

Fórum českých investorů



Recese zatím nehrozí, shodují se čeští investoři

Rok k zapomenutí. Alespoň z hlediska investic. Tak hodnotí uplynulých 12 měsíců portfolio manažer společnosti BH Securities Leoš Jirman. Na pátém Fóru českých investorů v pražském Doxu, které vedle BH Securities pořádají také Emun Partners a PricewaterhouseCoopers, tím rozvířil zajímavou debatu stovky odborníků.



Tři odborné bloky, v každém tři významní hosté z domova i ze světa. Odborníci jak na veřejné trhy, ale také na měny a komodity či na transakce a investice. K tomu panelové diskuze do hloubky, které dávají návod, kam investovat, kam naopak ne, jaké měny se zbavit a jakou komoditu nenakupovat.

Veřejné trhy

Jak Leoš Jirman z BH Securities, tak i Vladimír Hoffmann z Emun Partners se shodují, že je vždy nutné si vzít „ponaučení z minulosti“.

FÓRUM ZAČÍNÁ. Petr Laštovka z Emun Partners a moderátorka Michala Hergetová zahajují páté Fórum českých investorů v pražském Doxu.

„V roce 2017 jsme byli svědky globálního synchronizovaného ekonomického růstu, který se odrazil v ceně všech aktiv, a došlo i k synchronizovanému růstu světových akciových indexů. Tento trend pokračoval ještě v lednu 2018, kdy čerpal z výrazného růstu zisků amerických společností způsobeného splněním jednoho z předvolebních slibů prezidenta Trumpa, snížení korporátních daní. Zisky amerických společností tak meziročně vzrostly o 20 procent,“ porovnává roky 2017 a 2018 Leoš Jirman. Po jarním zaváhání jdou americké akcie po rostoucí trajektorii a koncem září loňského roku dosahují na nová maxima. Také

díky oné daňové reformě, která navíc umožní americkým firmám repatriovat zisky ze zahraničí za sníženou daňovou sazbu. Tím „přítékají“ dolary do USA a zároveň dolar zejména ve druhém čtvrtletí rychle posiluje. V této době se rozchází vývoj amerických akcií a akcií zbytku světa, které od tohoto okamžiku klesají prakticky až do konce roku.

„I am Tariff Man“

Po listopadovém zasedání G20 v Argentině, na kterém se scházejí americký prezident Trump a čínský prezident Si Ťin-pching, nastává rychlý vývoj událostí, který posílá trhy do klesající spirály. Trump si původně pochvaluje jednání s Čínou, ale potom čtvrtého prosince zveřejňuje svůj známý tweet „I am Tariff Man“, kterým Číně vyhrožuje, že pokud se nedohodnou, tak výrazně zvýší dovozní cla. „Navíc po předchozích rozporuplných vyjádřeních guvernéra Fedu dochází na výnosové křivce dluhopisů k takzvané inverzi, výnos kratších dluhopisů vzrostl nad výnos delších dluhopisů. Tato inverze byla v minulosti spolehlivým indikátorem blížící se recese,“ říká Jirman a vysvětluje, proč označuje rok 2018 za rok k „investičnímu zapomenutí“. „Nejenže došlo k výrazným poklesům rizikových aktiv, ale byl to rok, kdy nic nefungovalo, mimo hotovosti v amerických dolarech se nebylo kam ‚schovat‘. Dobře je to patrné z periodické tabulky výnosů (viz strana 23), kde jsou výnosy deseti vybraných aktiv za posledních deset let, pro každý rok jsou srovnány od nejlepšího aktiva po nejhorší. Z tabulky lze vyčíst, že v roce 2018 klesla všechna aktiva s výjimkou amerických státních dluhopisů. Existují statistiky monitorující vývoj více než stovky aktiv od roku 1901, které říkají, že v roce 2018 kleslo 90 procent sledovaných aktiv, což je daleko nejvíce za sledované období.“

