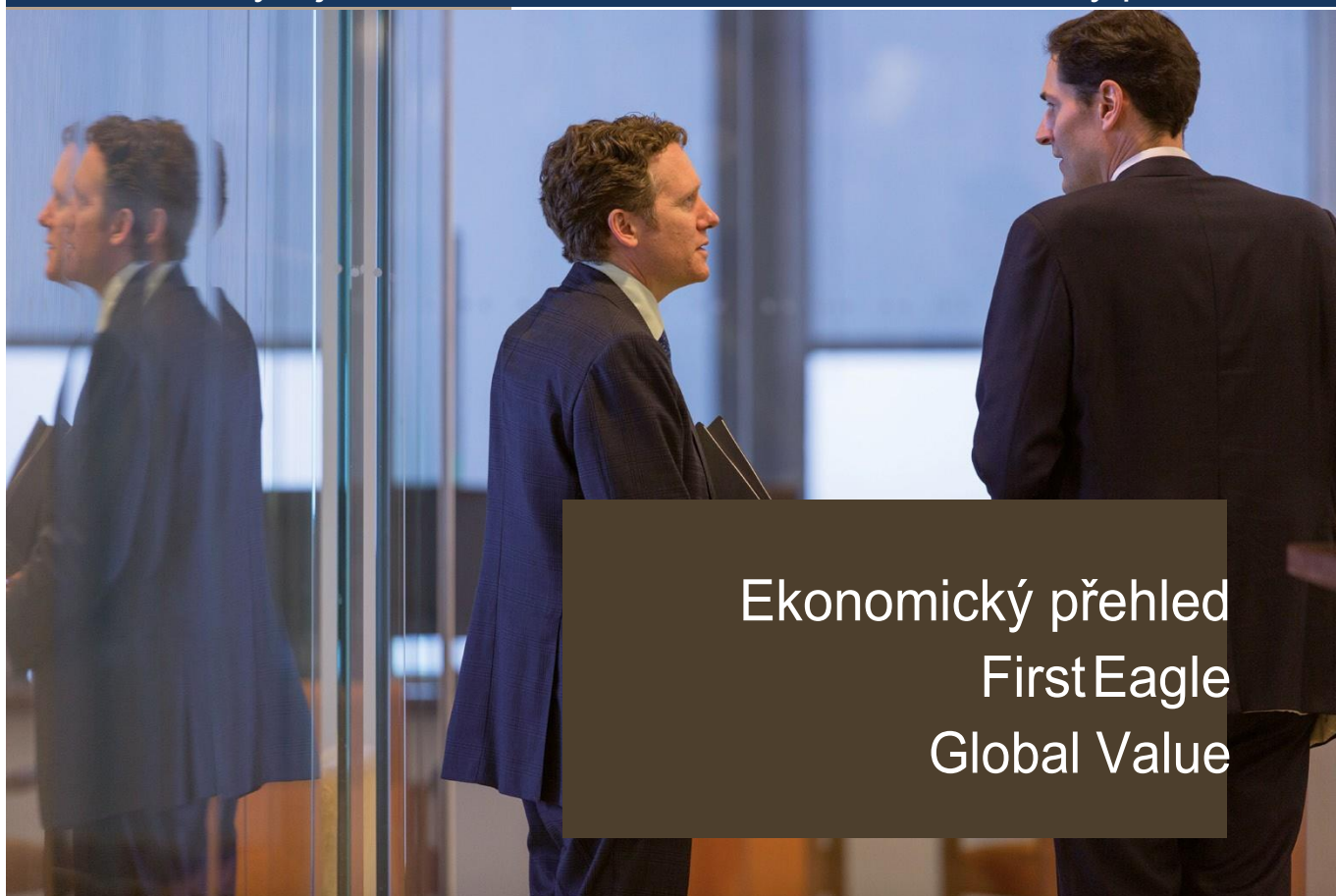


Komentář k vývoji na finančních trzích – každoroční stručný přehled



**Ekonomický přehled  
First Eagle  
Global Value**

Leden 2017

## ■ Ekonomický přehled

Rok 2016 přinesl řadu překvapení. Na začátku ledna došlo k propadu na akciových světových trzích, který se zdál být dlouho očekávanou korekcí předchozího stavu, avšak po zákroku centrálních bank v podobě čerstvé finanční injekce likvidních prostředků se trhy rychle vzpamatovaly. V průběhu roku se ukázalo, že populistické a nacionalistické síly jsou silnější, než se předpokládalo. V červnu britští voliči v rozporu s předpověďmi průzkumů, bookmakerů a mediálních expertů zvolili odchod z Evropské unie. V listopadu se „expertům“ vzepřeli také američtí voliči, kteří zvolili prezidentem Donalda Trumpa. Události roku 2016 posílily námi dlouho zastávaný názor, že stěžejní světové události nelze s jistotou předvídat.

