

CYRRUS

Investiční výhled 2017



Investiční výhled 2017: klíčové otázky

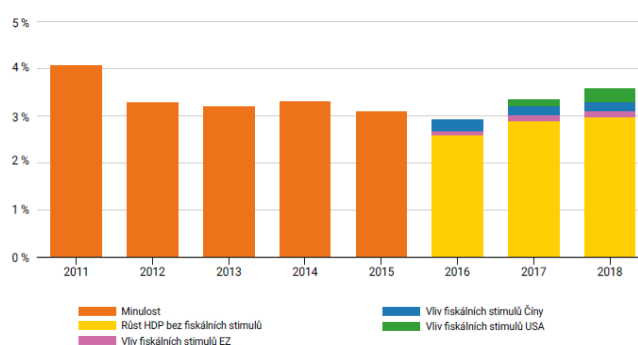
- Bude pokračovat globální ekonomický růst a jak bude silný?
- Jakou roli bude hrát zvolení Donalda Trumpa prezidentem USA?
- Kdy ukončí ČNB intervenční režim?
- Jaký mají akcie letos růstový potenciál?
- Jak upravit na počátku roku 2017 investiční portfolio?

Ekonomický výhled 2017

CYRRUS | investujte chytrě

Fiskální stimuly pomohou růstu v nové éře

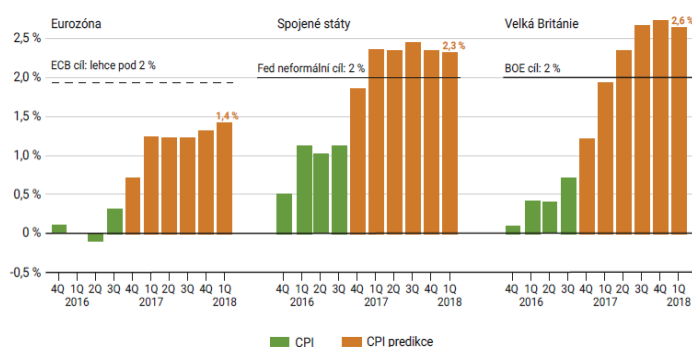
- Světová ekonomika letos poroste tempem 3,3 procenta
- Pomohou jí fiskální stimuly
- Končí éra extrémně nízké inflace až deflace a extrémně nízkých až záporných úroků
- Dluhopisové výnosy se po skoro 40 letech odrážejí ode dna
- Klíčová rizika:
 - 1) Zadlužení v éře růstu úroků
 - 2) Další nárůst protekcionismu



CYRRUS

Návrat inflace

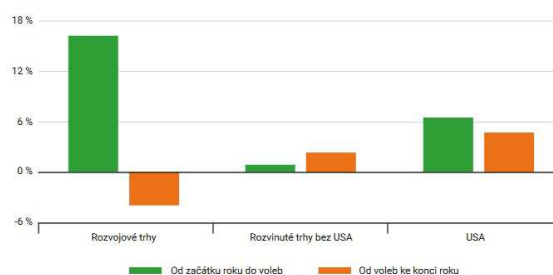
- Inflace letos celosvětově akceleruje
- V ČR inflace letos v lednu překonala inflační cíl České národní banky, poprvé od roku 2012
- Klíčovým důvodem je zastavení poklesu, resp. růst cen komodit a energií, včetně ropy
- Vývoj na trhu komodit do značné míry koreluje s vývojem akciových kursů rozvíjejících se trhů – pozitivní výhled



CYRRUS

Politika bude nevyzpytatelnější než jindy

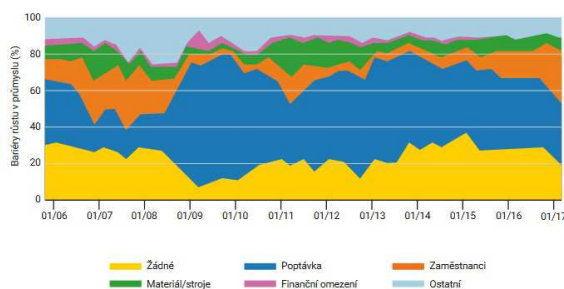
- Jak letos dopadne Trump v Bílém domě a jak volby v několika klíčových evropských ekonomikách?
- Politická nejistota implikuje potenciál silnější volatility, kterou ale budou tlumit centrální banky
- Trump nenaplní veškerá očekávání, která do něj trhy euforicky vložily, ale i tak jim poskytne příznivý stimul...
- ... i když je zároveň i zklame, neboť bude dále chřestit zbraněmi obchodní války, jež hrozí propuknout mezi USA a Čínou, Německem, Mexikem,...



