



Jak vidíme svět?

- Riziko obchodních válek vnáší na trhy nové nejistoty.
- Eurové dluhopisy profitují z překvapivě holubičí rétoriky ECB.
- Normalizace domácích úroků zvyšuje atraktivitu fixně úročených vládních dluhopisů.
- Využíváme oslabení domácí měny a sázíme na její růstový potenciál.

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Na trhy v současnosti působí dva protichůdné vlivy: pokračující dobrá ziskovost firem a strach z obchodních válek. Téma protekcionismu dopadá zatím nejvíce na neamerické akciové trhy, rozvíjející se ekonomiky navíc trápí silnější dolar.

Spojené státy americké (USA)

Předstíhové indikátory ISM¹, které signalizují, kam by se ekonomika měla ubírat v následujícím období, po slabších měsících překvapily opětovným silným růstem. Expanzi už indikují 21. měsíc v řadě. Ve výrobě index stoupl z 57,3 na 58,7 bodu a ve službách z 56,8 na 58,6 bodu. Dařilo se zejména ve stavebnictví.

Průmyslová produkce v květnu zaostala za odhady poklesem o 0,1 % meziměsíčně, působily zde převážně dočasné faktory (výpadky produkce automobilů v důsledku požáru továrny na součástky v Michiganu). V souladu s očekáváním dopadly maloobchodní tržby, které vzrostly o 0,3 % meziměsíčně – nebýt vyšších výdajů domácností za pohonné hmoty, rostly by ještě rychleji. Data z nemovitostního trhu zklamala, a to zejména u prodeji nových i starších domů.

Růst HDP v 1Q 2018 byl kvůli slabšímu příspěvku spotřeby služeb, změny zásob a čistého exportu revidován níže na 2 % (mezikvartálně, anualizovaně). Odhady počítaly s 2,2 %. Pro porovnání ve 4Q 2017 dosáhl tempa 2,9 %.

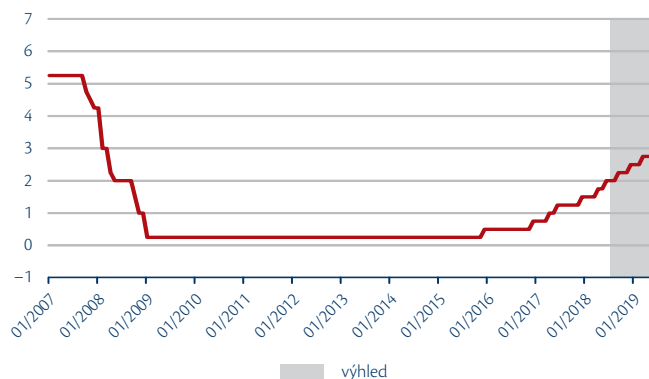
Spotřebitelské výdaje, které v americké ekonomice hrají největší roli, stouply nejpomalejším tempem za mnoho let (jen o 0,9 %). Vzhledem k postupně projevujícím se efektům daňových úspor lze očekávat zlepšení růstové dynamiky ve druhém kvartále. Na druhou stranu mohou mít na americký růst mírně negativní dopad obchodní války (zejména odvetná cla).

V americké ekonomice vzniklo v dubnu přes 220 tisíc pracovních míst (čekalo se necelých 190 tisíc). Míra nezaměstnanosti dále poklesla až na 3,8 %. Podobným tempem jako v minulých měsících stouply mzdy (+2,7 % ročně).

Spotřebitelské ceny v květnu meziročně rostly o 2,8 %. Vzhledem k nízké loňské srovnávací základně a dražším cenám ropy byl tento růst očekávaný, zároveň šlo ale o nejrychlejší tempo za posledních více než 6 let. Jádrová inflace (bez cen energií a potravin) poskočila na 2,2 % meziročně.

Americká centrální banka v červnu podle svého plánu i očekávání investorů zvedla hlavní úrokovou sazbu o čtvrt procentního bodu na pásmo 1,75–2 %, šlo o druhé letošní zvýšení sazeb. Naposledy byla úroková sazba na úrovni 2 % v polovině roku 2008, tedy v době, než naplno uškodila finanční krize. Do konce roku Fed plánuje ještě další dvě zvyšování sazeb, čímž reaguje na příznivý vývoj americké ekonomiky a očekávanou dodatečnou stimulaci prostřednictvím rozpočtové politiky (především jde o dopady Trumpovy daňové reformy). Z prohlášení Fedu také vypadla věta o tom, že měnová politika zůstane ještě nějakou dobu stimulační. Sečteno, podtrženo, Fed usiluje o normalizaci sazeb, což je jistě rozumné vzhledem k tomu, že se americká ekonomika nachází v expanzi s nezaměstnaností na minimu a produkcí na maximu.

