

First Eagle Amundi International

2. čtvrtletí
2016

■ Tržní vývoj

Ve druhém čtvrtletí světové akcie (index MSCI World) rostly o 1,05 %, dařilo se i USA, kdy americké akcie (S&P 500) posílily o 2,46 %. V Evropě již situace byla horší, německé akcie (index DAX) klesly až o -7,73 % a francouzské (index CAC 40) ztratily -5,57 %. Mírný růst naopak zaznamenaly japonské akcie, kdy index Nikkei 225 vzrostl o 1,83 %. Na komoditním trhu pokračoval nárůst cen ropy celkem o 26,06 %, cena za barel se tak zastavila až na \$48,33. Stoupala i cena zlata, která se dostala na \$1,322.20 za unci – nárůst o 7,26%. Podíváme-li se na měnový trh, dolar dále oslaboval vůči yenu o -8,72 %, ale proti euru vzrostl o 2,51 %¹.

Domníváme se, že jsme se přesunuli do období plného nejistoty a to jak z politického, tak ekonomického hlediska. Politické problémy se objevily zejména koncem června, když Velká Británie hlasovala v referendu pro vystoupení z Evropské Unie. Toto rozhodnutí vedlo k poměrně dramatickému nárůstu populismu i nacionalismu nejen v Evropě, ale i v USA a dalších zemích. Kořeny oživení populismu a nacionalismu pak vidíme zejména ve třech hlavních oblastech současného hospodářského vývoje:

- **Globalizace** – Během posledních 15 až 25 let, globalizace snížila nerovnost mezi životními úrovněmi zemí, ale zároveň vedla ke zvýšení nerovnosti již vyspělých zemí, kde méně kvalifikovaný trh práce byl opomenut. To vedlo značnou část veřejnosti k závěru, že globalizace je nespravedlivá.
- **Automatizace továren** – Automatizace přiděluje starosti dělníkům. Roboti a stroje nahrazují významný podíl lidské manuální práce. Z dlouhodobého hlediska se domníváme, že je tento přesun pozitivní, jelikož pracovní síla se postupně přemísť do sektoru služeb, ovšem období změny bývá náročné a přechod není jednoduchým krokem.
- **Uvolněná měnová politika** – Věříme, že pumpování peněz do ekonomiky také přispělo k nárůstu populismu a nacionalismu ve vyspělých zemích. Monetární politika nadhodnotila ceny aktiv. Pro bohatší to může znamenat vyšší výnosy z akciových portfolií, ale pro lidi se skromnějším příjmem záporné reálné výnosy na bankovních účtech.

Politická nejistota však není jedinou skvrnou na investičním horizontu. V USA je scénář více komplikovaný. Hodnota dolaru je poměrně vysoko nad svým dlouhodobým standardem, a pokud reálné úrokové míry půjdou nahoru, riziko dalšího posílení kurzu může vést k materiálnímu poklesu čistého vývozu.

Nicméně vnímání rizika je nízké, implikovaná volatilita je pod historickými minimy a ohodnocení akcií nad historickými maximy. V bezprostředním období po Brexitu se zdálo, že averze k riziku se na trhy vrací, ale ne na dlouho – americké akcie se velmi rychle vzpamatovaly (index S&P 500)².

V Číně, druhé největší ekonomice světa a největšího zdroje investic do fixního kapitálu, pokračuje plíživě oslabení yenu. Pokud se tento trend nezastaví, může to vyslat deflační impuls celému světu. Dále zde lze také pozorovat pokračující trend centralizace mocenské síly a vzrůstajícího nacionalismu. Zároveň vzrůstá napětí mezi Čínou a Filipínami kvůli sporu o území Jihočínského moře.

Japonsko, s 6% rozpočtovým deficitem a zápornými úrokovými mírami více než desetiletí, již vyčerpalo veškeré možnosti běžné politiky a pravděpodobně se teď přesune k více nekonvenčním zásahům³.

¹ Zdroj: Factset a Bloomberg

² Zdroj: Factset

³ Zdroj: Bloomberg

First Eagle Amundi International

2. čtvrtletí
2016

Evropa čelí také svým výzvám. Zatímco Velká Británie patří mezi velké ekonomiky, její vliv je v globálním měřítku spíše skromný, hlavní rizika Brexitu jsou pak v podlomení unijní soudržnosti a rozšíření „nákazy Brexitu“ mezi více zemí. EU má tak na příští dva roky naservírováno ještě poměrně mnoho: vyřešit slabosti bankovního systému, francouzské a německé volby příští rok, znovu-vyjednání obchodních smluv mezi Velkou Británií a EU, zátěžové testy pro italské banky a dokončení návrhu řecké restrukturalizace.

Evropská ekonomika je pod svou běžnou úrovní, s celkovou nezaměstnaností stále okolo 10%. Některé z více cyklických sektorů, např. akcie stavebnictví a telekomunikací, jsou již poměrně dlouho investory ignorovány. V běžném stavu bychom se mohli domnívat, že zde existují kupní příležitosti, ale vzhledem k celoevropské nejisté situaci zůstáváme velmi opatrní. Rozpínání rizikových premií u dluhopisů evropských bank může odkazovat na nedostatečné vnímání rizika u suverénních objektů.

