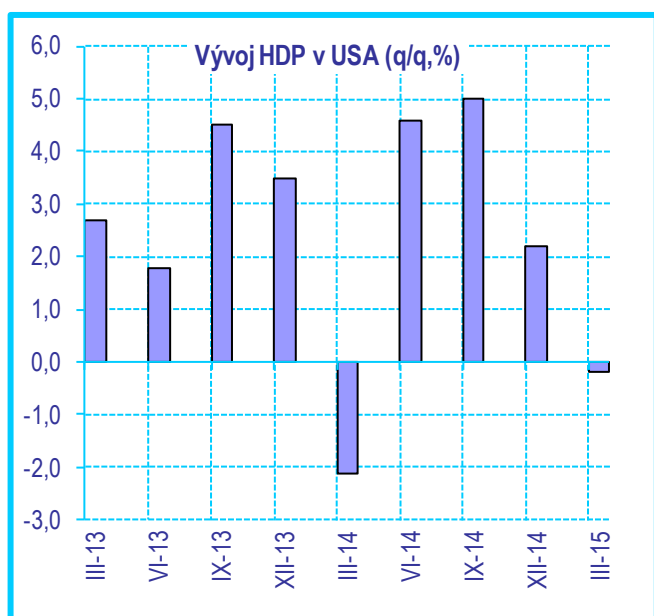


Pololetní zpráva, vydáno 1. července 2015

Globální ekonomika

Růst amerického hospodářství se v prvním čtvrtletí propadl do záporu. Za poklesem ekonomické aktivity stály převážně přechodné faktory jako špatné počasí, stávky, problémy těžařů vzhledem k nízké ceně komodity, ale i silný dolar. Ve 2. čtvrtletí trh práce přinesl povzbudivá čísla a ve druhé polovině roku by ekonomika měla akcelarovat. V Evropě postupně gradovala řecká sága, nicméně na evropském oživení se negativně neprojevila. Evropské hospodářství roste zhruba 1% tempem. Růst čínské ekonomiky nadále zpomaloval, i tak ale patří země k nejrychleji rostoucím ekonomikám na světě. Podle MMF by měly letos všechny vyspělé země poprvé od roku 2007 vykázat růst. Expanze globální ekonomiky by mohla letos dosáhnout okolo 3 %.



Pozn. Ekonomika USA představuje zhruba 22 % světového hospodářství

Měnová politika

Měnová politika zůstává po celém světě velmi uvolněná, tedy podporující růst hospodářství. Ve Spojených státech, které měly být první velkou vyspělou zemí, která zvýší úrokové sazby, se tento krok plíživě odsouvá. V současné době je nejpravděpodobnější růst sazeb na zasedání v září. Americká centrální banka, Fed, však může být i trpělivější, jelikož růst spotřebitelských cen se drží okolo nuly vlivem poklesu cen energií a silného dolaru.

V březnu spustila Evropská centrální banka v rámci programu kvantitativního uvolňování nákup dluhových instrumentů ve výši 60 miliard eur měsíčně. Tento program by měl zvýšit inflaci v eurozóně k 2% cíli a současně podpořit hospodářský růst. Nákupy budou trvat do září 2016, v případě potřeby i déle. ECB ponechává základní úrokovou sazbu na 0,05 %, o zvyšování sazeb zatím není vedena žádná diskuse.