CYRRUS

Poroste ekonomika i nouze o zaměstnance

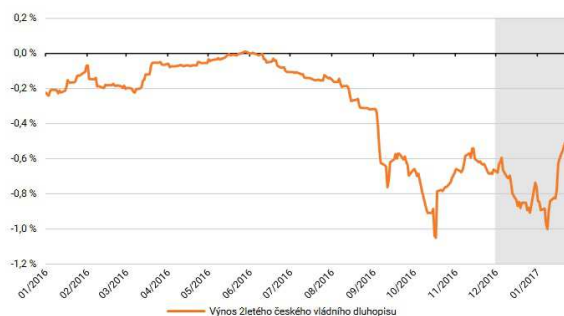
- Česká ekonomika letos poroste jako loni, tempem kolem 2,5 procenta
- Trh práce nám bude dělat radost i vrásky zároveň – rekordně nízká nezaměstnanost „nejsou lidi“ (graf)
- Průmysl ani zahraniční obchod už ČR nepotáhnou jako v letech 2014 až 2016
- Zesílí investiční činnost vlády i soukromé sféry
- Trumpova obchodní válka s Německem by nás poškodila, stejně jako „divoký rozvod“ Británie a EU



CYRRUS

Klíčová otázka: kdy nastane konec intervence ČNB?

- Posunujeme očekávaný exit dopředu kvůli rychlejšímu nárůstu inflace
- Nyní očekáváme, že ČNB fakticky ukončí intervence v období od 30. 3. do 30. 6. 2017
- V rámci „exitu“ nelze vyloučit zavedení určité podoby záporných úrokových sazeb
- Po exitu očekáváme vysokou volatilitu kurzu – krátkodobě může dojít i k oslabení CZK



CYRRUS

Dojde na „efekt chybějící protistrany“?

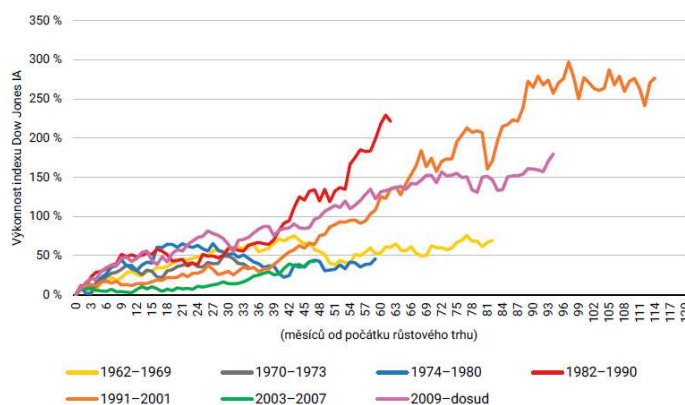
- Hrozí, že trh s korunou je momentálně „překoupen“ a po ukončení intervence nastane efekt chybějící eurové protistrany
- ČNB bude připravena v případě výrazného posílení provést *ad hoc* intervenci, stejně jako bude připravena zasáhnout při přílišném oslabení
- Férový kurz koruny je každopádně na výrazně silnějších úrovních než 27,0 EUR/CZK = tlaky na posilování CZK postupně převáží
- Ke konci roku 2017 očekáváme kurz 25,5 až 26,0 EUR/CZK



Investiční výhled 2017

Býčí trh nikdy neumírá na stáří

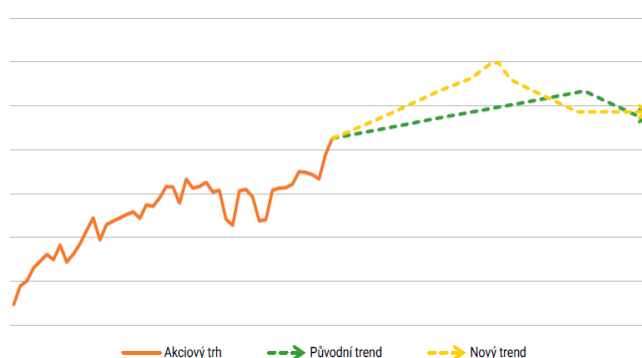
- Jsme uprostřed druhého nejdelšího růstového trhu za 50 let
- Růstový trend nikdy nekončí jen proto, že je příliš dlouhý
- Valuace trhů je víceméně férová, žádná závažná bublina na obzoru
- Ignorovat zralou fázi růstového trendu je zásadní chybou (2/3 zisků jsou generovány právě v této fázi cyklu)



