



## Podpůrný materiál k fondu Patria Selection 2

Akciové trhy byly zasaženy Brexitem i změnami ve výhledu, ale ve většině případů se dokázaly vzchopit. Zejména to platí pro britské akcie podpořené slabou librou a měkčí měnovou politikou, a potom pro akcie americké.

Index S&P500 je meziročně výš zhruba o 7 procent, na čemž má zásluhu pouze nárůst valuací. Forward (NTM) P/E poměr dal celkem rychle zapomenout na korekci z 1Q16, která ho dostala na dohled dlouhodobému (10 let) historickému průměru (15,3x). Nyní se pohybujeme na úrovni kolem 18,5x a relativně k historickému průměru jsme tak již nepříjemně blízko úrovni +2 standardních odchylek. Z čistě statistického hlediska je tak další růstový potenciál amerického akciového trhu notně omezen. Začátkem 2H16 se prudce zvedl P/E poměr také u evropského Euro Stoxx 50<sup>®</sup> nebo německého DAXu.

Zmíněná struktura růstu (závislá na rostoucích valuacích) ještě více než kdy jindy odkazuje na důležitost očekávání, na kterých stojí aktuální vysoké valuace. Z ekonomického pohledu jde o dvě klíčové oblasti – budoucí výkon ekonomiky (resp. korporátní zisky) a výhled pro měnovou politiku. Tyto dvě věci se navzájem ovlivňují. Z pohledu akcií jde jednak o potenciál pro růst firemních výnosů daný výkonem ekonomiky, dále pak o přísun nových peněz na trh určený podpůrnou politikou centrálních bank.

V první oblasti nečekáme zázraky, ale výhled pro hlavní světové ekonomiky je relativně příznivý. Výrazněji se vymyká snad jen Británie, která se bude srovnávat se slabšími investicemi, včetně útlumu reálního trhu, i opatrnější spotřebou.

Rostoucí korporátní zisky samozřejmě mají potenciál navrátit trh k rozumnější valuaci, jenomže tržní konsenzus pro příští rok již teď vyhlíží jejich více než 13% meziroční nárůst. V této rovnici budou mít ve finále rozhodující slovo ropa a dolar. U ropy předpokládáme stabilizaci cen někde poblíž aktuálních spotových kurzů, čímž by v meziročním srovnání s koncem letošního roku postupně začal odeznívat negativní bazický efekt, jenž hluboce poznamenal zisky ropného a navázaných průmyslových odvětví. Dolar ovšem může americkému korporátnímu sektoru ještě zatopit. Kurz dolaru, jenž bytostně závisí na měnové politice Fedu, by se při návratu k utahování mohl opětovně stát brzdou pro konkurenceschopnost a profitabilitu společností exponovaných na zahraniční obchod. Slabé euro podpořené pokračující monetární expanzí ECB je naopak pro evropskou exportně orientovanou ekonomiku požehnaním.

Fundamentálně výhled tedy ještě více než v minulosti nahrává sektorům a firmám zaměřeným na domácí spotřebitelskou poptávku, zlepšení vidíme zejména u služeb a zboží dlouhodobé spotřeby. Ve srovnání s indexem S&P500 je o poznání méně exponováno na zahraničí i zdravotnictví. Stabilnější podmínky se dají čekat u ropného sektoru i investic s touto oblastí spojených. Otazník dál visí nad obratem v americkém průmyslu, který však prozatím aspoň upevnil svou konsolidaci. Seznam našich sektorových preferencí by nebyl kompletní bez strukturálně atraktivního technologického odvětví.