Žijeme v období geopolitické nejistoty. Jedním z velkých rozdílů oproti minulosti je větší úloha státu. Rostoucí podíl světových vládních výdajů vyjádřený jako procentuální podíl na HDP by ve spojení s populistickými a nacionalistickými silami mohl znamenat, že obvyklá nestálost hospodářského cyklu začíná být nahrazována politickými cykly.

### Spojené státy

Musíme vzít na vědomí, že ve Spojených státech se v současnosti odehrává spousta věcí, alespoň ve srovnání s obdobím před sedmi nebo osmi lety. Míra nezaměstnanosti klesla přibližně z 10 % na 5 %<sup>1</sup>. Bylo přislíbeno snížení daní a výdaje na infrastrukturu. Banky obecně přechází od omezování svých úvěrových portfolií k jejich navyšování. Ceny pohonných hmot jsou nižší než v průměru po značnou část uplynulého desetiletí. Důvěra spotřebitelů se změnila z podprůměrné na nadprůměrnou<sup>2</sup>.

Avšak Spojené státy se rovněž potýkají s problémy. Zprvu, přestože zotavení je částečně odrazem odolnosti americké ekonomiky, je rovněž důsledkem velmi podstatných kumulativních stimulů projevujících se od roku 2008 - fiskálních deficitů, téměř nulových úrokových sazeb a bilionů dolarů kvantitativního uvolňování. Nedojde-li k uvolnění těchto stimulů, mohou se investoři začít více obávat inflace než deflace. Druhým problémem je v případě Spojených států to, že všechny zmíněné dobré zprávy se již odehrály: jsou vidět ve zpětném zrcátku a pravděpodobně se již promítly do cen na trzích.

Co Spojené státy čeká? Země má vyšší celkovou míru zadlužení vyjádřenou podílem na HDP než v roce 2007. Centrální banka zvyšuje sazby, a pokud tak učiní agresivněji, než se očekává, zadluženost by se v ekonomice mohla zvýšit. Politika centrální banky přispěla k posílení dolaru, což pravděpodobně povede k větším obchodním deficitům. Zatím umírněné zvyšování mezd nabírá na intenzitě, a pokud dál poroste, podnikové ziskové marže by se mohly ocitnout pod tlakem. Na druhou stranu podstatnému zvýšení inflace by mohlo zabránit zlepšování produktivity v důsledku automatizace a zmírnění regulace. Uvědomujeme si potenciální rizika, ale nelze s jistotou předvídat, jak se úrokové sazby nebo inflace budou vyvíjet.

I přes velmi složité politické prostředí doma i v zahraničí mají Spojené státy nadprůměrné zisky na akcii a podprůměrné výnosy dluhopisů. Jinými slovy, ceny aktiv jsou vysoko a moho potenciálně generovat historicky podprůměrné výnosy.

### Čína

Situace v Číně, druhé největší ekonomice, je rovněž velmi složitá. Uplynulých 20 let růstu bylo v Číně podporováno urbanizací a růstem vývozu, avšak oba tyto faktory se ocitají pod tlakem: urbanizace kvůli nadměrné výstavbě a růst vývozu, protože čínská měna je nyní plně zhodnocená nebo zřejmě dokonce nadhodnocená. Éra rostoucích vývozu a rostoucích měst končí a Čína platí cenu za část předchozího růstu ve formě narůstu nedobytných bankovních pohledávek.

Čína se snaží svoji ekonomiku směřovat k růstu v sektoru služeb a posunout mix pobídek od pouhého budování měst na úrovni územní samosprávy k strategičtějším formám pobídek, jako jsou doprava a další formy infrastruktury. V současnosti Čína těží z některých pobídek zavedených před rokem, ale v celkovém kontextu se snaží investiční výdaje udržet na vysoké úrovni, kterou považujeme za neudržitelnou. Za tímto účelem bude podle našeho názoru vláda muset narušit bilanci fiskálními deficity.