CYRRUS

Trump mění naše očekávání dalšího vývoje trhů

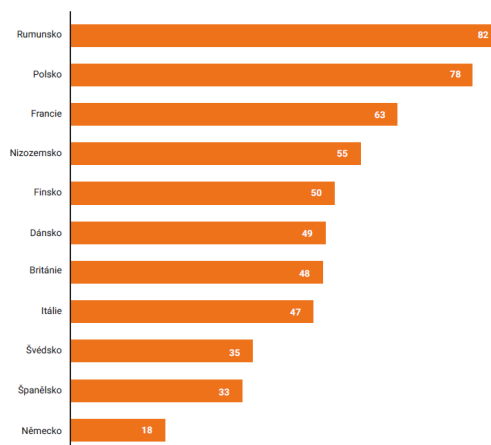
- Původní scénář mírného růstu globální ekonomiky i trhů nástup Trumpa mění
- Nyní očekáváme, že příští 1-2 roky budou ve znamení silnějšího růstu ekonomik/firemních zisků/trhů
- Fiskální expanze v USA a částečně i jinde ve světě mění karty: vyšší inflace, vyšší růst, nadvýkonnost cyklicky citlivých odvětví, rozvojové trhy zpět ve hře...



CYRRUS

Populistickým stranám rostou preference

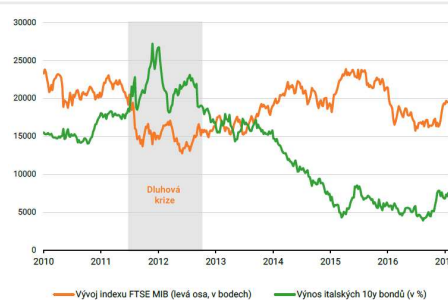
- Důsledky finanční krize jsou dosud patrné
- Restriktivní fiskální politika a expanzivní politika monetární znepokojily voliče
- S novými recepty přichází populistické strany
- Rostou protievropské tendence, zejména ve Velké Británii či Francii



CYRRUS

Volební rok vs. ECB

Nizozemsko	Parlamentní volby 15. března
Spojené království	Termín pro zahájení jednání o Brexitu 31. března
Francie	Prezidentské volby 23. dubna (první kolo) a 7. května (druhé kolo)
Itálie	Předčasné parlamentní volby v červnu
Indie	Prezidentské volby v červenci
Německo	Parlamentní volby v září
Čína	19. stranický sjezd na podzim



- Důležité volby zejména v Evropě
- Investoři budou méně důvěřovat předvolebním průzkumům
- Obtížněji predikovatelné reakce trhu
- Čína si nejspíše neodpustí další intervence
- Kvůli rostoucím politickým rizikům prodloužila ECB program QE
- Původně měl platit do konce března, nově je rozšířen na celý letošní rok
- Objem QE může ECB navíc flexibilně upravovat dle potřeby

CYRRUS

Rozvojové trhy černým koněm roku 2017?

- Letos by měly rozvojové trhy zrychlit tempo růstu na 4,7 %
- Největší meziroční skok zaznamenají Rusko a Čína
- Faktory optimismu: komodity, měny, restrukturalizace ekonomik
- Riziko č.1: Donald Trump
- V období posilování měn rozvojových trhů tyto trhy outperfovaly rozvinuté trhy
- Současnost: domníváme se, že jsme v rané fázi cyklu posilování měn rozvojových trhů

Závislost vývoje měn a akcií rozvojových trhů



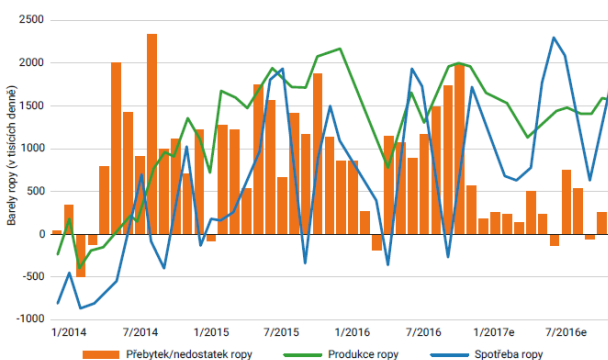
Oranžová křivka vývoj měn rozvojových trhů
Sedé oblasti období, kdy akcie rozvojových trhů překonávaly ve výkonnosti rozvinuté trhy

