



Fondy

ANO se může tvářit, že daně nezvyšuje

Připravovaný projekt Národního rozvojového fondu hodnotí hlavní analytik Conseq Investment Management, Martin Lobotka.

Jak hodnotíte myšlenku Národního rozvojového fondu?

Dle mého je to nápad zcela zbytečný, stát má své výdaje financovat daněmi a má jich vybírat tolik, aby mohl financovat i investiční výdaje. Co brání nyní státu investovat více? Je to skutečně těch pár miliard, co vybere do fondu od bank, když jen na vyšší rodičovský příspěvek stát od příštího roku utratí minimálně stejné množství? Navrhovaný fond není ničím jiným než zaplacením "výpalného" státu ze strany bank a také způsob, jak se vlk nažere a koza zůstane celá: ČSSD se může tvářit, že bankám dupla na krk, a ANO, že daně nezvyšuje.

Má podle vás Národní rozvojový fond nahradit bankovní daň?

Banky si sice nový nápad navenek pochvalují, ale to jen zakrývá úlevu z toho, že nebudou zatížené speciální sektorovou daní. Ta by, jak je u daní přirozené, po zavedení již nikdy nezmizela a do budoucna měla tendenci jen růst. Banky počítají s tím, že platba bude jednodušší, než by byla u bankovní daně, a méně častá, protože stát nebude mít dost rentabilních projektů.

(Tereza Mynářová, Deník N, 22. 8. 2019)

Růst cen akcií letos táhnou valuace



Globální akciové trhy začínají od začátku letošního roku velice vydařené období. Index MSCI All Country World Total Return totiž připisuje zhodnocení 18 %. Podívejme se proto na detailní kontribuční analýzu, která zhodnotí, jak jednotlivé klíčové fundamentální faktory přispěly k celkovému výnosu.

Světová ekonomika pokračovala a pokračuje v mírném zpomalování, což také v tomto týdnu potvrdil Mezinárodní měnový fond ve svém globálním ekonomickém výhledu. Nepřekvapí proto, že dynamika růstu tržeb byla velice slabá, pouze na úrovni 1 %. Navíc se burzovně obchodovaným korporacím také nedařilo zvyšovat marže. Naopak, průměrná marže čistého zisku poklesla z 9,0 % na 8,9 %. Dividendy přispěly 1 %.

Ve výsledku to tedy byl nárůst valuací neboli ocenění, které klíčovou měrou přispěly k celkovému výnosu. Valuační poměr ceny k zisku P/E vzrostl velice výrazně o 17 % z 15,0 na 17,8 násobek. Akcie jsou tak nyní oproti přelomu roku výrazně dražší. Růst valuací odráží výrazný pokles rizikové averze, resp. implicitní rizikové prémie, jež je

v cenách akcií zabudována. Nic zásadního, resp. žádná významná změna trendu ve vývoji světové ekonomiky se zatím v letošním roce neodehrála. Domníváme se proto, že klíčovým faktorem poklesu rizikové prémie je změna postoje klíčových centrálních bank, které postupně změnila rétoriku ze silně jestřábiho tónu do holubičího. Fed pravděpodobně na konci měsíce sníží úrokové sazby o 0,25 % (někteří hovoří dokonce o 0,50 %) a ECB na zasedání tento týden připraví investory na snížení úrokových sazeb ještě více do záporů, jež by mělo podle odhadů proběhnout v září. Dále by ECB mohla naznačit, jestli, kdy a v jakém rozsahu plánuje obnovit program kvantitativního uvolňování (QE) neboli program nákupu vládních a korporátních dluhopisů.

Co můžeme očekávat

Co od akcií očekáváme v následujícím období? Efekt centrální banky je již podle našeho názoru v cenách akcií zaceněn. Klíčovým faktorem tak patrně opět bude obchodní válka mezi USA a Čínou, která bude velice pravděpodobně pokračovat ještě dlouho. Myslíme si nicméně, že tento faktor lze jen stěží predikovat. Pravděpodobně bude i další vývoj dosti nervózní a dovedeme si představit všechny tržní scénáře: pokračování (mírného) růstu, konsolidaci na stávající úrovni nebo i mírný pokles, pokud by se situace znovu rozjítřila. Cel-

kově máme proto i nadále na akcie neutrální názor. Tento názor navíc podporují tři fundamentální faktory.

Zaprvé, makroekonomický obrázek se proti konci loňského roku, kdy trhy prošly rapidními poklesy, příliš nezměnil. Světová ekonomika dále mírně zpomaluje, v nejlepším případě se dynamika růstu stabilizuje, o zrychlení rozhodně nemůže být ani řeč.

Zadruhé, z historického srovnání jsou valuace jako P/E (viz výše), P/B či P/S přibližně na úrovních historických průměrů, což značí neutrální, resp. férové akciové ocenění. Akcie tak nejsou ani vyloženě levné, ani vyloženě drahé.

A zatřetí, globální dynamika korporátních zisků prudce zpomaluje. Zatímco v druhé polovině loňského roku se pohybovala enormně vysoko kolem 25 % meziročně, dle aktuálních dat dynamika zpomalila na nulu, od které by se mohla v následujících kvartálech dle konsenzu analytiků odrazit mírně výše. Celkově tedy ani optimistický, ani pesimistický výhled. V našem základním scénáři roku počítáme s tím, že by si globální akciové indexy do konce roku mohly připsat mírné jednociferné zisky.

Michal Stupavský,
investiční strateg
Conseq Investment
Management

(Profi Poradenství
& Finance, 26. 8. 2019)

Jak se vyznat v korporátních dluhopisech



V posledních měsících se často setkáváme na hlavních stránkách finančních novin s titulky s podstatným jménem "dluhopis". Ovšem kolik z nás skutečně ví, co to dluhopisy jsou, proč jsou vydávány a jaké jsou jejich základní parametry?

