

# First Eagle Amundi International

1. čtvrtletí  
2016

## ■ Tržní vývoj

Ze začátku roku světové akcie (index MSCI World) oslabily o 0,35 %, zatímco americké akcie (S&P 500) vzrostly o 1,35 %. V rámci dluhopisového trhu se lépe dařilo HY dluhopisů. Index Barclays U.S. Corporate High Yield sledující výkonnost amerických HY dluhopisů posílil za kvartál o 3,35 %. Celková výkonnost amerického dluhopisového trhu byla ve sledovaném období ale záporná. Index Barclays U.S. Aggregate Bond Index oslabil za čtvrtletí -0,45 %. Výkonnost evropských akcií byla v rámci čtvrtletního bilancování záporná. Německé akcie (DAX) oslabily o -3,07 % a francouzské akcie (CAC 40) ztratily -0,80 %. Zápornou výkonnost jsme registrovaly také u japonských akcií (Nikkei 225), které oslabily za kvartál o -5,57 %. Na komoditním trhu rostly ceny ropy o 3,51 % na \$38.34 za barel, cena zlata stoupla o celých 16,40 % na \$1,234.20 za unci. V rámci měnového trhu dolar oslabil o -7.03 % proti yenu a o -4,90 % oproti euru.

První čtvrtletí 2016 se neslo v duchu dvou velmi odlišných tržních prostředí. Zatímco v první polovině trhy oslabovaly, ve druhé polovině většinu svých ztrát dohnaly. Již několik let se obáváme intervenčních zásahů centrálních bank ve snaze odpovědět na globální finanční krizi – ať už mluvíme o kvantitativním uvolňování nebo záporných úrokových mírách – tyto kroky dovedly podle našeho názoru úroveň světového dluhu až k neudržitelné úrovni. V první polovině minulého kvartálu jsme si všimli několika tržních známek, že je naopak nutné začít postupně oddlužování. Akcie evropských bank kolabovaly a některé se dokonce dostaly pod svá minima z roku 2008. Defenzivní měnám, např. japonskému yenu, se naopak začalo dařit. Podobně posílilo i zlato a cenné papíry vázané na něj.

Co se dělo dále? V polovině prvního čtvrtletí centrální banky odpověděly na záporné ceny akcií více či méně stejnou politikou. Evropská centrální banka snížila úrokové míry ještě více do záporných hodnot, Japonsko snížilo poprvé úrokové sazby do záporu, Čína se zavázala kvůli splnění dalšího pětiletého plánu k dvoucifernému růstu uvolnit měnové zásoby a Fed odložil politiku utahování.

Centrální banky původně zavedly nulové úrokové míry jako cyklickou odpověď na globální finanční krizi, v této politice však pokračují – a co víc, ještě jí znásobují – i 8 let po skončení krize. V druhé polovině minulého čtvrtletí akciové trhy reagovaly pozitivně na nová opatření centrálních bank, avšak světové ekonomiky se nepohnuly nijak blíže k nutným strukturálním změnám. Jakoby světoví centrální bankéři byli odhodláni bojovat s dluhem prostřednictvím dalšího zadlužování. A pokud se centrální banky musí chovat expanzivně v období prosperity, co přijde v období recese? Kam dále ještě zajdou?

V čase, kdy si musíme klást podobné znepokojující otázky, vidíme příležitosti ve 4 hlavních oblastech:

- *Individuální selekce akcií* — Raději než se snažit najít rychle a vysoko rostoucí podniky, hledáme podniky, které mají dlouhotrvající potenciál a které jsou schopny generovat dostatečné cash-flow a jsou konzervativní, co se týče čistého zisku před zdaněním (EBIT) nebo reprodukční hodnoty.
- *Peníze a peněžní ekvivalenty* — Přestože reálný peněžní výnos je potlačen, pokud můžeme využít peníze a jejich ekvivalenty v období tržních krizí, můžeme získat reálný výnos v období ekonomické expanze
- *Měny* — Síla dolaru může vytvořit vyšší příležitosti diverzifikace našich peněz a peněžních ekvivalentů. Hrstka ekonomik, o kterých se domníváme, že státní dluh je ještě v únosných mezích, má potenciál podpořit zvyšování úrokových sazeb v kombinaci se zhodnocením měny a vytvořit si tak bezpečnostní polštář.
- *Zlato* — Od rozpadu Bretton-Woodského měnového systému, zlato poskytuje atraktivní reálný výnos – ačkoli musí být podpořeno velkými hospodářskými cykly. Nabídka zlata na hlavu je stále relativně konstantní, proto v případě růstu nominálních cen roste i rovnovážná cena zlata. Nepokoušíme se předpovědět vývoj ceny zlata, avšak jsme si vědomi jeho vzácnosti vzhledem k omezené nabídce: nové zlaté doly jsou již výjimkou, naopak začíná docházet k vytěžování a

# First Eagle Amundi International

1. čtvrtletí  
2016

mnoho velkých dolů je nuceno snižovat produkci. Jednou z nevýhod zlata je, že nenabízí žádné další zhodnocení, to však ani světový ekonomický dluh. V dnešním prostředí geopolitické nejistoty, přemrštěných státních dluhů a dalších měnových experimentů, považujeme zlato za velmi dobrou možnost zajištění proti tržním výkyvům.

## ▪ Vývoj portfolia

Fond First Eagle Amundi International během prvního čtvrtletí produkoval nejen silné absolutní výnosy, ale i zcela překonal akciový index MSCI World.

Naše pozice ve zlatě, zahrnující přímé investice do zlata i akcií zlatých dolů (Barrick Gold a Newcrest Mining), přispěly k absolutnímu čtvrtletnímu výnosu fondu nejvíce. Zlato rostlo, jak akciové trhy klesaly (zejména ze začátku roku).

Vyplatila se i investice do akcií firem Oracle a Weyerhaeuser. Oracle přecházel na nový systém zahrnující cloudové sdílení softwarových licencí. Odhadované výnosy mírně poklesly, zejména ze začátku inovačního cyklu, avšak očekáváme, že budoucí příjmy mají potenciál ztrátu vyrovnat. To dokládá i fakt, že se Oracle stal jedním z největších hráčů na cloudovém trhu a ve srovnání s konkurencí si vede velice dobře.

Na začátku prvního čtvrtletí proběhla fúze firem Weyerhaeuser a Plum Creek Timber, dvou velkých hráčů v oblasti lesnictví. Cenné papíry spojené s komoditami byly v té době relativně oslabené a cena akcií Plum Creek spadla tak nízko, že vychýlila i výkonnost fondu. V druhé polovině čtvrtletí se ovšem již situace vylepšila a akcie nově sloučené společnosti (zůstala pod jménem Weyerhaeuser) rostly a staly se dokonce hlavním leaderem realizovaného pozitivního výnosu celého fondu. Vzhledem k trendu postupného zalesňování měst, se domníváme, že cena těchto komodit bude nadále odvozována pouze od nabídky.

Řada akcií z finančního sektoru – Sampo Japan Nipponkoa, American Express a Bank of New York Mellon – byla zasažena důsledky politik centrálních bank a nedodržela své strategické plány. Např. Sampo, jako mnoho pojišťovacích společností, běžně realizuje podstatnou část příjmů z portfolia absolutních výnosů, to ale japonská centrální banka svým rozhodnutím o záporných úrokových mírách velmi ztížila. Investoři zaujali negativní postoj vůči podobným akciím.