CYRRUS

Ropa mezi mlýnskými kameny

- OPEC výrazně pomohl ropě k růstu
- Další faktory růstu
 - Pokles investic
 - Pokles otevřených ropných vrtů v USA
 - Solidní globální ekonomický výhled
- Největším rizikem je těžba v USA
- 2017: OPEC vs. USA
 - Stav zatím 1:0, ale USA získává momentum
- Letos očekáváme boční trend a obchodování v pásmu 50-60 USD za barel

Přebytek ropy v letošním roce zmizí

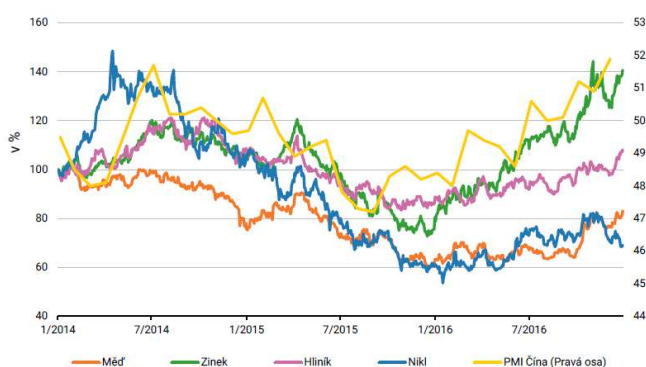


CYRRUS

Průmyslové kovy a zlato

- Hlavní faktor růstu cen průmyslových kovů je Čína jako největší spotřebitel
- Žlutá křivka v grafu vpravo ukazuje průmyslovou aktivitu v Číně
- Nízké ceny z posledních let vedly (jako u ropy) k omezení těžby a investic, které nyní chybí
- Zlato reflektuje globální rizika jen velmi krátkodobě
- Dlouhodobě funguje jen obava z vysoké inflace, což nyní „nehrozí“
- Maxima kolem 1800 USD za unci jsou tak stále v nedohledu

Vývoj cen průmyslových kovů



CYRRUS

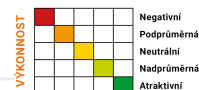
Náš výhled pro jednotlivé třídy aktiv na rok 2017



TÉMA	DOPORUČENÍ 2017	KOMENTÁŘ
DLUHOPISY		
Vládní dluhopisy	Orange	Nepříznivý vliv reflatního prostředí, růstu sazeb v USA, politiky ECB. Určitý potenciál vidíme u vybraných EM bondů a TIPS.
High grade korporátní bondy	Orange	Vysoká valuace, nepříznivý vliv reflatního prostředí. V rámci této třídy preferovat kreditní riziko před durací.
High yield korporátní bondy	Yellow	Spready výrazně nižší ve srovnání s loňskem, ale nižší pravděpodobnost recese/růstu defaultů. Preference evropských HY.
Hybridní cenné papíry	Green	Valuace již také blíže férové, ale v prostředí reflace a pokračujícího „yield seekingu“ stále atraktivní třída aktiv.
STRUKTUOVANÉ PRODUKTY		
Garantované certifikáty	Yellow	Vzhledem k tržním podmínkám nutné delší splatnosti a měnu USD.
Certifikáty z bariérovou ochranou	Dark Green	Vhodné v aktuálních tržních podmínkách.
KOMODITY & ENERGIE		
Zlato a drahé kovy	Yellow	Očekávaná inflace je sice na vzestupu, ale očekáváme preferenci rizikových aktiv. U zlata očekáváme boční trend.
Ropa a energie	Yellow	Ropa v důsledku dohody OPEC (tlak na růst cen) a rostoucí produkce v USA (tlak na pokles ceny) nevybočí z pásma 50–58 USD.
Průmyslové komodity	Green	Čína bude hlavním driverem v poptávce po průmyslových kovech, které mají i přes růst v roce 2016 stále prostor pro posílení.
Zemědělské komodity	Yellow	Zásoby jsou stále vysoké; rostoucí frekvence klimatických výkyvů povede k rozkolísanému vývoji cen agrárních komodit.
MĚNY		
USD	Orange	USD zůstane silný vzhledem k síle a struktuře růstu US ekonomiky. Vůči CZK ale riziko oslabení po exitu intervencí ČNB.
EUR	Red	Předpokládáme ukončení intervenčního režimu ČNB a posílení CZK vůči EUR. Doporučujeme prodat či zajistit EUR expozici.
CZK	Dark Green	Na ukončení intervencí ČNB by se tuzemští investoři měli připravit zvýšeným podílem CZK v portfoliích či FX zajištěním.