Základní sazba Fedu
(v %, horní hranice pásma)



Zdroj: Bloomberg.

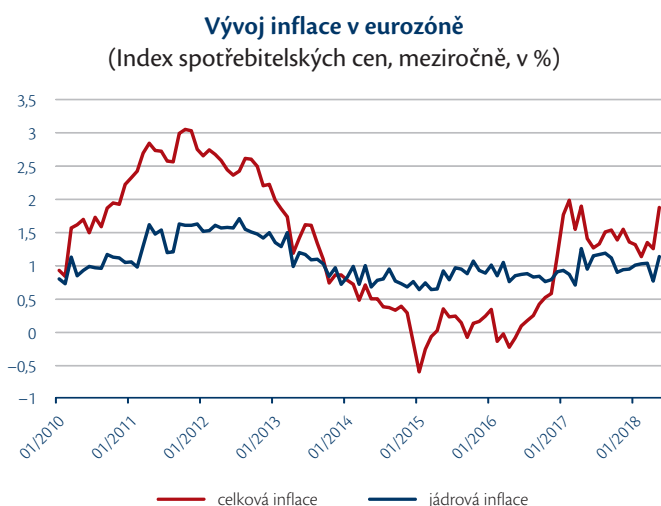
¹⁾ Údaje nad 50 bodů značí očekávání expanze, údaje pod 50 bodů naopak očekávání recese.

Evropa

Ukazatele důvěry v Německu další měsíc převážně klesaly. Podobný vývoj zaznamenal i index nákupních manažerů (PMI) ve výrobě eurozóny, avšak ve službách se situace zlepšila. Kompozitní ukazatel se díky tomu mírně zvýšil na 54,1 na 54,8 bodu. Růst ekonomické aktivity brzdí podobné faktory jako v uplynulých měsících (napjatá situace na pracovním trhu, naplnění kapacit v některých zemích, dražší vstupy v důsledku růstu cen komodit). Zdaleka největší vliv má ale na převážně exportně zaměřené evropské firmy nejistota plynoucí z protekcionistické politiky Donalda Trumpa. Některé automobilky (Daimler, BMW) již upozornily na to, že pokud budou tlaky eskalovat, může to negativně dopadnout na jejich zisky.

Tvrdá data z ekonomiky vyzněla smíšeně. Maloobchodní tržby v eurozóně stejně jako v předchozím měsíci mírně rostly (+0,1 % m/m), průmyslová produkce ale poklesla (meziměsíčně -0,9 %). Po předchozím silném měsíci, v němž se zvedl počet registrací aut o 9,6 % meziročně, následoval klidnější měsíc s růstem pouze o 0,8 %.

Finální data o HDP eurozóny za první čtvrtletí potvrdila meziroční růst o 2,5 %. Poslední data o míře nezaměstnanosti (za duben, květnové statistiky vyjdou až začátkem července) dosáhla 8,5 % a nadále se tak nachází na minimu od roku 2008. V souladu s očekáváním vyšla květnová inflace (1,9 %, nejrychleji za poslední více než rok). Na vině bylo oslabení eura a především zdražení komodit. U jádrové inflace (nezahrnující kolísavé složky jako energie a potraviny) došlo k růstu o 1,1 % meziročně.



Zdroj: Bloomberg.

Evropská centrální banka (ECB) na červnovém zasedání rozhodla, že program nákupů dluhopisů v září nebude zcela ukončen, ale pouze zredukován a poběží ještě do konce roku. Navíc stále platí, že nákupy dluhopisů centrální bankou mohou být prodlouženy – vše bude záviset na příchozích číslech z ekonomiky. Co se úroků týče, ECB se zavázala, že dříve než během příštího léta se sazbami určitě nepohne. Výhled růstu HDP eurozóny na tento rok centrální banka snížila a inflační odhad zvýšila. U inflace upozornila na značný vliv dražších komodit (což je pro ekonomiku eurozóny jako převážného dovozce surovin negativní zprávou pro ekonomický růst).