Uprostřed této velmi komplikované strukturální změny je Čína stále asertivnější v zaujímání určitého geopolitického postavení, ať už se jedná o její aktivity ve sporných vodách nebo o vytvoření Asijské infrastrukturní investiční banky, která má konkurovat Světové bance a Mezinárodnímu měnovému fondu, či o iniciativu v podobě hedvábné stezky spojující Čínu a Eurasii.

### Evropská unie

Problémy, se kterými se Evropa potýká, jsou odrazem jejího neúplného strukturálního rámce. Nemá centrální ministerstvo financí, takže sérii dluhových krizí v periferních oblastech lze řešit jen obtížně. Nemá osvědčené způsoby rekapitalizace bank, což jsme viděli v případě neúspěšné rekapitalizace Banca Monte dei Paschi di Siena v Itálii. Neexistuje soudržná obranná politika umožňující vypořádat se s výzvami, jako jsou imigrace a terorismus. A kvůli jazykovým a kulturním bariérám Evropě chybí takový druh mobility na pracovním trhu, jaká je ve Spojených státech.

Světlým bodem je pro Evropu možnost, že by levné euro a pokračující přebytek běžného účtu mohly podpořit cyklické zlepšení důvěry. Evropu však v příštím roce také čeká série voleb ve Francii, Německu a Itálii i uplatnění článku 50 v souvislosti s Brexitem. EU se snaží vypořádat se strukturálními problémy a dosáhnout větší důvěry v hospodářství, ale v současnosti nevíme, kteří političtí činitelé se těmito problémy za rok budou zabývat.

### Japonsko

Japonsko má rovněž podhodnocenou měnu a velký přebytek běžného účtu jako Evropa. Jen je i přes obchodní přebytek levný kvůli úrokovému diferenciu. Výnosy ze státních dluhopisů se ve zbytku světa zvýšily, avšak snaha japonské centrální banky dosáhnout nulové úrokové sazby u výnosů z desetiletých dluhopisů to v Japonsku neumožnila. Investoři se snažili zajistit si vyšší výnosy jinde a portfoliové toky odtékající ze země udržely relativní hodnotu jenu z historického pohledu na nízké úrovni.

<sup>1</sup> Úřad statistiky práce Spojených států

<sup>2</sup> Průzkum spokojenosti spotřebitelů

Japonsko má vyšší státní dluh než jiné oblasti světa. Jestliže levný jen spolu s monetárními pobídkami povede ke zlepšení hospodářského růstu, Japonsko bude mít možnost fiskální politiku zpřísnit. Jestliže se místo toho vláda rozhodne pro větší fiskální deficity podporující vyšší inflaci, Japonsko by se mohlo stát režimem s vyšší volatilitou.

### ■ Nízké vnímání rizika

I přes zmíněná globální rizika zůstává vnímání rizika ve Spojených státech relativně nízké. Zvýšení výnosů dluhopisů absorbovaly trhy s vysokými výnosy, což znamená, že se obecně snížily také spready podnikových dluhopisů. Ostatní měřítká vnímání rizika, jako je implikovaná volatilita a poměr cen zlata k cenám na kapitálových trzích, svědčí o nízké neochotě podstupovat riziko. Trh v tomto případě dosahoval značného rozsahu, což bylo téměř opakem úzkého trhu zmiňovaného před rokem a pomohlo nám to nacházet výrazné investiční příležitosti na trhu, který byl celkově poměrně plně zhodnocen.

### ■ Nalézání příležitostí

Hledáme investice, které nám mohou nabídnout pružnost a dlouhodobé trvání v období zneklidňujících vládních politik po celém světě. Vzhledem k rozšiřující se úloze státu a relativně nízkým výnosům ze státních dluhopisů chceme vlastnit podniky, ve kterých dochází ke zvyšování produktivity a které zvyšují svůj nominální příjem a zároveň nabízejí solidní výnosy z volných peněžních toků. V obavách ze silně zadlužených státních bilancí a velkých fiskálních deficitů je naším cílem vlastnit podniky, které jsou z hlediska účetní rozvahy silné a které generují volné peněžní toky. Nedůvěřujeme experimentálním politikám centrálních bank, a tak usilujeme o to vlastnit podniky řízené řídicími týmy, které považujeme za obezřetné a zaměřující se na vlastníka. Kromě toho s vědomím existence stávajících i nově vznikajících oblastí geopolitických otřesů se snažíme vlastnit podíly v podnicích z různých zeměpisných oblastí a vykazujících dlouhodobou stabilitu, pokud jde o jejich postavení na trhu.