Nepředvídat

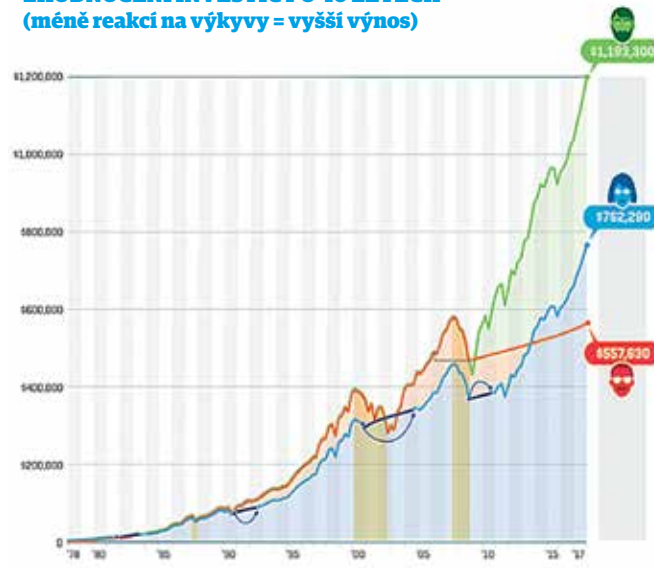
Křišťálová koule nebo dalekohled? Podle Vladimíra Hoffmanna ze spolupořádající organizace Emun Partners ani jedno. Na to, jak hledět do budoucnosti a neprodělat jmění, má neotřelý názor: „Nejdůležitější je nesnažit se přesně předvídat budoucnost, protože ta je vždy do jisté míry nepředvídatelná. V loňském roce z mnoha důvodů tato nepředvídatelnost byla velmi vysoká a do značné míry pokračuje. Je důležitější znát hlavní scénáře, které mohou nastat, a být připraven na více variant, diverzifikovat rizika v portfoliu, nevsadit vše na jednu kartu a mít zdroje příjmů nebo zisků z více různých a co nejméně korelovaných aktiv. Pak je potřeba mít dlouhodobý pohled a nenechat se rozhodit každým výkyvem na trhu, neměnit kvůli němu dlouhodobou strategii a pouze takticky přikupovat nebo zmenšovat pozice v některých aktivech, pokud se jejich výhled nebo cena výrazněji změní.“

Vzápětí zaznějí i další varovná a zcela zásadní slova. „Když se všichni rozhodneme, že přijde recese, a začneme se podle toho chovat, tak tuto recesi sami vyvoláme.“ Hoffmann tak reaguje na to, jak často odpovídá na otázku, jestli a kdy přijde další krize. Podle něj ekonomové a akciové trhy „předpovídají“ mnohem více krizí, než ke kolika skutečně dochází. „Většina indikátorů nyní ukazuje spíše na zpomalení světové ekonomiky a růstu tempa zisků na akcii, ne přímo na recesi nebo meziroční pokles zisků. Jsou ale regiony, jako například Evropská unie, kde jsme dle některých ukazatelů již blízko recese, ale ještě v ní zřejmě nejsme a nemusíme se tam nutně dostat,“ říká jasně Hoffmann.

Zvyšuje se zadlužení

Zadlužení firem a států je vyšší než před poslední velkou finanční krizí. Na druhé straně ekonomické cykly jsou vlivem změny

ZHODNOCENÍ INVESTIC PO 40 LETECH (méně reakcí na výkyvy = vyšší výnos)



Všichni spořili 10 procent platu mezi roky 1978 až 2017.

Pan **Zelený** zůstal celou dobu plně zainvestovaný.

Paní **Modrá** po každém roce se záporným výsledkem vložila všechny peníze do pokladních poukázek. Investovala znovu po dvou letech.

Pan **Červený** vydržel několik krizí, ale po roce 2008 všechno vybral a vložil do pokladních poukázek.

Uspořené částky (v dolarech):

Pan **Zelený** 1 193 300

Paní **Modrá** 762 290

Pan **Červený** 557 630

Zdroj: Schwab Center pro finanční výzkum s daty od Morningstar, Inc.