V Británii rostly v květnu spotřebitelské ceny stejným tempem jako v dubnu (2,4 % ročně). Růst mezd v dubnu zvolnil na 2,5 % meziročně a míra nezaměstnanosti se udržela poblíž minima od roku 1975 na 4,2 %. Bank of England svými komentáři po červnovém měnově-politickém zasedání pomohla libře. Zvýšení sazeb sice zatím nebylo prosazeno, pro tento krok ale tentokrát hlasovalo o jednoho člena rady více. Dá se tak očekávat zvýšení v srpnu. Centrální banka dále oznámila, že dluhopisů nakoupených v rámci programu kvantitativního uvolňování se začne zbavovat ve chvíli, kdy se základní sazba bude pohybovat na 1,5 % (dříve uváděla 2 %). Vzhledem k faktu, že aktuální základní sazba Bank of England se nachází na úrovni 0,5 %, je do takového kroku ještě velmi dlohá cesta. Pro letošní rok centrální banka počítá s růstem britské ekonomiky o 1,4 %, například Britská obchodní

komora je ale skeptičtější a odhaduje růst ještě o desetinu procentního bodu slabší, což by bylo nejpomalejší tempo od finanční krize. Chmurný výhled je způsoben zejména pomalejším růstem spotřeby, firemních investic a zahraničního obchodu. Sentimentu škodí nejistota kolem brexitu, očekávaný růst úrokových sazeb a vyšší ceny ropy.

Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)		Inflace (průměrná roční změna, v %)	
	2018	2019	2018	2019
CZ	3,2	2,7	1,8	2,0
EMU	2,1	1,9	1,7	1,7
USA	2,8	2,4	1,7	2,1

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg.

Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a měnových kurzů

		06/2018	12/2018	06/2019
CZK	Základní sazba	1,00	1,25	1,50
	10Y sazba	2,20	2,40	2,60
	USD/CZK	22,26	21,27	20,33
	EUR/CZK	25,82	25,10	24,80
EUR	Základní sazba	0,00	0,00	0,00
	10Y sazba	0,33	0,90	1,30
USD	Základní sazba*	2,00	2,50	2,75
	10Y sazba	2,85	3,10	3,20
	EUR/USD	1,16	1,18	1,22

*) Horní hranice pásma.

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



Kamarádi Spotify a streaming dorazili na burzu

Slavná New York Stock Exchange se v den zahájení obchodování s akcemi švédské Spotify proslavila trapasem, když slavnostně vyvěsila švýcarskou vlajku. Američanům se prý plete Swedish a Swiss. Tím však trapasy skončily. Streaming, podstata existence a filozofie Spotify, totiž zachránil celé hudební odvětví a zažívá období ještě nedávno nepředstavitelného úspěchu.

Příběh společnosti je propojením hudby, technologií i demografických trendů. Dle Mezinárodní federace hudebního průmyslu (IFPI) byl totiž rok 2017 prvním v historii, kdy byly příjmy hudebního odvětví největší měrou generovány přes streaming. Jde o pojem, který v dobách kdysi rekordních příjmů hudebníků ani neexistoval. V roce 1999 se veškerá hudba prodávala fyzicky (pro mladší, takový pravěk před internetem). Tehdy se však začaly odehrávat věci – Například Google se zrodil v garáži v roce 1998. Spotify rozjel švédský mladík Daniel Ek v roce 2006 a o další dva roky později, v říjnu 2008 začal streamovat. Uprostřed rozvířeného prachu z kolapsu Wall Street se vynořil nejen streamovací distribuční model, ale proběhla třeba i první platba bitcoinem. Velké peníze však tehdy měly naprosto jiné starosti.

Burzovní entré po svém

Přeskočme dvě desetiletí překotného vývoje a ocitáme se na jaře 2018. Klasický vstup firmy na burzu s sebou obvykle obnáší prodej nových akcií. Fakticky dochází k rozdělení původní akcionářské struktury a výplatě některých původních investorů. Spotify však nepotřebovala peníze na expanzi, existující akcionáři pouze nabídli své podíly na veřejném parketu. Trh firmu ohodnotil cenovkou 27 miliard dolarů, což odpovídalo zhruba pětinásobku ročních tržeb. Přepočteno na jednoho uživatele jde o 158 dolarů. Průměrný měsíční příjem z klienta dosahuje 4,72 eura (ročně 56 eur = 68 dolarů).