Nenecháváme se rozptylovat iracionálními cenami na trhu. Jde nám o to získat nové pozice v podnicích, jejichž cena není stanovena s cílem zajistit výrazný růst. Domníváme se, že naší hlavní výhodou je trpělivost: Jsme ochotni čekat pět let či déle na to, co považujeme za lákavou cenu, a jsme připraveni držet určitý podnik v průběhu odpovídajícího cyklu po dobu pěti let či déle. Na trhu, který se často jeví jako hyperaktivní, uvažujeme v cyklech dlouhých celé jedno desetiletí. Semínko potřebuje čas, než se z něj stane strom, avšak zdá se, že investoři na současných trzích sklízí výhonky každý rok.

Pokud ceny cenných papírů podle našeho názoru nejsou atraktivní, věříme v to, že je volatilitu možné proměnit v motor potenciálních reálných výnosů. Čekáme na možnost koupit jednotlivé podniky, kterou jsou podle nás odolné a schopné generovat volné peněžní toky, ale které se právě přechodně nachází v neradostné situaci. Když není dostatek příležitostí, necháváme peněžní prostředky a jejich ekvivalenty růst, abychom je měli k dispozici a mohli jich využít v okamžicích, kdy nastanou problémy a na trhu se objeví více příležitostí.

Jako potenciální zajištění držíme cenné papíry vázané na zlato. Naše likvidita nám umožňuje být trpělivým kupujícím a naše cenné papíry vázané na zlato nám umožňují být trpělivým prodávajícím. Občasně používáme zajišťovací měny nebo diverzifikujeme investice peněžních prostředků do zahraničních dluhopisů, které nabízí vyšší reálné výnosy nebo jsou denominované v podhodnocených měnách.

Nacházíme se v éře aktivní správy. Pasivní správa mohla být přiměřeně produktivní na začátku 80. let, kdy poměry zisku na akcii byly nízké, výnosy dluhopisů byly vysoké a investoři mohli dosáhnout slušné návratnosti už jen tím, že se dostavili. Domníváme se, že současné trhy vyžadují promyšlenější přístup umožňující identifikovat cenné papíry, jejichž cena není stanovena racionálně nebo které nemají dlouhodobý růstový potenciál, řízení se zaměřením na vlastníka nebo odolné účetní rozvahy, a takovým cenným papírům se vyhnout. Přijímání těchto rozhodnutí podle našeho názoru vyžaduje důkladný specializovaný průzkum a analýzu, akcie pak musí mít povahu, díky které nám nevedí jít jinou cestou než zbytek investičního odvětví.

Filozofie i zkušenosti nás naučily, že nelze předvídat politické ani ekonomické události či dění na trhu, a my se o to ani nesnažíme. Místo toho usilujeme o vybudování portfolií vhodných do každého počasí, portfolií, která mají potenciál využít výhod rostoucích trhů a zároveň poskytnout ochranu v obdobích, kdy se trh potýká s těžkostmi.

Chtěli bychom poděkovat našim dlouhodobým klientům za to, že sdílí náš záměr zabývat se tímto druhem trpělivého a ukázněného investování. Těšíme se, že v následujících letech budeme mít možnost být obezřetnými správci Vašeho kapitálu.

S pozdravem,

Matthew McLennan  
T. Kimball Brooker, Jr.

Matthew McLennan, CFA

Ředitel oddělení Global Value

Správce portfolia

Strategie Global Value, International Value a U.S. Value

T. Kimball Brooker, Jr.

Zástupce ředitele oddělení Global Value

Správce portfolia

Globální příjmové toky, strategie International Value a U.S. Value

Matt je ředitelem oddělení Global Value a správcem portfolia strategií Global Value, International Value a Gold. Matt nastoupil do společnosti First Eagle Investment Management, LLC v září 2008. Před tím Matt pracoval pro Goldman Sachs Asset Management (GSAM) v Londýně, kde působil jako jeden ze správců portfolia Global Equity Partners, skupiny, kterou založil v roce 2003 a která spravovala úzce zaměřené globální portfolio cenných papírů pro zahraniční soukromé klienty. Portfolio využívalo přístup se zaměřením na hodnotu a návratnost kladoucí důraz na nízkou fluktuaci a vysokou odolnost ve ztížených podmínkách.