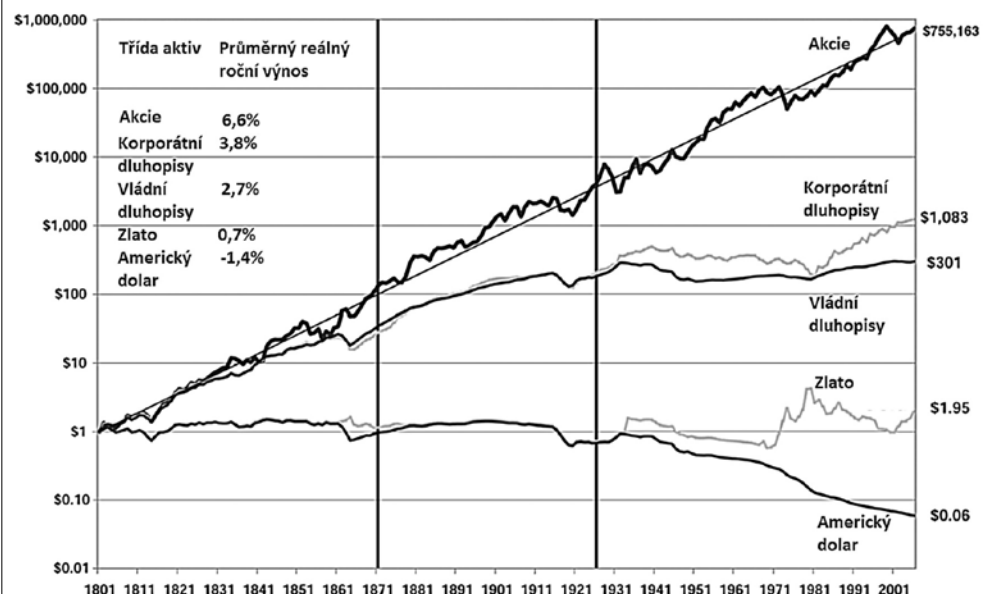
nákupních preferencí i díky efektivnějšímu provozu firem méně cyklické, ekonomické cykly se zkracují a zplošťují. Případný ekonomický pokles či recese by tedy nemusely být příliš dlouhé ani příliš hluboké.

„Kdybych si přesto měl tipnout, tak příští krize se pravděpodobně bude opět týkat příliš vysokého zadlužení některých subjektů, ale tentokrát zřejmě nepůjde o domácnosti a hypotéky, ale například o studentské půjčky, úvěry na auta u amerických spotřebitelů a o firemní dluh u některých společností po celém světě,“ vypočítává Hoffmann rizika a přidává: „V budoucnu podle mě zažijeme sice více krizí, ale výrazně mírnějších a limitovaných na určitý segment. Budou mít spíše ozdravný charakter než jedna velká zničující krize.“

Česko se nemá jak bránit

Česko, podle Vladimíra Hoffmanna patří mezi takzvané otevřené ekonomiky, nemá moc šancí vlastní obrany proti vlivům

DLOUHODOBÉ VÝNOSY AKTIV



Zdroj: Gurufocus, Jeremy Siegel: reálné výnosy po zohlednění inflace, v logaritmicím měřítku.

typu obchodní války mezi USA a Čínou. „To, že ekonomika EU zpomaluje až k hranici recese, ovlivní i poptávku po českém zboží a službách, protože tři čtvrtiny českého exportu míří právě do EU. Třetina českého exportu jde do Německa, často jako subdodávka pro finalizaci a export z Německa do celého světa. Německo je velkým vývozcem investičních celků a dalších výrobních zařízení, zejména pro čínské továrny. S tím, jak klesá poptávka po vývozu z Číny, a tím, jak Čína omezuje tvorbu nových výrobních kapacit v řadě odvětví kvůli nadbytečným kapacitám, klesá poptávka po této části německé produkce. To má následně vliv i na české subdodavatele,“ popisuje Hoffmann, v čem tkví nebezpečí pro české firmy.

Komodity

Armagedon. Tak otevřeně nazývá hlavní ekonom BH Securities Štěpán Křeček situaci kolem ropy, především v posledním čtvrtletí loňského roku, kdy se (ne)promítají politické dopady uvalení sankcí amerického prezidenta na Írán. „Ropa byla jednou z nejhorších investic roku 2018. Růst produkce Spojených států, Ruska a Saúdské Arábie společně s neúčinnými sankcemi na Írán navýšil nabídku ropy na trhu. Výsledkem byl prudký propad v ceně umocněný horšími výhledy globálního růstu ekonomiky. V průběhu roku 2019 lze očekávat, že se cena ropy stabilizuje a díky omezování těžby kartelem OPEC dojde k mírnému cenovému růstu,“ vysvětluje Štěpán Křeček, kterého kromě ropy zaujal také vývoj kolem zlata.

„Cena zlata se dostala na půlroční maxima díky otřesům na burzách a napětí ve světě. Zlatu rovněž nahrál jev známý jako inverze výnosové křivky. V neposlední řadě zlatu svědčí postupné brždění růstu úrokových sazeb. Díky tomu lze předpokládat, že cena zlata v průběhu roku 2019 vzroste až k průměrné roční úrovni 1320 dolarů za troyskou uncii,“ předpovídá Křeček.