Silný a slibný růst uživatelů

Službu využívá už 75 milionů platících uživatelů (meziročně o 45 % víc), dalších skoro 100 milionů uživatelů firmě přináší menší tržby z reklam. Management pracuje s předpokladem, že se tento kvartál počet účtů dotkne 80 milionů platících jedinců, na konci roku jich chce mít 92–96 milionů z celkového balíku 198 až 208 milionů měsíčních uživatelů. Poměr platících uživatelů roste, zatímco ještě v roce 2015 dosahoval čtvrtiny, nyní už jde o 44 %. Hudba v mobilu a personalizované playlisty budou asi návyková záležitost. Firma za první kvartál dosáhla na příjmy 1,14 mld. dolarů, meziročně +26 %, ovšem bez měnových vlivů by to bylo kladných 37 % (společnost reportuje v eurech a pohyb eurodolaru má velký dopad). Je provozně ztrátová (prozatím), ale co je důležité, generovala volnou hotovost 74 mil. dolarů. Za celý rok management

vyhlíží tržby poblíž 5 mld. dolarů, hrubou marží 23–25 % a provozní ztrátu 230–330 mil. dolarů. Dá se předpokládat, že růst uživatelské báze bude jedna z hlavních, veřejností sledovaných metrik a provozní ztráta se nějakou dobu bude tolerovat.

Všichni chtějí být jako Netflix

Při uvádění akcií Spotify na trh zaznívala formulka „Netflix“ mnohokrát. Ten naboural klasický televizní koncept a jeho akcie letí do nebes. Propojení je i personální, CFO Spotify je bývalý člen vedení Netflixu Barry McCarthy a jako takový má v CV kolonku, že naučil diváky platit za televizní obsah přes streaming. Netflix vsadil vše na vlastní produkci – tím se postupně zbavuje licenčních poplatků. Má to však své ale, jen letos jej to bude stát 8 mld. dolarů. To je dost i na poměry Netflixu. Logickou překážkou Netflixu je jazyková bariéra, resp. náklady na lokalizaci. V českém prostředí, kde je dabing historicky i kulturně posazen na úroveň umění, bude těžko kdy dominovat sledování kanálů v originálním znění. A tady je zásadní rozdíl mezi Netflixem a Spotify. Spotify sice platí drahé licence za svůj obsah, ale vůbec nenaráží na jazykovou bariéru. Přesně naopak! Rád si pustím Björk („v originále“), ale pro detektivku od Nesba v originálním znění moc nevidím důvody.

Streaming zachránil hudební odvětví

Jde u Spotify pouze o dobrý produkt, nebo se bavíme o dobré investici? Při pohledu do finančních výkazů je hned vidět kámen úrazu. Loni Spotify zaplatil zhruba 80 centů z každého utrženého dolaru jako náklady na hudbu. Šlo především o poplatky za licence. Při současných objemech vykazuje firma provozní ztrátu. Zádrhel je v tom, že i s očekávaným růstem uživatelů stále bude třeba platit za autorská práva. Kontrakty s největšími vlastníky licencí nejsou veřejné. Cesta ke zvýšení profitability vede jednoznačně přes výhodnější smlouvy. Jen čas ukáže, zdali se to Danielu Ekovi a spol. povede. Drží však slušné karty. Při dalším růstu uživatelů bude ještě silnějším hráčem. Kdo jiný než lídr trhu a jasná jednička perspektivního odvětví by si mohl na tradiční prostředníky vyšlápnout?

35 milionů písniček v kapse

Víme, že nejmladší generace fakticky vnímá svět pomocí displeje mobilu. Kdo tam není, neexistuje – nejhodnotnější firmy současnosti mají svoji ikonu na obrazovce vašeho smartphonu. 70 % uživatelů Spotify patří právě do nejperspektivnější demografické skupiny pod 35 let. Mileniálové ani generace Z sice ještě nemá moc peněz, ale pár dolarů měsíčně vydat mohou. Eventuálně požádají rodiče o rodinný balíček předplatného.

