



Podpůrný materiál k fondu Patria Selection 1

Při pohledu na aktuální stav globálních finančních trhů se v podstatě nabízí jediná investiční alternativa, u níž můžeme počítat s alespoň nějakým rozumným očekávaným výnosem. Mluvíme o akciích.

Náš názor opíráme primárně o relativní srovnání dvou stěžejních tříd aktiv, tj. dluhopisů a akcií (a potažmo komodit, z nichž většina v současnosti trpí převisem nabídky). 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, čili 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.

Z historických dat vyplývá, že nynější podmínky, kdy se ERP pohybuje na úrovni 4,4 %, přičemž nominální úrokové sazby jsou stále velmi nízké (tedy ceny dluhopisů stále velmi vysoké; což platí díky ECB zejména pro eurozónu), přejí povětšinou akciím na úkor dluhopisů. Pokračující normalizace monetární politiky Fedu, která by dle našich odhadů měla ve finále běžet o něco rychleji, než aktuálně zohledňují úrokové futures kontrakty, se pak mimo poklesu cen dluhopisů téměř určitě neobejde bez zvýšené volatility, a to jak na dluhopisovém, tak akciovém trhu.

Utahování monetárních kohoutků obvykle vede ke smršťování poměrových ukazatelů na akciových trzích, což je dáno postupně rostoucí atraktivitou hlavní investiční alternativy v podobě státních dluhopisů. Analýza posledních 5 restriktivních cyklů z dílny Fedu ukazuje, že start utahování finančních podmínek, jež máme v tuto chvíli již zdárně za sebou, má obvykle negativní dopad na akciové trhy „pouze“ v horizontu zhruba třech měsíců, načež následuje obrát. V horizontu 6 měsíců po prvním zvýšení referenčních sazeb tak již americký akciový trh ve většině pozorování vykazuje opět kladný kapitálový výnos. Tento poněkud kontraintuitivní závěr lze vysvětlit tím, že monetární restriktive v naprosté většině případů přichází ruku v ruce s akcelerující ekonomikou, která táhne růst korporátních zisků. Opírajíc se o expanzi zisků tak mohou akciové trhy formovat nová maxima i při kontrakci valuačních násobků.

Z regionálního hlediska preferujeme vyspělé trhy Západní Evropy a USA. Podpůrné argumenty pro naše regionální preference, tj. Západní Evropa > USA > rozvíjející se trhy, nacházíme v pokračující monetární expanzi v rámci eurozóny, postupném utaho-

vání měnové politiky v USA a taktéž v problémech čínské nebo obecněji rozvíjejících se ekonomik. V jejich důsledku by mělo v prostředí rostoucích amerických výnosů docházet ke stěhování zahraničního kapitálu z „emerging markets“ směrem k výnosově atraktivnějším rozvinutým trhům.

Co se týče rozvinutých akciových trhů a jejich valuační korekce, již končil 3Q15 a započal letošní rok, a jež má společný čínský jmenovatel, vymazala z akciových trhů notnou část valuační premie nastřádané v uplynulých letech nezvykle uvolněných finančních podmínek. Řečí čísel, u většiny evropských akciových indexů, včetně panevropského benchmarku Stoxx Europe 600, jsme se u forward P/E poměru (vycházejícího z očekávaných korporátních zisků v následujících 12 měsících) dostali z teritoria 20–30% valuační premie vůči historickému průměru na loňských tržních maximech zpět na dohled dlouhodobým (10letým) historickým průměrům. To samé platí pro americký benchmark S&P 500, jenž měl před sebou z hlediska naakumulované valuační premie zhruba poloviční cestu (cca 10–15 %). Po tristním úvodu letošního roku se na trhu po dlouhé době dokonce objevují kapsy, které jsou z hlediska valuační již pod úrovní dlouhodobých historických průměrů, příkladem budiž německý DAX.



Opětovnému ustřelení poměrových ukazatelů na z historického hlediska neudržitelné úrovně by měl zabránit očekávaný růst zisků, který by měl posléze podpořit i ceny akcií. Tržní konsenzus pro FY16 nyní počítá jak v Evropě tak USA s vyšším jednociferným procentuálním meziročním nárůstem. S definitivním odezněním negativních bazických efektů na sílícím dolaru a ropě bychom se pak v příštím roce (FY17) měli opět podívat na dvouciferné hodnoty.