Veřejný vs. soukromý sektor

Nad podivnostmi české ekonomiky se pozastavuje Eva Zamrazilová z Národní rozpočtové rady. „Není přece normální, aby růst mezd ve veřejném sektoru táhl růst mezd v soukromém sektoru,“ říká Zamrazilová. Při pohledu za hranice vidí Německo

NEZAPOMENUTELNÝ. Takový byl rok 2018 podle Jana Hadravy z PwC z hlediska transakcí v Česku.

„Nejdůležitější je nesnažit se přesně předvídat budoucnost, protože ta je vždy do jisté míry nepředvídatelná.“



jako největší oběť obchodní války mezi USA a Čínou, což bude mít negativní dopad také na české podniky, které jsou významnými dodavateli německých koncernů, případně automobilek.

Právě hodnocením Česka a Německa vyvolává největší odezvu Petr Krčil z Art of Finance, když míní: „Jsme ve všem lepší než Německo. Máme stejně kvalifikovanou pracovní sílu jako v Německu, jen ji v Česku platíme třetinovými částkami.“ Provokuje a burcuje i dalšími svými větami: „Je jasné, že brexit nebude,“ nebo „nikdy nepodceňuj evropského úředníka, nevíš, co je schopný udělat pro udržení svého místa.“

Praha cílem start-upů?

Rok 2019 bude podle Víta Šuberta ze Star21 rokem start-upů. A to také v Česku. „Věřím v Prahu a myslím si, že má větší možnosti než větší Polsko. Konkurenci bych ve východoevropském regionu viděl více v rumunské Bukurešti,“ říká Šubert a nastiňuje, co Českou republiku předurčuje před západní Evropou: „Peněz je tu dostatek a není problém sehnat půl milionu eur jako třeba v Amsterdamu nebo Berlíně. Co však považují za zásadní, je fakt, že za stejné peníze lze v Praze takzvaně letět déle než na Západě, protože jsou tady pořád ještě nižší ceny, vstupy i platy. Navíc lze vzít Česko jako laboratoř a vše si vyzkoušet. Protože náprava zkaženého startu v západní Evropě je velmi drahá.“

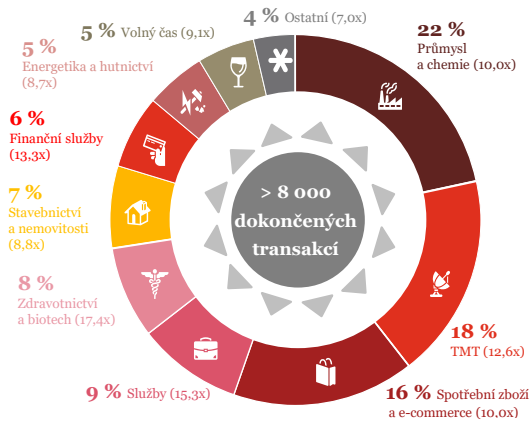
Fúze a akvizice

Investice jsou k zapomenutí, transakce v Česku jsou naopak nezapomenutelné. Proč? „Protože větší počet transakcí se v rámci historie České republiky zatím nekonal,“ tvrdí Jan Hadrava z PricewaterhouseCoopers (PwC), který se specializuje na M&A



PANELOVÁ DISKUZE. Jan Hadrava z PwC (vpravo), Vít Šubert ze Star21 a moderátorka Michala Hergetová diskutují o M&A trzích a start-upech nejen v Česku.

EVROPSKÉ M&A CÍLE DLE PRŮMYSLOVÝCH ODVĚTVÍ 2018 (valuace - násobek EBITDA v roce 2018)



Zdroj: PwC

trhy. A nejde a nepůjde jen o Česko. Čeští investoři stále více míří do zahraničí. „Česká republika je malou zemí, ale díky historickému průmyslovému dědictví hostí řadu nadprůměrných firem, které již přerostly svou velikostí českou kotlinu a rozhlíží se po dalším růstu. Akvizice v zahraničí jsou logickým vyústěním této situace,“ poodhaluje Hadrava a nastiňuje, kam Češi míří: „Česká republika je přes prakticky nulovou nezaměstnanost a rostoucí mzdy neustále zemí s nižšími náklady, než mají firmy v západní Evropě. Z tohoto důvodu hledají české firmy častěji distribuční a výrobní možnosti v západní Evropě,

