos a vyšší výnosnosti tak lze v rámci dluhopisových témat získat jedině zvýšením rizikovosti (regionálně nebo u některých zemí výrazným prodloužením durace). 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 domácí měně. Nejvhodnější variantou tak pro eurové konzervativní investory zůstává mírná diverzifikace do akcií (celosvětových).

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.

Měny

Vývoj měnového páru EUR/USD

Dolar od ukončení kvantitativního uvolňování v USA zhodnocoval, 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 současnosti se pohybuje v okolí 1,12 dolaru za euro.

Důvody síly americké měny v posledních letech byly vyšší dolarové úroky v kontrastu se zápornou depozitní sazbou 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

Koruna díky přísnější rétorice některých centrálních bankéřů z ČNB z posledních týdnů dokázala posílit až na úroveň pod 25,50 koruny za euro. Částečně také pomohlo zlepšení sentimentu vůči rozvíjejícím se trhům obecně, které přineslo příměří v obchodních válkách mezi USA a Čínou a odložení brexitu. Ve výraznějším posilování koruny načrtnutém prognózou ČNB brání překoupenost ze strany zahraničních investorů a obavy trhu z provázanosti české ekonomiky s ekonomikou německou, která prochází v důsledku obchodních válek, brexitu a zvýšení regulace v automobilovém průmyslu citelným ochlazením.

Většina členů měnového výboru na zářijovém zasedání hlasovala pro stabilitu sazeb, překvapily však dva disidentní hlasy pro jejich zvýšení. Trh byl naladěný spíše na celosvětovou vlnu uvolňování měnové politiky nebo alespoň na mírnější rétoriku s důrazem na vnější rizika. Centrální bankéři nicméně upozorňovali především na domácí faktory. Inflace se v ČR pohybuje v horní části tolerančního pásma centrální banky (v září 2,7 % meziročně) a česká ekonomika zůstává i přes vinobití za hranicemi zatím překvapivě odolná. Náš odhad počítá se stabilními sazbami do konce letošního i příštího roku.

REALITNÍ INVESTICE

Nemovitosti do portfolia v omezené míře patří, protože zlepšují diverzifikaci rizik a často nabízejí relativně bezpečný výnos. Realitní sektor ponecháváme v našich portfoliích na neutrální úrovni. K tomuto kroku nás vedla především změna komunikace ECB, která se pro dohledné období zavázala k zachování současných extrémně nízkých úroků, a přehodnocení plánů amerického Fedu na normalizaci měnové politiky.

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 zprůšnění měnových politik, což nebylo pro realitní akcie příznivé, a proto jsme je drželi podvěženě. 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, což je pro nemovitosti pozitivní. Výrazně zvyšovat jejich podíl v portfoliích nicméně nedoporučujeme, protože zatím neočekáváme, že by měly přední centrální banky (Fed, ECB) přistoupit k soustavnějšímu snižování úrokových sazeb.

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

Komoditám se vyhýbáme, jejich pozici jsme v v reakci na další důkazy o zpomalení světové ekonomiky snížili v portfoliích na nulu. Neočekáváme růst cen, který by kompenzoval náklady rolování⁴ 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 zastíňující 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 nespoteřebává, 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 1 500 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 31. 10. 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.