Na středním východě vidíme jako nejvíce rizikovou Saudskou Arábii. Měna se zdá být materiálně nadhodnocena, cena ropy je nízko a země v poslední době čelila sérii teroristických útoků. Saudská Arábie je i zároveň uprostřed mezigenerační změny vládnoucích stran.

Nárůst populismu, nacionalismu a absence možností centrálních bank provádět tradiční politiku dokresluje obraz o geopolitické nejistotě.

Ironicky, tato nejistota nutně neslibuje potenciální vysoký výnos, jako je tomu u běžných rizikových aktiv. Ve skutečnosti vyspělé země slibují výhledově nízké výnosy a více kolísavosti. Je to období plné výzev, ale pro aktivního investora nemusí být nutně situace špatná. Jak jsme již avizovali dříve, investiční příležitosti vidíme hlavně ve 4 oblastech:

- **Epizodní akciové příležitosti** – I když jsou trhy na vrcholu, individuální akcie být nemusí. Náš aktivní přístup „bottom-up“ neboli „zezdola“, který se zaměřuje na analýzu hlavně jednotlivých akcií a pak až na sektory či ekonomickou situaci, pokračuje v objevování stabilních podniků s atraktivními výnosy plynoucí z volného cash-flow.
- **Epizodní měnové zajištění** – Ve světě s nulovými úrokovými mírami mohou směnné kurzy poměrně značně fluktuovat. Zajištění tak může potenciálně buď zajistit obranu, či dokonce zvýšit reálné výnosy a mohou zde být dokonce příležitosti k investování do státních dluhů těch zemí, které mají problém s oslabením měny.
- **Proti-cyklické využití peněz** – Peníze snižujeme zejména v tržních útlumech a zvyšujeme v momentě tržního obnovení. Tyto změny nejsou dány direktivně shora-dolů, ale jsou zcela v součinnosti s naším „bottom-up“ přístupem analýzy jednotlivých akcií.
- **Zlato** – V porovnání s papírovými penězi zlato nelze tisknout. I přes nedávný vzestup ceny zlata a možné krátkodobé kolísavosti, se domníváme, že z dlouhodobého hlediska zlato nabízí zajímavé reálné výnosy.

▪ Vývoj portfolia

Ve druhém čtvrtletí 2016, fond First Eagle Amundi International přinesl silné reálné zhodnocení, které zcela překonalo světové akcie (index MSCI World).

Naše pozice v akciích spojených se zlatem, zejména pak akcie zlatých dolů, znovu táhly naše čtvrtletní výsledky. Toto potenciální zajištění tak přesně splnilo svůj účel a dosáhlo výkonnosti dle očekávání. Společnosti Fresnillo PLC, Barrick Gold Corporation, Newcrest Mining Limited a Agnico-Eagle Mines Limited byly mezi hlavními přispěvateli. Věříme, že ponurá zlatá tržní nálada z konce minulého roku vedla řadu těžařů k prodeji zlata se slevou a vyprodání svých přebytečných rezerv. Tento rok jsme viděli

First Eagle Amundi International

2. čtvrtletí
2016

hned dvě události: cena zlata vzrostla a dle nás se snížila i sleva mezi cenou zlata a akciemi zlatých dolů. Za současných tržních podmínek jsme tak zcela spokojeni s našimi celkovými pozicemi ve zlatě.

Dalším úspěšným titulem v portfoliu je Keyence Corporation, světový leader v oblasti elektronických senzorů pro automatizaci továren.

Hůře si vedly evropské společnosti, které jsou vnímány jako ekonomicky-cyklické, tedy závislé na hospodářském vývoji, např. Bouygues, Berkeley Group Holdings, HeidelbergCement a Compagnie de Saint-Gobain SA. Bouygues, francouzská holdingová společnost ztratila hodnotu jednak kvůli své expozici na evropský stavební trh, kde jsou marže momentálně pod tlakem a také z důvodu zrušení plánovaného prodeje svých telekomunikačních aktiv. Kolaps této dohody zvýšil obavy investorů, že konsolidace francouzského mobilního trhu bude odložena ještě dále. Akcie Berkeley Group, předního majetkového developera ve Velké Británii, spadl prudce spolu s vysloveným rozhodnutím o Brexitu.

Microsoft také padal ke konci čtvrtletí a to v reakci na akvizici firmy LinkedIn. Cena, kterou Microsoft zaplatil, se může zdát vysoká, pokud se podíváme na poměr podnikové hodnoty k EBITDA (zisku před zdaněním). Pokud se však podíváme na marže EBITDA, mohou potenciálně vést k velmi zajímavému ohodnocení v dlouhodobém horizontu.

Vysoce si ceníme Vaší důvěry a děkujeme Vám za podporu.

S úctou,

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. Je třeba zvážít, 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.