Spotify ujel o parník

Se svými 170 miliony uživateli je jednoznačný lídr dynamicky rostoucího odvětví a má tolik uživatelů jako zbytek celého pelotonu. Apple Music má odstup, registruje necelých 40 milionů platících uživatelů, navíc s víceméně uzavřenou architek-

turou pro majitele iPhoneů. Google značně zaspal, v květnu se ale rozjela jeho předplatitelská platforma YouTube Music. Předplatné bez reklam stojí oproti Spotify zhruba dvojnásobek.

Ze strany Google zatím představuje pro Spotify největší konkurenci streamování videoklipů přes klasický YouTube. Video koncept má však větší datové nároky. Amazon má také audiotéku, se kterou nepotřebuje vydělávat. Trh sice věří, že Amazon rozdrtí všechny konkurenty v kterémkoliv segmentu, ale tak to vůbec nemusí dopadnout.

Akcionáři – hudebníci i Tencent

Ještě když byla společnost Spotify start-upem, nabídla tzv. velké trojce (Sony Music Entertainment, Universal Music Group a Warner Music Group) část vlastních akcií výměnou za autorská práva. Nic jiného tehdy totiž neměla. Nyní hudební domy své podíly odprodávají. Samy však říkají, že věří budoucnosti streamingu, ale jádro jejich businessu je jinde než v roli strategického investora. Velkou neznámou je čínský Tencent, který ve Spotify vlastní 10% podíl. Připomínám, že Tencent se svojí aplikací WeChat doslova dobyl Čínu – jeho appka během sedmi let nabrala neskutečnou miliardu uživatelů. Samotnou Spotify v Číně nelze naladit. Případná spolupráce by měla být oboustranně výhodná – Spotify by ráda do Číny, zatímco Tencentu by se hodilo rozkročení mimo Čínu.

Poslouchat či investovat?

Pohled na fundamentální charakteristiky společnosti nabádá k opatrnosti. Tato růstová společnost se nedá koupit na vlastních číslech, ale je třeba ji hodnotit v kontextu budoucího potenciálu. Vidím tři možné body ke zlepšení situace: výhodnější licenční podmínky a úsporu nákladů; možné rozšíření záběru firmy (co když firma úspěšně rozjede například prodej lístků na koncert vašeho oblíbeného umělce) nebo může jít o přímé propojení některých umělců se Spotify. Eliminace drahých prostředníků je trend, který v současnosti vidíme v mnoha odvětvích. Technologický vývoj tomu napomáhá. Investoval bych při výkyvech akcií, anebo v případě, že se začne blýskat na lepší časy v některém z popsanych bodů výše. Facebook byl první rok na burze docela propadák a panovala obava, že firma nezvládne uživatelský přesun ze stolních počítačů na mobilní displeje. A dnes spolu s Googlem sbírá dvě třetiny všech online příjmů z reklamy. Věřím, že streaming zdaleka neřekl poslední slovo a Spotify je jeho nedílnou součástí.

Jaroslav Vybíral, analytik, ČSOB Asset Management



Základní pohled na portfolia našich klientů z řad právnických osob. Komentář portfolio manažera Jana Bureše popisuje naše reakce na aktuální dění na trzích.

Co děláme v portfoliích

Dříve než investoři stačili plně vstřebat výprodeje na rozvíjejících se trzích, byly akcie po několikadenních červnových růstech v polovině měsíce opět zatlačeny do defenzívy. Strach z obchodních válek mezi USA a (primárně) Čínou vyústil v pokles zejména čínského akciového trhu, výprodejů však nebyly ušetřeny ani evropské akcie.



Těm navíc nepomohly komentáře z úst prezidenta ECB, který sice na jednu stranu nastínil ukončení QE do konce letošního roku (dle očekávání), na stranu druhou jeho zbylý projev nesl značně holubičí stopu. Vyhlička nižších úrokových sazeb v eurozóně ve spojení s agresivnější politikou Fedu zatlačila eurodolar zpět až k hranici 1,15. Předpoklad nižších sazeb naopak prospíval evrovým dluhopisům, jejichž ceny vzrostly (výnosy klesly).

V domácí ekonomice, která jede na plně výrobní obrátky a čelí nedostatku pracovní síly a „přepálenému“ hypotečním trhu, se úrokové sazby naopak přirozeně postupně normalizují. Výnos 10letého vládního dluhopisu ČR vzrostl během uplynulého měsíce o více než 0,2 procentního bodu na 2,2 %. K růstu domácích úroků přispívá i zvýšená emisní aktivita vlády, která nabídkou dluhopisů refinancuje jak splatný dluh, tak i své nové výpůjční požadavky. Střední a dlouhé výnosy na dluhopisovém trhu se tak vlivem výše uvedených faktorů dostaly blízko čtyřletým maximům.