American Express je ukázkovým příkladem negativních důsledků uvolnění monetární politiky. Nulové úrokové sazby obecně stlačily bankám čisté úrokové marže, ale ne v oblasti spotřebitelských kreditních karet. Tento sektor naopak zůstává jedním z mála velice dobrých zdrojů příjmů a banky do něj investují více a více. Výsledkem je, že American Express čelil zvýšené konkurenci, která tlačila i na cenu jeho akcií. Věříme, že i nadále je tato firma velmi silným a dobře zavedeným hráčem a ve světě, kde mnoho bank sklouzlo k jednociferným číslům v rámci rentability vlastního kapitálu (ROE), American Express naopak dosáhl 25% ROE<sup>1</sup>. Jeho rozvaha je stabilní a společnost realizuje i vlastní odkupy akcií. Za American Express tedy pevně stojíme, ale bereme na vědomí, že konkurenční tlak je nyní mnohem vyšší.

Bank of New York Mellon také poměrně zápolila s efekty monetární politiky. Skutečnost, že Fed neutáhl úrokové míry a možnost negativních sazeb zasadila ránu především možným výnosům z depozit. Dlouhodobě nízké úrokové sazby tak ještě více zvýšili nedůvěru investorů.

Poslednímu komu se nedařilo v portfoliu je Berkeley Group Holdings plc. Britská developerská společnost, jejíž akcie jsme nakupovali prvně v období doznívání globální finanční krize, dle nás již dosáhla své maximální vnitřní hodnoty, a proto jsme

<sup>1</sup>Zdroj: Factset

# First Eagle Amundi International

1. čtvrtletí  
2016

snižovali její pozice. Věříme, že oslabení akcií v prvním kvartále odráží nejen příliš vysoké hodnocení společnosti, ale i nejistotu na londýnském realitním trhu.

Vysoce si ceníme Vaší důvěry a děkujeme Vám za podporu.

S pozdravem,

First Eagle Investment Management, LLC

## Právní Informace:

---

Tento dokument obsahuje informace o podfondu First Eagle Amundi International Fund (dále jen „podfond“) fondu First Eagle Amundi (dále jen „fond“), jenž je subjektem pro kolektivní investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP) existujícím dle Části I lucemburského zákona ze dne 17. prosince 2010, zřízeným jako société d'investissement à capital variable a registrovaným v Lucemburském obchodním a firemním rejstříku pod číslem B55.838. Tento fond má své sídlo na adrese 28-32, Place de la Gare, L-1616 Lucemburk. Fond First Eagle Amundi získal povolení pro veřejný prodej od lucemburské Komise pro dohled nad finančním sektorem (Commission de Surveillance du Secteur Financier). Ne všechny podfondy nebo třídy akcií tohoto fondu budou nutně registrovány či schváleny k prodeji ve všech jurisdikcích nebo dostupné všem investorům. Úpisy ve fondu budou akceptovány pouze na základě příslušného dokumentu Důležité informace pro investory (KID) a posledního prospektu fondu, jeho posledních výročních a pololetních zpráv a stanov, které lze bezplatně získat v sídle fondu nebo v sídle zástupce řádně oprávněného a schváleného příslušným úřadem v každé příslušné dotčené jurisdikci. KID (v českém jazyce) a prospekt (v anglickém jazyce) fondu jsou rovněž zveřejněny na webových stránkách [www.iks-kb.cz](http://www.iks-kb.cz). Je třeba zvážit, zda rizika spojená s investicí do podfondu jsou vhodná pro budoucí investory, kteří by měli zaručit, že plně chápou obsah tohoto dokumentu. Investoři by se měli poradit s profesionálním poradcem, aby zjistili, zda je investice do podfondu pro ně vhodná. Hodnota investice do podfondu(ů) nebo příjem z ní se může snižovat, ale i zvyšovat. Tento podfond nemá žádnou zaručenou výkonnost. Dále platí, že minulá nebo očekávaná budoucí výkonnost není zárukou, ani spolehlivým ukazatelem současné nebo budoucí výkonnosti a výnosů. Zde uvedené údaje o výkonnosti neberou do úvahy provize a náklady vznikající v souvislosti s vydáváním a odkupováním podílů, pokud jsou účtovány. Tento dokument nepředstavuje nabídku k nákupu ani nabádání k prodeji v kterékoliv zemi, kde toto může být považováno za nezákonné, ani nepředstavuje veřejnou reklamu nebo investiční poradenství.