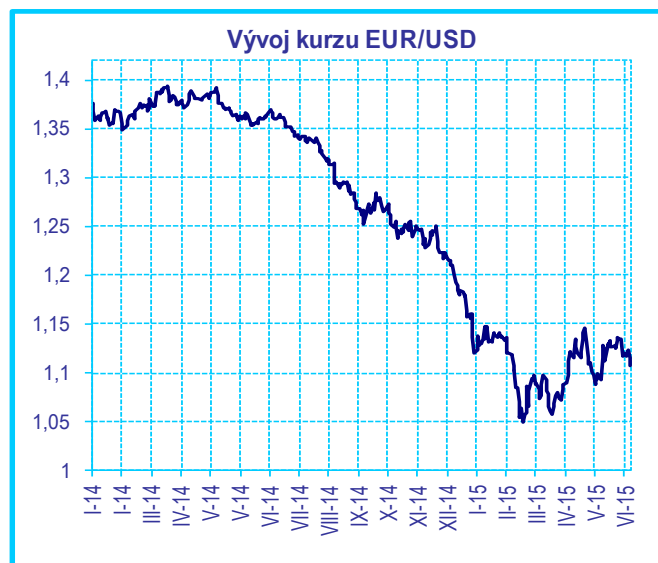
Světové dluhopisy

Dluhopisové trhy zažívaly dosti kolísavé období. Zhruba do poloviny dubna státní dluhopisy evropských zemí rostly, protože jejich výnosy poklesly na historická minima. Německé výnosy na 10 letch splatnosti dokonce koketovaly se zápornými výnosy. Výrazně posilovaly i dluhopisy států evropské periferie díky snižování rozdílů mezi německými a právě španělskými či italskými dluhopisy. Evropské dluhopisy hlavně těžily z nákupů dluhopisů Evropskou centrální bankou (ECB), která dluhopisy „vysávala“ z trhu. Ale od poloviny dubna výnosy dluhopisů rostly (ceny klesaly) napříč celou eurozónou i ve zbytku Evropy. Například výnos do splatnosti 10letého německého dluhopisu vyskočil až nad 1 %, když o měsíc a půl dříve nabízel pouze 0,07 %. Na konci pololetí se navýšily rozdíly mezi německými a španělskými výnosy dluhopisů z obav o budoucnost Řecka v eurozóně.

Americké dluhopisy zažily obdobný vývoj. Výnosy na 10letých dluhopisech klesly na minimum na přelomu ledna/února, když se kvůli slabší ekonomické situaci oddálil termín prvního zvýšení sazeb. Od té doby s občasnými výkyvy výnosy rostly až nad 2 % v očekávání zvýšení úrokových sazeb Fedem.

Vývoj měnového páru EUR/USD

Do poloviny března pokračoval dolar ve své spanilé jízdě z minulého roku a vůči euru (i české koruně, která zůstávala vůči euru stabilizovaná intervenční politikou ČNB) výrazně posiloval. Dostal se tak na dostřel paritě, konkrétně k úrovni 1,05 EUR/USD. Dolar zpevňoval díky očekávání růstu sazeb v USA, a tudíž narůstajícímu rozdílu ve výši úroků mezi USA a Evropou. Od března však začalo euro ztráty dohánět díky odložení zvýšení sazeb v USA a lepšící se výkonnosti evropské ekonomiky. Euro získávalo půdu pod nohama i přes rostoucí řecké napětí. Na konci června se euro obchodovalo na úrovni 1,11 EUR/USD. Evropská měna tak ztratila vůči dolaru 8 %.



Česká ekonomika

Česká ekonomika nejenže pokračovala v oživení po zdoluhavé recesi, ale ekonomická aktivita v prvním čtvrtletí doslova vystřelila. Meziroční růst dosáhl 4,0 %, mezičtvrtletní pak 2,5 %, což byl jeden z nejlepších výsledků ze zemí EU. Hospodářství táhnou především automobilky. Rostoucí spotřeba domácností však také hraje povzbudivou roli. Nezaměstnanost nadále klesá, z lednových 7,5 % až na 6,4 % v květnu. Inflace se držela velmi nízkou, stejně jako ve zbytku Evropy, i když v květnu zrychlila na 0,7 % z 0,1 % na začátku roku.



Domácí měnová politika a kurz koruny

Měnová politika se během posledních měsíců vůbec nezměnila. ČNB ponechala hlavní úrokovou sazbu na 0,05 % a zároveň drží korunu na uzdě, aby nepřekročila dolní hranici 27 CZK/EUR. Podle vyjádření bankovní rady bude tento stav platit minimálně do druhé poloviny roku 2016. Změny na české koruně vůči euru nebyly výrazné, na konci června se držela spíše poblíž dolní hranice intervenční úrovně z důvodu vynikajících makroekonomických dat.