CYRRUS

Podrobnější akciový výhled 2017



ODVĚTVÍ

Odvětví	1	2	3	4	5	Text
Automobilový průmysl						Odložená poptávka z krizových let je již vyčerpána, další růst trhu bude velmi pozvolný.
Banky a finanční instituce						Pozitivní vliv růstu úrokových sazeb a globálního růstu vs. růst valuace ke konci roku a stále mnoho rizik. Nutný stock-picking.
Pojišťovny						Zlepšené vnější prostředí, stabilní bilance a dobrá valuace. Ke vstupu do pozicí ideálně vyčkat na tržní korekci.
Stavebnictví						Sektor je výrazně závislý na externím financování. Růst úrokových sazeb může zpomalit jeho další vývoj.
Těžba a zpracování komodit						Firmy jsou oddlužené, vyhlídky hospodaření růstové. Důležitý stock-picking, některé valuace jsou příliš vysoké.
Ocelářský průmysl						Čínské oceláře trápí nadbytečné výrobní kapacity. V USA situaci vylepšuje výhled investic do infrastruktury.
Chemický průmysl						V sektoru probíhá konsolidace z důvodu stagnace celého odvětví. Marže mírně rostou, ale historicky jsou stále nízké.
Utility						Negativní vliv růstu výnosových křivek (bond proxies) a stále nadprůměrná regulační rizika.
Alternativní energie						Negativní dopad politiky nového US prezidenta Trumpa. Nejistoty v oblasti regulace a problematická návratnost kapitálu.
Technologický průmysl						Preferujeme odvětví cloudu, software a dataminingu. Celé odvětví by mělo outperformovat trh.
Telekomunikace						Dividendově atraktivní sektor, ale očekáváme preferenci cyklických odvětví. V USA protivitr z nutnosti obrovských investic.
Média						Čelí tlaku digitálních dravců jako Amazon nebo Netflix. Inzerenti stále více preferují internet a tradiční média se tomu přizpůsobují pomalu.
Spotřební zboží						Díky poklesu nezaměstnanosti a pozitivnímu výhledu roste spotřebitelská důvěra. Klíčový je online segment.
Farmacie						Prezident Trump plánuje zreformovat systém zdravotního pojištění. Součástí by měla být i reforma cen léků.
Producenti potravin & pochutin						Nižší valuace a rostoucí konkurence v sektoru by měla vést ke zvýšené M&A aktivitě.
Doprava & logistika						Rostoucí čínská ekonomika a fiskální podpora americké ekonomiky by měly vést k růstu přepravních aktivit.
Strojrenství						Pozitivem v USA jsou zvýšené fiskální stimuly, v Evropě podpora ve formě slabého eura.
Maloochod						Změna chování zákazníků, kteří čím dál více upřednostňují online nakupování. Nutný stock picking.
Obranný a letecký průmysl						Jednoznačná podpora zbrojního sektoru v USA, byť s tlakem na pokles cen pro US armádu a růst výdajů na zbrojení NATO.



Top picks

- Top picks portfolio sestavujeme již pátým rokem, vždy obsahuje 15 titulů
- Vloni 13 z nich v zisku, 2 ve ztrátě, roční výkonnost 8,1 %
- Letos se v souladu se závěry našeho investičního výhledu zaměřujeme více na cyklicky citlivá odvětví (technologie, emerging markets atd.)
- Zařazujeme 2 tuzemské tituly (Moneta a O2)