KORUNA POSÍLÍ. Štěpán Křeček z BH Securities předpovídá: „Úrokové sazby v ČR porostou rychleji než v EU a USA. To by mělo vést k posilování kurzu koruny vůči euru i dolaru.“

1320

dolarů by mohla stát trojská unce zlata v průběhu roku 2019.



což jsou trhy, které je z hlediska velikosti a hodnoty mohou nejvíce posunout dopředu. Zájem o východní Evropu bude dle mého názoru následovat v dalších letech, kdy mzdové náklady dále porostou a českým firmám se nebude dostávat výrobních kapacit.“

Trpělivost

Západ, nebo Východ? Oboje má svá pro a proti. Na otázku, jaká rizika ten který směr skrývá, Jan Hadrava odpovídá: „Západní Evropa díky velikosti trhů a koncentraci možných kupujících dosahuje o 20 až 30 procent vyšších transakčních násobků než Evropa východní. V případě ekonomického zpomalení či poklesu může trvat delší dobu, než se investice do zahraniční expanze vyplatí.“ Česko ještě pořád patří mezi zeměmi bývalého socialistického bloku k nevyhledávanějším lokalitám z hlediska zahraničních investic. Pomáhá tomu historie průmyslové výroby, levnější pracovní síla než na Západě. Ale... „Česko má co nabídnout, ale investoři hledají už něco jiného, než co hledali před 10 či 15 lety. Tehdy hledali jednoduchou průmyslovou výrobu, která by jim pomohla dosáhnout výrazně nižších výrobních nákladů, než jakých byli schopni dosáhnout na domácích trzích. Dnes hledají firmy s vysokou přidanou hodnotou, případně se silnou orientací na vývoj,“ míní Hadrava, který však vidí úskalí: „Největší současný problém České republiky brání dalšímu ekonomickému růstu je absolutní nedostatek disponibilní pracovní síly. Z toho důvodu je nutné, aby Česká republika významně zefektivnila pracovní postupy a automatizovala veškeré možné výrobní procesy.“

Nemovitosti „táhnou“

Nejsou to jen měny či komodity, které hýbou cenami a a trhy. Stále více populární se stávají investice do nemovitostí a představují vhodnou diverzifikaci portfolia. „Doporučujeme rozhlédnout se v zahraničí, kde jsou zajímavé investiční příležitosti z pohledu ceny za metr čtvereční a výnosu, který se může pohybovat ve výši čtyř až pěti procent,“ uvádí Ilona Mančíková, ředitelka Czech Republic Sotheby's International Realty, a doplňuje: „Ale existují i „agresivnější“ varianty s výnosem až šesti procent. U nás očekáváme zastavení nárůstu cen v některých segmentech, ale výjimečné nemovitosti na prestižních adresách si udržují svou hodnotu a jsou odolnější vůči případným recesím. Proto se vyplatí do nich investovat prakticky v jakémkoliv období. Je to sázka na jistotu.“ ■

