

# EKONOMIKA A TRHY

ZAŘÍ 2017

## Jak vidíme svět?

- Trump zosílil komunikaci vůči Severní Koreji. Investoři mířili do bezpečných přístavů.
- Trh čeká od ECB hodně, od Fedu málo. Důsledkem je silné euro.
- Česká národní banka po téměř deseti letech zvýšila úrokovou sazbu.

## Co děláme v portfoliích?

- Akciovou pozici ponecháváme u většiny portfolií na neutrální až mírně nadvážené úrovni. Podíl investic do realit je nastaven na neutrální úroveň, podvažujeme komodity.
- Preferujeme eurozónu, zejména její motor Německo. Pro doplnění strategie volíme akcie firem ze střední a východní Evropy.
- Nadvažujeme zdravotní péči, IT, zboží dlouhodobé spotřeby a finance.

## 1. EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

**Ani nervozita, kterou vyvolaly slovní přestřelky amerického prezidenta se Severní Koreou, nedokázala v srpnu významně vykolejit trhy. Podporou zůstává dobrá kondice světové ekonomiky a silné korporátní výsledky.**

### Spojené státy americké (USA)

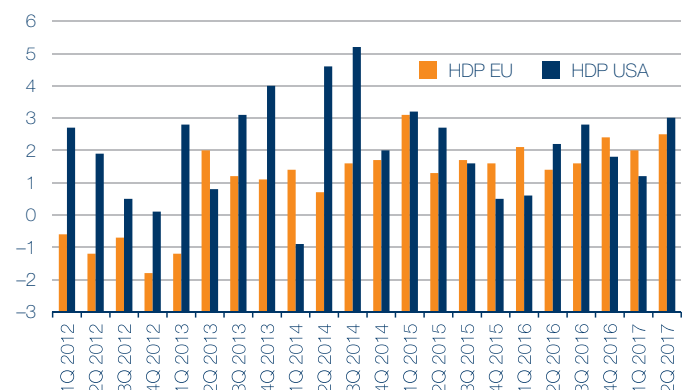
Ekonomická data z USA přicházela v srpnu smíšená. Předstihový index ISM, který měří náladu nákupních manažerů, ve zpracovatelském sektoru sestoupil z dvouletých maxim na 56,3<sup>1</sup> bodu.

Výraznější negativní překvapení přišlo ze sektoru služeb (index klesl z 57,4 na 53,9 bodu) – zpomalení aktivity v letních měsících může být ale jen dočasné, protože slabší čísla indikátory vykazovaly v tomto období i v předchozích letech. Spotřebitelská důvěra v USA po předchozích poklesech již opět dva měsíce stoupá směrem k rekordní úrovni z března.

Průmyslová produkce lehce zklamala pomalejším meziměsíčním růstem (+0,2 %). Růst však vykazala již šestý měsíc v řadě. Sada dat z nemovitostního trhu nenaplnila odhady, výrazně poklesly zahájené stavby, počet vydaných stavebních povolení a prodeje nových domů. Nad očekávání dobře se ale dařilo v maloobchodu, kde tržby v červenci zaznamenaly meziměsíční růst o 0,6 % a předchozí pokles byl revidován vzhůru z -0,2 % na +0,3 %.

Ekonomika USA rostla ve 2Q 2017 podle druhého zprášeného údaje o 3 % (mezikvartálně, přepočteno na roční bázi), tedy nejvyšším tempem za poslední dva roky a rychleji, než napovídal první oficiální odhad (+2,6 %). Růst táhlo podle revidovaných dat nejen opětovné silné oživení spotřebních výdajů (+3,3 %), ale také firemní investice (+6,9 %).

HDP USA a eurozóny



Zdroj: Bloomberg.

<sup>1</sup> Údaj nad 50 body značí očekávání expanze, údaj pod 50 body naopak očekávání recese.

Trh práce je ve výborné kondici s pokračující rekordní tvorbou pracovních míst. V červenci vzniklo v americké ekonomice 209 tisíc pracovních míst, předchozí měsíc byl revidován nahoru na 231 tisíc a nezaměstnanost klesla na 4,3 % při současném růstu míry participace pracovní síly. Mzdový růst ale nadále vykazuje relativně pomalé tempo (v červenci stejně jako v červnu +2,5 % meziročně).