Titul	Odvětví	Region	P/E 2017e	P/B 2017e	Dividendový výnos 2017e
Moneta Money Bank	Banky	CZ	11,8	1,6	9,7 %
MetLife	Pojišťovny	US	10,5	0,8	2,9 %
ThyssenKrupp	Ocelárny	EU	17,8	6,5	0,6 %
TransCanada	Energetika	US	22,0	3,2	3,5 %
Vulcan Materials	Stavební materiály	US	32,0	4,0	0,6 %
Nucor	Ocelárny	US	16,8	2,6	2,5 %
Kellogg's	Potravinářství	US	18,4	12,0	2,9 %
Palo Alto Networks	Technologie	US	52,0	14,6	0,0 %
Facebook	Technologie	US	25,3	6,5	0,0 %
Raytheon	Zbrojaři	US	19,6	4,2	2,1 %
Deutsche Post	Přeprava	EU	14,0	4,5	3,4 %
Rusko ETF long	Emerging markets	EM	-	-	1,6 %
SAP	Technologie	EU	19,7	3,9	1,6 %
Nokia	Technologie	EU	18,2	1,4	3,9 %
O2 Czech Republic	Telekomunikace	CZ	15,8	4,6	7,2 %



V USA a v Evropě letos vidíme cca 10% růstový potenciál...

S&P 500	P/E 2017e	EPS 2017e (USD)	Cílová hodnota k 31. 12. 2017	Potenciál 2017	Dividendový výnos 2017e	Potenciál včetně dividend
CYRRUS	19,0	126,0	2 402	7,3 %	2,2 %	9,5 %
Tržní konsensus	18,4	127,5	2 350	5,0 %	2,2 %	7,2 %

Stoxx Europe 600	P/E 2017e	EPS 2017e (EUR)	Cílová hodnota k 31. 12. 2017	Potenciál	Dividendový výnos 2017e	Potenciál včetně dividend
CYRRUS	18,1	21,0	380	5,2 %	3,4 %	8,6 %
Tržní konsensus	NA	NA	375	3,8 %	2,2 %	6,0 %

Titul	Očekávaný výnos 2016e	Dividendový výnos 2017e	Výnos vč. dividend
Komerční banka	6,2 %	5,1 %	11,3 %
Erste	4,2 %	3,5 %	7,7 %
ČEZ	4,7 %	7,0 %	11,7 %
Moneta	8,7 %	10,0 %	18,7 %
VIG	6,0 %	3,1 %	9,1 %
O2	0,1 %	6,2 %	6,3 %
TOP 6	5,2 %	5,6 %	11 %
Ostatní	2,0 %	3,0 %	5,0 %
Celkem	4,8 %	5,3 %	10,0 %



Shrnutí hlavních myšlenek Investičního výhledu 2017

HLAVNÍ MYŠLENKY 2017:

- Globální ekonomický růst ve srovnání s rokem 2016 mírně zrychlí;
- tahounem bude americká ekonomika, mj. díky uvolněné fiskální politice;
- akciové trhy prodlouží aktuální býčí trend do devátého pokrizového roku;
- bude se dařit více procyklickým než defenzivním odvětvím;
- hodnotové akcie budou pokračovat v nadvýkonnosti z konce roku 2016;
- americký dolar zůstane silný, což podpoří evropské exportéry;
- rozvíjející se trhy zažijí volatilní, ale úspěšný rok;
- ropa se bude po většinu roku pohybovat v intervalu 50 až 60 dolarů za barel;
- dluhopisy budou pod prodejním tlakem, výnosy budou pokračovat v růstu;
- ČNB ukončí intervenční režim a po úvodní volatilitě česká měna posílí.

Klíčová čísla výhledu 2017

- Globální ekonomika poroste o 3,3 %, nejrychleji od roku 2014.
- Cílová hodnota indexu S&P 500 činí 2402 bodů (9,5% potenciál vč. dividend).
- Cílová hodnota indexu Stoxx Europe 600 činí 380 bodů (+8,6 %).
- Cílová hodnota indexu PX činí 965 bodů (+10 %).
- Očekávaný kurz české měny vůči EUR ke konci roku 25,25 až 25,75 EUR/CZK.
- Očekávaný kurz české měny vůči USD ke konci roku 24,00 až 24,50 USD/CZK.
- Předpokládaná průměrná cena ropy v roce 2017 50 až 60 USD/barel.
- Výnos top picks portfolia CYRRUS v roce 2016: 8,1 % (trh 6,3 %).
- Výnos top picks portfolia CYRRUS od počátku (2013): 104 % (trh 55 %).