Vít Chalupa

PERIODICKÁ TABULKA VÝNOSŮ

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	10 let p.a.
TSY 7-10 +17,91%	EM Eq. +78,51%	Gold +29,24%	TSY 7-10 +15,69%	EM Bond +18,62%	S&P500 +32,39%	S&P500 +13,69%	TSY 7-10 +1,57%	US HY +16,65%	EM Eq. +37,28%	TSY 7-10 +9,90%	S&P500 +13,11%
Gold +4,32%	US HY +63,49%	EM Eq. +15,88%	Gold +9,93%	EM Eq. +19,22%	DM Eq. +22,78%	TSY 7-10 +9,92%	S&P500 +1,36%	S&P500 +11,96%	DM Eq. +25,03%	US Loans -0,62%	US HY +11,16%
US IG -4,94%	US Loans +52,23%	US HY +15,09%	US IG +8,15%	DM Eq. +17,32%	US HY +6,39%	EM Bond +7,60%	EM Bond +0,81%	EM Eq. +11,19%	S&P500 +21,83%	Gold -0,93%	US Loans +8,10%
Global IG -8,65%	DM Eq. +31,78%	S&P500 +15,06%	EM Bond +8,02%	S&P500 +16,00%	US Loans +5,02%	US IG +7,46%	US IG -0,68%	US Loans +10,88%	Gold +12,66%	US IG -2,51%	EM Bond +8,05%
EM Bond -11,86%	EM Bond +28,78%	EM Bond +12,24%	US HY +6,05%	US HY +13,36%	Global IG +0,35%	Global IG +3,15%	DM Eq. -0,81%	EM Bond +10,17%	EM Bond +10,46%	US HY -2,57%	EM Eq. +8,02%
US Loans -28,18%	S&P500 +26,46%	US Loans +9,65%	Global IG +4,32%	Global IG +11,21%	US IG -1,53%	US HY +2,10%	US Loans -2,75%	Gold +8,10%	Global IG +9,09%	Global IG -3,57%	DM Eq. +6,31%
US HY -28,36%	Gold +25,94%	TSY 7-10 +9,39%	S&P500 +2,11%	US Loans +10,51%	EM Eq. -2,60%	US Loans +0,99%	Global IG -3,56%	US IG +6,11%	US HY +6,81%	S&P500 -4,38%	US IG +5,92%
S&P500 -37,00%	Global IG +19,18%	US IG +9,09%	US Loans +0,62%	US IG +9,82%	TSY 7-10 -6,02%	Gold +0,12%	US HY -5,26%	Global IG +4,27%	US IG +6,42%	EM Bond -5,17%	Global IG +4,82%
DM Eq. -43,38%	US IG +18,86%	DM Eq. +7,75%	DM Eq. -12,14%	Gold +8,26%	EM Bond -6,45%	EM Eq. -2,19%	Gold -12,11%	TSY 7-10 +1,03%	US Loans +3,31%	DM Eq. -13,79%	Gold +3,93%
EM Eq. -53,33%	TSY 7-10 -6,02%	Global IG +5,83%	EM Eq. -18,42%	TSY 7-10 +4,16%	Gold -27,33%	DM Eq. -4,90%	EM Eq. -14,92%	DM Eq. +1,00%	TSY 7-10 +2,57%	EM Eq. -14,58%	TSY 7-10 +3,02%

US HY – High Yield – US dluhopisy s vysokým výnosem

EM Eq. – Emerging Markets Equities – index akcií z rozvíjejících se trhů (emerging markets)

S&P500 – S&P500 Index – US akciový index

US Loans – Leveraged Loan – Bankovní úvěry US

US IG – US Investment Grade Bonds – US korporátní dluhopisy s investičním ratingem

EM Bond – Emerging Markets Bonds – USD dluhopisy emitované státy z emerging markets

DM Eq. – Developed Markets Equities – index akcií z rozvinutých trhů

TSY 7-10 – Americké státní dluhopisy se splatností delší než 10 let – ekvivalent desetiletého státního dluhopisu

Gold – Zlato

Global IG – Global Investment Grade Bonds – globální korporátní dluhopisy s investičním ratingem

Zdroj: BH Securities

Fórum českých investorů

Konference investičních příležitostí

Veřejné trhy - Měny a komodity - Private equity

Chcete se zúčastnit příštího ročníku? Napište nám na registrace@forumceskychinvestoru.cz

Konferenci Vám přináší:



Naše společnost je součástí globální sítě PwC, jež se specializuje na poskytování služeb v oblasti auditu, daní, práva a poradenství. Odborné týmy PwC Česká republika klientům pomáhají překonávat současné i budoucí výzvy a naplňovat jejich byznysové cíle. Experti z týmu *Fúze a akvizice* jsou připraveni vyřešit i ty nejsložitější případy fúzí, akvizic, investic, odprodejů a financování. www.pwc.cz



Jsme profesionální kancelář pro správu a investování rodinného majetku několika významných klientů, s nimiž nás spojuje partnerství založené na vzájemné důvěře a respektu. To je základ, na kterém stavíme strategii pro zachování rodinných hodnot. Svým klientům poskytujeme služby v následujících oblastech: strategická alokace majetku, nástupnictví, rodinná kancelář, fondy kvalifikovaných investorů, správa svěřenských fondů. www.emun-partners.cz



Jsme jeden z nejvýznamnějších obchodníků s cennými papíry na českém kapitálovém trhu s působností od roku 1993. Mezi naše hlavní produkty a služby investorům patří obchodování na kapitálových trzích, individuální správa majetku – asset management a investice prostřednictvím fondů kvalifikovaných investorů. www.bhs.cz, www.investice.cz