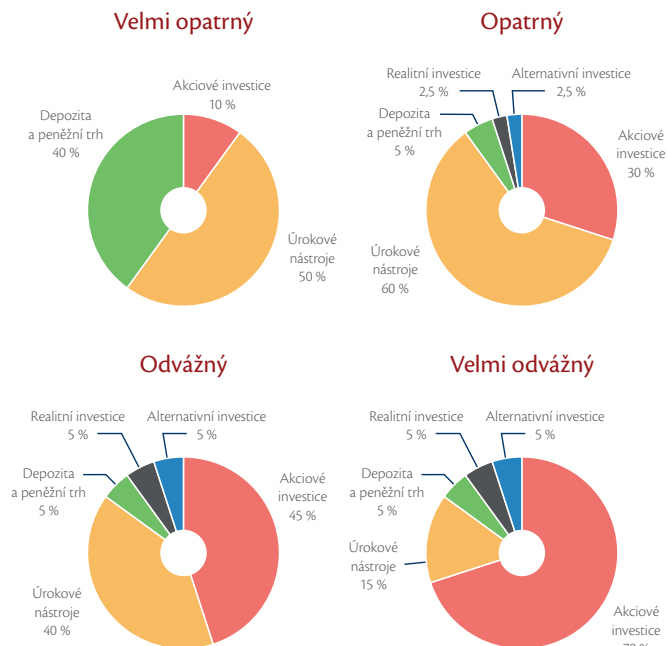
Tyto úrovně výnosů již považujeme za atraktivní. V současné době přímé státní dluhopisové pozice omezujeme výhradně na variabilně úročené emise, po dlouhé odmlce ale reálně zvažujeme i opětovný vstup do fixně úročených pozic.

Při výběru korunových dluhopisových investic budeme nadále ale i tak obecně dávat přednost zejména variabilně úročeným dluhopisům, případně je budeme kombinovat s termínovanými vklady. Z dluhopisů eurozóny, kde jsou sázky na růst úrokových sazeb v dohledné době přeci jenom nižší, se nebudeme vyhýbat ani fixně úročeným dluhopisům se splatností do 5 let. Ve prospěch evrových investic hovoří i příznivý vývoj měnového zajištění, který zvyšuje jejich atraktivitu.

Oslabení domácí měny k úrovni blízke 26 korun za euro jsme u vybraných portfolií s odpovídajícími limity využili ke vstupu do měnové pozice spekulující na posílení domácí měny. Věříme, že kurz je na těchto úrovních podhodnocen a neodpovídá fundamentální úrovni a současnému stavu domácí ekonomiky.

Jan Bureš, portfolio manažer, ČSOB Asset Management

Rozložení portfolia do typových skupin finančních nástrojů v závislosti na typu investora



Dluhopisy

Současné úrokové sazby jsou udržovány nízko prostřednictvím uvolněné monetární politiky předních světových centrálních bank. Ve většině případů nenabízí dluhopisové trhy zajímavé možnosti investování, i když se situace pozvolna mění. Místy se najdou atraktivní segmenty (korporátní dluhopisy), většinou ale jen pro investory, kteří se nebojí podstoupit určité kreditní riziko. Centrální banky se po letech nekonvenčních opatření na podporu ekonomiky vydávají cestou normalizace měnové politiky. Trhy státních dluhopisů tak nárazově čelí vlnám prodejních tlaků.

Státní dluhopisy ČR

Zájem o domácí vládní dluhopisy klesá, a to zejména z řad zahraničních investorů, kteří domácí trh průběžně opouštějí. Důvodem je především chybějící impuls k dalšímu posílení koruny. Domácí vládní dluhopisy se tak pozvolna přesouvají zpět do rukou lokálních subjektů. Nadále poměrně vysoká přítomnost „spekulativního“ kapitálu dělá současně domácí vládní dluhopisy citlivější na celkovou náladu investorů vůči rozvíjejícím se trhům. To ostatně dokládají i události z minulých měsíců, kdy byl celkově negativní postoj investorů vůči rozvíjejícím se trhům doprovázen i zvýšeným odlivem zahraničního kapitálu z domácích vládních dluhopisů.