Důvody, proč akciové trhy v uplynulých týdnech opakovaně atakovaly lokální (Evropa) či globální maxima (USA), ovšem spatřujeme primárně v politice centrálních bank. Čímž se dostáváme k největšímu paradoxu posledního období. Největší riziková událost tohoto roku – Brexit – dopadla nad očekávání špatně, čehož výsledkem jsou nad očekávání dobré výkony rizikových aktiv. Zní to možná kontra-intuitivně, ale z našeho pohledu jsou za vším především zmíněné centrální banky. V první linii je přirozeně BoE, která už na vzniklou situaci zareagovala dodatečnou monetární expanzí, což se mimo samotného výsledku referenda již stihlo podepsat negativně na libře. Ještě podstatnější změnou pro globální finanční trhy je ovšem odsunutí dalšího dílu utahovacího cyklu pod taktovkou Fedu ke konci letošního, nebo až do příštího roku. Křivka utahování dolarových měnových kohoutků tak bude i díky Brexitu ve finále o poznání plošší, než se zdálo na začátku cyklu (prosinec 2015). Taktéž roste šance na další akci z dílny ECB, i když u ní počítáme v krátkém horizontu spíše s pasivitou, a/nebo BoJ. Výsledkem pokračující globální monetární expanze jsou setrvalé klesající výnosy na dluhopisovém trhu.

Ruku v ruce s čím dál dražšími dluhopisy, jejichž výnosy leckde klesly k/pod nulu už i na 15 a víceletých splatnostech (např. Německo, Japonsko), tak v honbě za alespoň nějakým rozumným výnosem dostávají prostor pro další růst akcie. Vztah dluhopisů a akcií v čase definují velmi silně náklady příležitosti. Jinými slovy se jedná o ušlý zisk, o nějž investoři přicházejí, drží-li akcie na úkor dluhopisů, a naopak. U dluhopisů je tímto nákladem akciová riziková prémie (ERP – Equity Risk Premium), u akcií reálné úrokové sazby (nominální výnos – inflace). Do tohoto vztahu pak samozřejmě promlouvá i celá škála dalších indikátorů popisujících ekonomický cyklus.

Ve vleku očekávání o pokračující monetární podpoře ze strany Fedu poslaly poslední týdny k nule už i reálné výnosy na americké



kém dluhopisovém trhu. Ani pokles „ziskového výnosu“ (earnings yield, což je obrácený P/E poměr) amerických akcií ruku v ruce s rostoucími valuacemi tudíž nezměnil nic na relativní atraktivnosti akcií na úkor dluhopisů. Řečeno jednoduše, naše preference pro akcie na úkor dluhopisů přetrvává, neboť v současnosti zkrátka neexistuje žádná rozumná alternativa k akciím, byť ty nejsou zdaleka levné.

Z historických dat navíc vyplývá, že nynější podmínky, kdy se ERP pohybuje na úrovni 4–5 % (v závislosti na použití reálné nebo nominální veličiny), přičemž nominální úrokové sazby jsou čím dál tím nižší (tedy ceny dluhopisů stále vyšší; což platí díky ECB a BoJ zejména pro eurozónu a Japonsko, ale nově třeba i pro USA), přejí povětšinou akciím na úkor dluhopisů.

Přestože, nebo právě díky tomu, že v současnosti podepírají výkony prakticky všech tříd aktiv, tzn. i těch rizikových, primárně centrální banky, mohl by Fed v 2H16 návratem k cyklu utahování měnových podmínek rozlet trhů poněkud přibrzdit. Výsledkem by pak mohla být situace ne nepodobná té z 1Q16, kdy první zvýšení referenčních sazeb Fedu pomohlo nastartovat odliv kapitálu z rozvíjejících se trhů do výnosově atraktivnějších Spojených Států. Z regionálního hlediska tedy zůstáváme u preference pro vyspělé trhy Západní Evropy a USA na úkor trhů rozvíjejících.

Pokud by na zvýšení referenčních sazeb Fedu v tomto roce přecejenom došlo, převezme roli ochrany proti eventuálním výprodejům rizikových aktiv v krátkém horizontu tzv. lookback opce, která je obdobně jako v případě Global Partners Patria Selection 1 nedílnou součástí struktury fondu Global Partners Patria Selection 2.

Ve srovnání s první iterací naší spolupráce s ČSOB AM, tedy fondem Global Partners Patria Selection 1, se tak nejvýznamnější změny odehrávají na úrovni podkladového portfolia. Tyto změny přirozeně vycházejí z aktuálních podmínek na finančních trzích.