V Evropě by se měl růst korporátních zisků opírat primárně o pokračující oživení evropské ekonomiky a příznivé měnové vlivy, tedy slabé euro. Navíc lze dle našeho názoru počítat i se stabilizací, nebo dokonce opětovným mírným nárůstem poměrových ukazatelů, což je již funkcí stávajícího investičního prostředí, resp. velmi uvolněného nastavení monetární politiky ECB, která drží dluhopisové výnosy blízko nule a žene investory do rizikovějších tříd aktiv. Americký korporátní sektor, jenž loni „bezmocně“ přihlížel téměř 7% poklesu zisku ve světle sílícího dolaru a především slábnoucí ropy (bez ropného sektoru korporátní zisky loni víceméně stagnovaly), se může letos těšit minimálně na výrazné zmírnění těchto negativních bazických faktorů. USA jsou navíc jakožto velká a poměrně uzavřená ekonomika do velké míry izolovaná od negativního hospodářského vývoje na rozvíjejících se trzích v čele s Čínou. Prim v americké ekonomice tak může nadále relativně nerušeně hrát domácí spotřeba, které se prozatím vede velmi dobře.

Množící se „externí“ rizika (za všechny lze zmínit Čínu a rozvíjející se trhy, průmyslovou část americké ekonomiky, nebo komodity) nás ovšem přiměla ke změně aplikované akciové strategie. Na rozdíl od předešlých let, kdy bylo možné dosáhnout velmi zajímavých výnosů i nákladově nenáročným plošným investováním do akciových trhů prostřednictvím investic do benchmarkových indexů, je v tuto chvíli na místě aplikace selektivnější strategie s důrazem na identifikování investičních příležitostí, které disponují atraktivní valuací, možností ovlivnit „podkladový“ zisk bez ohledu na vnější investiční prostředí, stabilním cash flow a dividendou.

Vzhledem k narůstající volatilitě je ale víc než kdy jindy žádaná důsledná diverzifikace akciových portfolií, jež je u přímých akciových investic obvykle provázena vyššími transakčními náklady (tj. především vyššími obchodními poplatky) s tím, jak roste velikost předmětného portfolia. Existuje ale i nákladově přívětivější alternativa, jak v akciové složce svého investičního portfolia zohlednit vše výše uvedené, již představuje fond Global Partners Patria Selection 1. Podkladové portfolio fondu je široce diverzifikované (30 titulů) napříč všemi stěžejními sektory ekonomik Západní Evropy a USA (vyjma komoditního sektoru) s preferencí Evropy na úkor USA (v poměru 18:12 titulům, z hlediska vah pak 76:24 %).



Ze sektorového hlediska se podkladové portfolio fondu opírá o finanční sektor, následovaný zdravotnictvím a cyklickou spotřebou. Relativně k dlouhodobému historickému průměru (10 let, tedy napříč celým hospodářským cyklem) je bankovní sektor jak v USA, tak v Evropě jedním z mála podhodnocených sektorů ekonomiky. Na základě P/BV poměru dosahuje tento valuační diskont v USA (KBW Bank Index) zhruba 15 %, v Evropě (SX7P Index) dokonce 30 %. Klíčem k vyššímu ocenění sektoru je vyšší profitabilita podnikání měřená návratností vlastního kapitálu (ROTE), na niž se zaměřují restrukturalizační plány prakticky všech bankovních konstituentů podkladového portfolia. Restrukturalizace cíluje povětšinou na značné osekávání nákladů/některých kapitálově náročných operací/optimalizaci kapitálové struktury. Všechny tyto atributy podnikání jsou do velké míry v rukou samotných bank, a tudíž ne natolik závislé na vnějším prostředí.



Sektor zdravotnictví má výhodné defenzivní charakteristiky, valuační prémie vůči historickému průměru byla navíc z trhu vymazána proběhnuvší korekcí. Z dlouhodobého strukturálního hlediska se pak může opírat 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.

A konečně, prostřednictvím investic do sektoru cyklického 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.

Z metodického hlediska vychází finální podkladové portfolio fondu Global Partners Patria Selection 1 z produktu společnosti Patria Finance, a.s., který je pod názvem Dlouhodobé investiční příležitosti od roku 2013 nabízen klientům společnosti Patria Direct, a.s.. 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 a www.csob.cz.