CZK dluhopisy

České státní dluhopisy po většinu období kopírovaly vývoj na německých státních dluhopisech. Výnos 10 letého dluhopisu v dubnu klesl na historické minimum 0,35 %, poté však české dluhopisy začaly výrazně ztrácet, když pohyb jim určily výprodeje na německém státním dluhopisu (Bundu). České výnosy na konci června dosahovaly 1,26 % a přírážka k německým dluhopisům se zvýšila na 64 bazických bodů (tedy byly vyšší o 0,64%).

Dluhopisová strategie ČSOB AM

V dluhopisových portfoliích jsme v průběhu uplynulého pololetí, s ohledem na rostoucí rizika růstu výnosů, snížili průměrnou splatnost (duraci) dluhopisové složky. Průběžně jsme nahrazovali část fixně úročených (zejména státních) dluhopisů dluhopisy s variabilními kupóny. Tím jsme otupili citlivost portfolií na růst výnosů, což se ukázalo být za uplynulého pololetí rozumným rozhodnutím. Vzhledem k omezené nabídce korunových nestátních emisí jsme v portfoliích, kde to umožňovaly objemy a limity, aktivně využívali dluhopisů denominovaných v cizí měně. Při rozhodování o cizoměnových investicích jsme vedle bonity emitentů posuzovali i náklady zajištění. Ty u eurových investic dosahovaly v průměru 0,2% p.a., u dolarových investic byly zhruba dvojnásobné. Mnohé z eurových dluhopisů byly vlivem obecně nízkých úroků a nákladů zajištění obchodovány s nulovým, nebo dokonce i záporným výnosem. Investiční příležitosti jsme proto s ohledem na naše očekávání klesajících kreditních marží hledali u nestátních cizoměnových emisí splatných v horizontu 3-5let.

Portfolia, která nedovolovala podílet se na přímých dluhopisových pozicích, jsme naplňovali krátkodobými dluhopisovými fondy s průměrnou durací od 0,5 do 1,5 roku. V omezené míře jsme využívali i cizoměnových dluhopisových fondů vyšší durace (do 5 let).

V portfoliích, kde to umožňovala investiční strategie, jsme využívali i rizikových dluhopisů, řízených prostřednictvím fondu **UBS Bonds Euro High Yield**. Fond se za sledované období potýkal s výraznou kolísavostí danou změnami investičního sentimentu a změnami tržních úrokových sazeb. Za uplynulé pololetí fond nicméně přinesl 1,85 % (3,70 % p.a.).

S podobnou logikou u některých portfolií zvažujeme i využití následujících témat.

Fond **KBC Participation Local Emerging Market Bonds** investuje svěřené prostředky do vládních dluhopisů denominovaných v lokálních měnách rozvíjejících se zemí. Měnové riziko fondu není zajištěno. Cílem fondu je vedle generování kapitálového a úrokového výnosu participovat i na měnovém výnosu.

Fond **KBC Bonds High Interest** investuje svěřené prostředky do bonitních dluhopisů zemí vysoce úročených měn. Cílem fondu je vedle generování kapitálového a úrokového výnosu participovat i na měnovém výnosu.

Výhled

Výnosy dluhopisů se stále nacházejí poblíž historických minim. Nalézat odpovídající výnos v domácí a zahraniční měně je tak stále obtížné. Primární (nové) emise v korunách se objevují sporadicky, trh s nimi prakticky neexistuje. U cizoměnových titulů je nabídka podstatně pestřejší, při jejich nákupu je ale třeba zohlednit náklady zajištění.

Při výběru investic nadále preferujeme dluhopisy s variabilními kupóny, případně fixně úročené dluhopisy středních splatností (max. 3-5let). Vzhledem ke stále obecně nízké úrovni výnosů budeme i nadále, tam kde to investiční strategie daného portfolia dovolí, hledat investiční příležitosti mimo úrokové nástroje.