Spotřebitelská inflace v červenci zaostala za očekávaními, když sice nepatrně zrychlila na 1,7 %, nicméně trh čekal růst o 1,8 %. Jádrová inflace dosáhla shodného tempa. Od Fedu očekáváme zvýšení úroků o 0,25 procentního bodu do konce roku, i když trh v takovéto utažení měnové politiky už nevěří a dává prosincovému zvýšení sazeb ani ne třetinovou pravděpodobnost. Efekt plánovaného letošního snižování bilance centrální banky, které by Yelleno- vá měla oznámit na některém z podzimních zasedání, odhadujeme na ekvivalent zvýšení sazeb o 25 bazických bodů.

## Eurozóna

Srpnové předstihové ukazatele PMI v Evropě se udržely opět bezpečně nad 50bodovou hranicí. Z výroby přišla tentokrát lepší čísla (57,4 bodu) než ze služeb (54,9 bodu), v nichž aktivita napříč zeměmi v létě mírně poklesla. Německý ukazatel podnikatelského klimatu Ifo sestoupil o desetinu bodu z historického maxima. Stejně jako minulý měsíc se ale zlepšilo hodnocení budoucích ekonomických podmínek. Výrazně slabší oproti odhadům byl ale předstihový ukazatel institutu ZEW sledující náladu podnikatelů v Německu.

Po řadě měsíců, v nichž tzv. měkké ukazatele (sledující náladu podnikatelů) signalizovaly zlepšení situace, začala silně oživení ekonomiky potvrzovat také většina „tvrdých“ dat (reálné statistiky o produkci zboží a služeb za předchozí období). Meziměsíčně vykázaly růst maloobchodní tržby v eurozóně (+0,5 % za červen). Průmyslová produkce naopak zklamala s poklesem o 0,6 % meziměsíčně (meziročně +2,6 %). HDP eurozóny za 2Q 2017 podle zpřesněných údajů rostl mezičtvrtletně o 0,6 %. Nejsilnější expanzi ve druhém kvartále hlásila Francie a rekordní růst za poslední dva roky zaznamenalo také například Španělsko.

Očekáváme, že ECB snížení tempa měsíčních nákupů dluhopisů oznámí na některém z podzimních zasedání s účinností nejpozději od ledna příštího roku. To je v souladu se signály z centrální banky o tom, že na podzim může proběhnout diskuze o úpravách stimulačního programu. Novou překážkou pro dosažení inflačního cíle se ale zdá být silné euro, které může do budoucna stlačit inflaci dolů. Inflace za celou eurozónu v červenci stagnovala na 1,3 % meziročně a stejné hodnoty dosáhla i jádrová inflace nezahrnující volatilní složky jako energie a potraviny. Cíl centrální banky je přitom nastaven na 2 %. Se zvyšováním sazeb Draghi zatím slibuje počkat až do doby, kdy bude program kvantitativního uvolňování zcela ukončen (možná až v roce 2019).

**Inflace USA a eurozóny**



Zdroj: Bloomberg.

## Spojené království

Brexit si v posledních měsících skrze nejistotu a slabší libru vybírá daň zejména na spotřebitelské a podnikatelské důvěře. V červenci inflace stagnovala na 2,6 % meziročně, ani tentokrát však tempo růstu inflace nedokázal kompenzovat mzdový růst (+2,1 % meziročně). Ve druhém kvartále dosáhla britská ekonomika v souladu s očekáváním 0,3% mezičtvrtletního růstu. Míra nezaměstnanosti dále poklesla na 4,4 %. Pozitivní překvapení přinesly také maloobchodní tržby a průmyslová produkce, když v obou případech vykázaly mírný meziměsíční růst.

## Ostatní regiony

V Japonsku příjemně překvapil HDP za 2Q 2017, když rostl anualizovaným tempem 4 %, přičemž se očekával růst pouze o 2,5 %. Spotřeba se zvyšovala nejrychleji od roku 2014 a šlo již o šestý kvartál růstu HDP v řadě. Silná byla také červnová průmyslová produkce, když vykázala 2,2% meziměsíční růst. Dařilo se i exportu, který se v červenci meziročně zvýšil o 13,4 %. Inflace nicméně dlouhodobě stagnuje na 0,4 %.

Z Číny přišla nová meziroční data za červenec o průmyslové produkci (+6,4 %), maloobchodních tržbách (+10,4 %) a fixních investicích (od začátku roku +8,3 %), všechny ukazatele vyšly mírně horší, než čekal trh.

## Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)		INFLACE (průměrná roční změna, v %)	
	2017	2018	2017	2018
<b>CZ</b>	2,6	2,7	2,2	1,9
<b>EMU</b>	1,9	1,8	1,5	1,3
<b>USA</b>	2,2	2,1	1,6	2,0

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg.

## Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a měnových kurzů

	03/2017	02/2018	08/2018	
<b>CZK</b>	Základní sazba	0,25	0,50	0,75
	10Y sazba	0,95	1,15	1,50
	USD/CZK	21,75	22,77	22,12
<b>EUR</b>	EUR/CZK	26,10	25,50	25,00
	Základní sazba	0,00	0,00	0,00
<b>USD</b>	10Y sazba	0,35	0,70	1,00
	Základní sazba*	1,25	1,50	1,75
	10Y sazba	2,11	2,80	2,90
	USD/EUR	1,20	1,12	1,13

\*1) Horní hranice pásma.

Zdroj: ČSOB, ČSOB AM, KBC AM, Bloomberg.



**Dolar umí převrátit výnosy naruby (a nejen dolar)**

Když se podíváme na vývoj hodnoty amerického dolaru, zjistíme, že letos došlo k obratu (nebo

minimálně významné korekci) předchozího několikaletého trendu. Nechci však rozebírat příčiny, ale spíše následky jeho oslabení – zejména vliv na výnosnost cizoměnových aktiv a celkový dopad na podílové fondy a klientská portfolia.

Když jsme před koncem devizových intervencí ČNB doporučovali snížit podíl měnově nezajištěných pozic v portfoliích, mysleli jsme zejména na pohyb české koruny vůči euru, který primárně ovlivňuje hodnotu naší měny vůči všem zahraničním měnám. Mnohem dominantnějším faktorem ovlivňujícím v posledních měsících portfolia s cizoměnovými pozicemi (která již trpěla kvůli posilování koruny vůči euru) byl ale nakonec eurodolar.

Ztráty jsou tak od začátku roku největší na dolarové části portfolií. Například americké akcie letos vydělaly kolem 10 %, po přepočtu do koruny je však výnos v několikaprocentním záporu. Rozdíl korunové a dolarové výkonnosti se ale netýká jen akcií, nýbrž všech aktiv, která jsou primárně kótována v americké měně. Včetně například zlata, které zdánlivě rostlo také o více než 10 %, nicméně pro českého investora hodnotu v korunách ztratilo.

Jako vhodné řešení zapeklité situace s měnovým rizikem se může jevit hedging (zajištění). Ani v tomto případě ale nelze říci, že měna investici nijak neovlivňuje. Konkrétně dolar nese vyšší úrok než euro nebo koruna, ať již ve formě dluhopisových nebo jiných úrokových výnosů, a to při srovnatelném nebo i nižším riziku. Tento fakt způsobuje, že je měnové zajištění relativně nákladné a v kombinaci s nadále mírně pokřiveným trhem po měnových intervencích ČNB ubírá z výkonnosti podkladových aktiv zhruba 3 % p. a.

V našich fondech jsme z hlediska otevírání měnových pozic spíše opatrní. Obecně preferujeme měnové zajištění investic, nicméně

v případě, že vidíme příležitost, část nebo celou pozici v dané měně nezajišťujeme, pokud to dovoluje statut fondu a jeho rizikový profil. Některé fondy nezajišťujeme trvale, aby si naši klienti mohli vybrat i fond, který je denominovaný v české koruně a zároveň mohli podstoupit expozici

**Zlato z pohledu korunového a dolarového investora**



Zdroj: Bloomberg.

**Index S&P 500 z pohledu korunového a dolarového investora**



Zdroj: Bloomberg.

vůči zahraniční měně. Takové fondy však nejsou základem portfolia, pouze jeho doplňkem.

Nedá se nicméně konstatovat, že nákup cizoměnových či měnově nezajištěných fondů je investiční chybou. Zvláště expozici právě vůči dolaru lze považovat za určitou formu diverzifikace rizika, protože americká měna je velkou částí světa vnímána jako jedna z nejbonitnějších. Navíc v širším měřítku lze dolar považovat za pojistku proti případným politickým nebo ekonomickým turbulencím v Evropě. Na druhou stranu, každý, kdo nechá část investic měnově nezajištěnou, si musí být vědom kolísavosti, kterou může otevřená pozice přinést do celého investičního portfolia.

*Aleš Prandstetter, investiční stratég, ČSOB Asset Management*