Matthew zahájil svoji kariéru v australském Brisbane u společnosti Queensland Investment Corporation v roce 1991, kde nakonec nesl odpovědnost za mezinárodní akciové expozice. V roce 1994 nastoupil na jeden rok do společnosti Goldman Sachs v Sydney, odkud se přesunul do Goldman Sachs Asset Management v New Yorku. V roce 2001 se Matthew stal spoluzakladatelem a investičním ředitelem investiční strategické skupiny pro soukromé klienty společnosti Goldman Sachs a v roce 2002 byl jmenován generálním ředitelem. V roce 2003 se přestěhoval do Londýna, kde se stal spoluzakladatelem skupiny Global Equity Partners společnosti Goldman Sachs. Matt se narodil v Rabaulu v Papue-Nové Guiney a vyrostl v australském Queenslandu. Vystudoval s vyznamenáním bakalářský obor Obchod na Queenslandské univerzitě.

Matthew se zajímá o vzdělávání a je předsedou správní rady Trinity School, členem poradního sboru děkana Harvardovy školy veřejného zdraví a členem rady Queenslandské univerzity ve Spojených státech amerických. Je rovněž členem správní rady organizace Library of America. Matt je držitelem označení CFA (Chartered Financial Analyst) pro certifikované finanční analytiky.

Kimball je zástupcem ředitele oddělení Global Value a správcem portfolia strategií Global Value a International Value společnosti First Eagle. Kimball nastoupil do oddělení Global Value společnosti First Eagle v roce 2009 jako senior výzkumný analytik zabývající se bankovním sektorem, obchodními službami, finančními službami a holdingovými společnostmi.

Kimball zahájil svoji kariéru v roce 1992 jako finanční analytik ve společnosti Lazard Frères & Co. Následně přešel do J.P. Morgan, kde v oddělení investičního bankovníctví působil v soukromých investičních fondech Corsair v hodnotě miliardy dolarů. V roce 1998 se Kimball po dokončení studia M.B.A. vrátil zpět do J.P. Morgan. Byl jmenován investičním ředitelem fondů Corsair a v roce 2005 generálním ředitelem. V roce 2006 se fondy Corsair, spravující téměř 3 mld. USD, úspěšně od společnosti J.P. Morgan oddělily.

Kimball vystudoval bakalářský obor na Yaleově univerzitě a M.B.A. na Harvardově univerzitě.

Uvedený komentář je stanoviskem vyjádřeným v lednu 2017 a s ohledem na podmínky na trhu a další skutečnosti se může změnit. Vyjádřené názory nemusí být nutně názorem firmy. Tyto materiály jsou poskytovány pouze pro informaci. Uvedené názory nemají sloužit jako prognóza budoucích událostí, záruka budoucích výsledků či investiční poradenství. Případně obsažené statistické údaje byly získány ze zdrojů považovaných za spolehlivé, avšak správnost těchto informací nelze zaručit. Zde vyjádřené názory se mohou po datu vydání tohoto dokumentu kdykoliv změnit. Poskytnuté informace nelze považovat za doporučení nebo nabídku koupě nebo prodeje ani za výzvu k předložení nabídky koupě nebo prodeje jakýchkoliv fondů či cenných papírů. S veškerými investicemi je spojeno riziko ztráty kapitálu.

Uvedené informace nemají sloužit jako účetní nebo daňové poradenství a nelze se na ně v účetní nebo daňové oblasti spoléhat. Případně zmíněné daňové informace nejsou analýzou všech daňových aspektů.

S investováním do cenných papírů v zahraničí jsou spojena rizika, jako proměnlivé podmínky na trhu, ekonomická a politická nestabilita a kolísání měnových kurzů. Investice do zlata a produktů navázaných na zlato představují určitá rizika a návratnost investic souvisejících se zlatem byla obvykle proměnlivější než investice na širších akciových trzích nebo trzích dluhopisů.

Hlavním rizikem spojovaným s investováním do hodnotových akcií je, že cena cenného papíru nemusí dosáhnout očekávané hodnoty nebo její hodnota může klesnout. U veškerých investic hrozí riziko ztráty investovaných prostředků.

Fondy First Eagle nabízí společnost FEF Distributors, LLC. [www.feim.com](http://www.feim.com)

First Eagle Investment Management, LLC - 1345 Avenue of the Americas, New York, NY 10105-0048

Amundi Asset Management, společnost typu „société anonyme“ s akciovým kapitálem ve výši 746 262 615 eur - správce portfolia pod číslem GP04100036, podléhající regulaci ze strany regulačního orgánu AMF. Sídlo: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paříž - Francie - 437 574 452 RCS Paříž - [www.amundi.com](http://www.amundi.com).

Design: Oddělení komunikace společnosti Amundi - 01/2017.