Vzhledem k tomu, že Brexit se na základě prvotních dat ukazuje jako převážně lokální riziko pro Británii, potažmo Evropu, v podkladovém portfoliu jsme výrazně snížili váhu Británie (nyní jen 16 %) a naopak citelně posílili váhu USA. Váha amerických akcií tak stoupá na bezmála 40 %, přičemž co do počtu americké tituly (celkem 18) dokonce převažují. Tento krok má ještě jeden oporný bod, jímž je povaha USA jakožto velké a relativně uzavřené ekonomiky, jež je do velké míry izolovaná od rizik plynoucích z Brexitu, nebo zpomalující čínské ekonomiky (resp. plíživě devalvujícího juanu). Prim v americké ekonomice tak může nadále relativně nerušeně hrát domácí spotřeba, které se prozatím vede velmi dobře.

Jedním z hlavních zdrojů rizika na akciových trzích je nynější svízelná situace evropského bankovního sektoru, především pak jeho problémovějších částí (např. Itálie, nebo ryze investiční banky), jež se pravděpodobně nevyhnou další rekapitalizaci. Váha finančního sektoru v podkladovém portfoliu proto klesá na pouhých 2 %, jež reprezentuje americká pojišťovna Metlife, která může v budoucnu profitovat z růstu úrokových sazeb.

Ze sektorového hlediska tedy tentokrát stavíme na strukturálně atraktivních odvětvích zdravotnictví (23% váha) a IT (16 %), která jsou doplněná o oba spotřební sektory (dohromady 37 %). Tyto čtyři sektory tvoří dohromady 3/4 podkladového portfolia fondu.

Sektor zdravotnictví má výhodné defenzivní charakteristiky, valuační prémie vůči historickému průměru byla navíc z trhu z větší části vymazána proběhnuvší korekcí. Z dlouhodobého strukturálního hlediska se pak může opřít o předpokládaný nárůst soukromých/veřejných výdajů na zdravotní péči. Odvětví je navíc zralé pro konsolidaci, což se již odráží v rekordním realizovaném objemu M&A v rámci odvětví. V rámci sektoru pak preferujeme tradiční zavedené velké farmaceutické koncerny, které dle našeho názoru vstupují do fáze akceleračního růstu zisků/marží.

IT sektor je stálíci našich investičních doporučení. Hlavním tahákem je očekávaný růst zisků. V tržní polemice ohledně největšího zástupce Applu nově stojíme na straně valuace. Sektor jako takový se pak z dlouhodobého hlediska může opírat o hned několik silných strukturálních témat, která našla zastoupení rovněž v podkladovém portfoliu fondu. Jde především o služby (resp. software-as-a-service), cloud, mobilní data a 5G.

A konečně, prostřednictvím investic do sektorů spotřebního zboží získáváme v rámci podkladového portfolia expozici na tu nejatraktivnější a nejrychleji rostoucí složku evropského i amerického HDP, navíc do jisté míry izolovanou od výše popsaných rizikových faktorů.

Tematicky stavíme podkladové portfolio primárně na stabilním hotovostním toku, zdravých rozvahách s větším podílem hotovosti a nižším zadlužením, dividendách a poměrně široké diverzifikaci rizik. Ta je díky fondu Global Partners Patria Selection 2 dosažitelná s relativně nízkými transakčními náklady.

Z metodického hlediska vychází finální podkladové portfolio fondu Global Partners Patria Selection 2 z produktu společnosti Patria Finance, a.s., který je pod názvem Dlouhodobé investiční příležitosti od roku 2013 nabízen klientům společnosti Patria Direct, a.s. Od spuštění tohoto produktu dosahuje průměrný výnos doporučení >20 %, průměrná životnost doporučení je >1 rok.

---

Tento text má pouze informační charakter a byl připraven na základě dostupných veřejných zdrojů analytickým týmem společnosti Patria Finance, a.s. Názory zde uvedené neberou v úvahu situaci a osobní poměry jednotlivých investorů a nepředstavují investiční doporučení. Tento materiál má pouze informační charakter a nejedná se o nabídku ani veřejnou nabídku. Hodnota investice a výnosů z ní mohou kolísat v čase. Návratnost investice není zaručena. Podrobné informace o uvedených fondech naleznete na [www.patria-direct.cz](http://www.patria-direct.cz) a [www.csob.cz](http://www.csob.cz).