Obecně řečeno, dluhopisy představují dluhové závazky. Jde tedy o určitou formu půjčky. Ve chvíli, kdy se společnost či stát rozhodne dluhopisy vydat neboli tzv. emitovat, obdrží za ně na oplátku potřebné peněžní prostředky, které jsou však půjčkou a které, jak už to tak u půjček bývá, musejí být řádně časem splaceny.

Podobně je to s hypotékami na bydlení či kreditními kartami, kde je splacení úvěru spojeno s pravidelnými splátkami úroků věřitelům (jedinec, banka či jiná instituce). Kupujícími dluhopisů jsou tak v podstatě věřitelé. Pokud jste si tedy někdy například koupili "Kalouskův" státní dluhopis, stali jste se věřitelem české vlády.

Vlády a korporace běžně dluhopisy používají, aby si půjčily peníze. Vláda musí financovat silnice, školy, přehrady a další infrastrukturu. Podobně jsou na tom i společnosti, které si potřebují půjčit na růst svého podnikání, na nákup nemovitostí a vybavení, realizaci ziskových projektů, výzkum a vývoj nebo najímání zaměstnanců.

Jak stát, tak soukromá firma si touto cestou mohou pomoci k mnohem rychlejšímu růstu,

než kdyby měly čekat, až si obdobné prostředky samy vydělají. Prostřednictvím dluhopisů si navíc společnosti mohou, za určitých podmínek, půjčovat za nižší úrokovou sazbu, než jakou by jim nabídla banka. Navíc je emise dluhopisů pro společnost mnohem efektivnější a méně nákladný proces.

Na co si dát pozor

Když už se ale někdo rozhodne investovat do společnosti a půjčit jí peníze na její růst prostřednictvím dluhopisu, mělo by to být dostatečně vykompenzováno. Zkrátka společnost neboli emitent dluhopisu musí investorovi zaplatit něco navíc za to, že použije jeho peníze.

Tuto "extra" platbu pak investor dostává ve formě úrokových plateb, které jsou prováděny s předem určenou sazbou a harmonogramem. Datum, ke kterému musí emitent splatit vypůjčenou částku (částka známá jako nominální hodnota), se nazývá datum splatnosti.

Úroková sazba spojená s dluhopisem je často označována jako výnos dluhopisu nebo kupon. Výnos z korporátních dluhopisů bývá pro investory velkým lákadlem. Co se však stane v případě, kdy společnost na trhu úspěšná nebude a dostane se do finančních problémů? Jedním z největších rizik, kterému jsou investoři vystaveni, je úvěrové riziko a následně s ním spojené riziko úrokové. Investorovi tak hrozí, že nejenže nedostane své slibované kupony, ale následně ani svou původně investovanou částku neboli jistinu. Namísto je

CONSEQ v médiích

Srpen 2019



otázka, zda se vůbec dá toto riziko nějakým způsobem minimalizovat. Emitent může například zřídit zástavní právo ke konkrétnímu aktivu (nemovitost, pohledávky atd.). Konkrétně, pokud například budeme mít emitenta z oblasti developementu, který si bude půjčovat peníze na stavbu či nákup nemovitosti, tato nemovitost může být právě předmětem zástavního práva. V případě selhání emitenta pak dojde k jejímu převedení na majitele dluhopisů.

Zajištěné dluhopisy mohou být také zajištěny příjmovým tokem pocházejícím z projektu, který byl použit k financování emisí dluhopisů. Informace o tom, zda se jedná o zajištěný dluhopis, či nikoliv, nalezneme každý investor v emisních podmínkách. Podle zákona o dluhopisech může totiž emitent vydat dluhopisy jen tehdy, pokud byly nejpozději k datu jejich emise investorům zpřístupněny emisní podmínky, které definují práva a povinnosti emitenta.

Pro účely veřejné emise, převyšující objem jednoho milionu eur, musí dále společnost mimo emisních podmínek vyhotovit tzv. prospekt, který může zvýšit i určitou kredibilitu dané emise dluhopisu, neboť je schvalován ČNB. Celkově je však proces schvalování z administrativního i časového hlediska náročnější, proto se většina společností nakonec rozhodne pro emisi neveřejnou. U ní je častější nižší emitovaný objem, který firma skrz dluhopisopotává. Nabídka neveřejné emise dluhopisů je také limitována počtem oslovených investorů, jejichž počet nesmí přesáhnout podle zákona 149, nepočítaje v to

tzv. kvalifikované investory.

Vhodný doplněk investičního portfolia

Zahrnutí dluhopisů do investičního portfolia vede nejen k jeho diverzifikaci, ale i k pravidelně vyplácenému úrokovému výnosu. Pokud tak třeba vlastníte podnikové dluhopisy s nižším kreditním rizikem, tak přesně víte, do čeho investujete. Každý investor se tak může sám podívat pod pokličku každého emitenta prostřednictvím čtvrtletních zpráv o výnosech, hospodářských výsledků z minulých let či prezentací investorů atd. Tato zběžná analýza tak umožňuje investorům rychle posoudit finanční zdraví společnosti a podle toho investovat.

Firemní dluhopisy mohou představovat vhodný doplněk vašeho portfolia. Je však velmi riskantní se domnívat, že vše s názvem dluhopis je a priori bezpečná investice. Expozice by vůči jednomu emitentovi v závislosti na objemu investovaných prostředků zpravidla neměla překročit pět procent vašeho finančního portfolia.

Tereza Honzáková,
Relationship manager
Conseq Investment
Management

(Právo, 10. 8. 2019)