Nadále platí náš předpoklad limity na státní dluhopisy v portfoliích omezit, na druhou stranu musíme objektivně přiznat, že současnou úroveň domácích výnosů můžeme považovat již za atraktivní. V současné době přímé státní dluhopisové pozice omezujeme výhradně na variabilně úročené emise, po dlouhé odmlce ale reálně zvažujeme i opětovný vstup do fixně úročených pozic. Posun, ke kterému na domácím dluhopisovém trhu v uplynulých měsících došlo, jasně deklaruje i vývoj výnosu do splatnosti dvouletého fixně úročeného vládního dluhopisu. Zatímco ještě začátkem minulého roku byl hluboko v záporu (−1 % p. a.), je aktuálně obchodován za 1,1 % p. a., tedy zhruba na úrovních roku 2012.

V rámci segmentu vysoce konzervativních investic se vůči riziku růstu úroků doporučujeme vymezovat i prostřednictvím termínovaných vkladů. Ty za aktuálních tržních podmínek považujeme za vhodný nástroj řízení rizika růstu úroků, aniž bychom tím současně nějak výrazně snížili bonitu takové investice.

Vhodnou alternativou k bezpečným investicím je i fond ČSOB Institucionální úrokový, který je svým zaměřením určen zejména vysoce konzervativním

investorům a jehož aktiva jsou investována výhradně do bonitních podnikových a bankovních dluhopisů. Pro investory s otevřeným přístupem k riziku doporučujeme fond **ČSOB Institucionální dluhopisový**, jehož součástí jsou i rizikovější dluhopisy, které oproti vysoce bonitním instrumentům nabízejí vyšší očekávaný výnos (viz dále).

Podnikové a bankovní dluhopisy investičního stupně

Dlouhodobě se domníváme, že se výnosy dluhopisů celosvětově „znormalizují“ na vyšších úrovních. Cesta však může být zejména v eurozóně pomalejší a kostrbatější, než se původně očekávalo, vlivem neutěšivého vývoje inflace a obnovených politických rizik. Inflace v eurozóně se už řadu let nemůže dostat stabilně k cíli ECB, přestože se ekonomika vyvíjí velmi příznivě. Na vině je především absence silnějších mzdové-inflačních tlaků, které byly v minulosti pro fázi ekonomického cyklu, v jaké se nacházíme dnes, charakteristické. ECB ve svých projekcích neočekává inflaci ještě ani v roce 2020 na úrovni svého 2% inflačního cíle. Reflektuje to i její nastavení měnové politiky a závazek ponechat sazby na současné úrovni minimálně do léta příštího roku.

Naproti tomu česká i americká centrální banka má k utahování měnové politiky dobré důvody – trh práce se pohybuje na úrovni plné zaměstnanosti a dynamika růstu HDP obou zemí zůstává velmi příznivá.

Odlisň přístup měnových autorit společně s odlisnými podmínkami dílčích trhů tak vyžaduje i rozdílný přístup při řízení dluhopisových pozic.

Koronové investiční příležitosti aktuálně hledáme převážně v podnikových a bankovních dluhopisech střednědobých splatností (do pěti let). U koronových dluhopisů preferujeme s ohledem na očekávaný růst úroků v české ekonomice variabilně úročené emise. Prostředí rostoucích sazeb je tak příznivou zprávou zejména pro držitele variabilně úročených hypotečních zástavních listů, které jsou v portfoliích drženy ve zvýšených koncentracích.

Nedostatečnou nabídku vhodných koronových nestátních dluhopisů kompenzujeme eurovými investicemi, které se vyznačují vyšší likviditou (dostupností). Jelikož je současně riziko růstu sazeb v zemích eurového bloku aktuálně nižší, než je tomu v domácí ekonomice, zaměřujeme se při jejich výběru zejména na fixně úročené dluhopisy. Jejich výběr je do koronových portfolií podmíněn i vyšší nákladů zajištění měnového rizika. Ty počátkem roku významně klesly, což zvýšilo obecně atraktivitu cizoměnových investic. Naproti tomu dluhopisové fondy jsou při výběru a správě cizoměnových investic flexibilnější, neboť disponují širší paletou zajišťovacích mechanismů, než je tomu v případě individuálních portfolií. Nákupy dluhopisových fondů tak nejsou těmito sekundárními vlivy podmíněny.

Dluhopisovou složku dolarových portfolií naplňujeme zejména variabilně úročenými dolarovými dluhopisy, případně je kombinujeme s měnově zajištěnými koronovými investicemi, jakými jsou termínované vklady a fondy. Těmito investicemi dostatečně eliminujeme riziko očekávaného růstu dolarových úrokových sazeb a jejich případného nepříznivého vlivu na tyto portfolia.

Dluhopisovou složku eurových portfolií, na kterých momentálně evidujeme nejnižší úroveň dostupných dluhopisových výnosů, naplňujeme zejména fixně úročenými emisemi, případně je kombinujeme s koronovými variabilně úročenými dluhopisy a fondy.

Fondy rizikových dluhopisů

Skupina rizikových investic je zastřešována fondem **ČSOB Institucionální dluhopisový**. Fond je svým určením vhodný zejména pro rizikově laděné investory, neboť vedle bonitních dluhopisů může obsahovat i zvýšený podíl dluhopisů neinvestičního stupně či jiných rizikových dluhopisů, a to do výše maximálně 40 % jeho hodnoty. Zhruba 40 % portfolia fondu je aktuálně investováno prostřednictvím přímých dluhopisových pozic. Část z nich je investována i do několika málo dluhopisů nižší bonity, které jsou doporučeny naším analytickým oddělením a jsou jím průběžně sledovány a vyhodnocovány. Obecně ale podíl rizikových dluhopisů naplňujeme zejména fondovými nástroji.

Nejpočetnější skupinu rizikových investic fondu **ČSOB Institucionální dluhopisový** tvoří tzv. high yield fondy. Tento typ investic úzce koreluje s jinými rizikovými aktivy, jako jsou například akcie, má ale i svá specifika charakte-

ristická pro dluhopisový trh. Z nabídky takto orientovaných fondů dáváme aktuálně přednost zejména těm zaměřeným na eurové tituly, které nejsou oproti dolarovým protějškům tolik zatíženy výhledem růstu amerických sazeb. Expozice vůči rizikovým dluhopisům této skupiny je z velké části koncentrována do tří fondů, jejichž aktivními správci jsou renomované finanční společnosti (JPMorgan, UBS a Pictet).

V rámci uvedeného limitu rizikových dluhopisů držíme dluhopisové fondy **KBC Local Emerging Market Bonds** a **KBC Bonds Emerging Markets**. Oba z fondů investují svěřené prostředky do dluhopisů rozvíjejících se zemí, u nichž je předpoklad dlouhodobé hospodářské konvergence směrem k „západním“ zemím. Ta je doprovázena pozvolným poklesem tamních úroků, což má současně příznivý vliv na cenu dluhopisů. Aktiva prvního z fondů jsou denominována v lokálních měnách příslušných trhů bez měnového zajištění (fond je nositelem měnového rizika příslušných měn), aktiva druhého jmenovaného jsou denominována v americkém dolaru.

V rámci skupiny využíváme i dluhopisový fond podřízených dluhopisů (**KBC Europe Financial Opportunities**). Prostředky fondu jsou investovány zejména do podřízených dluhopisů finančních společností (banky, pojišťovny), které oproti tradičním dluhopisům těchto společností vykazují zvýšenou míru rizika plynoucí z jejich nižší seniority (v případě bankrotu emitenta jsou závazky pramenící z takto emitovaných dluhopisů uspokojeny až po úhradě dluhopisů nadřazených). Odměnou za vyšší podstoupené riziko je pro investora vyšší očekávaný výnos takovéto investice.

Posledním zástupcem rizikových dluhopisů využívaných v portfoliu fondu je **KBC Active Bond Selection**, který své investiční příležitosti generuje jak aktivním výběrem dílčích dluhopisů, tak i skrze jeho širěji definovanou duraci, která může v extrémním případě nabývat i záporných hodnot, a tím se snaže vymezit vůči riziku růstu sazeb.

Hodnota fondu v uplynulém měsíci poklesla o 0,13 %. Důvodem byl zejména pokles podkladových fondů **KBC Local Emerging Market Bonds** (-2,59 %) a **KBC Bonds Emerging Markets** (-1,02 %). Fondy klesaly vlivem pokračujícího nepříznivého sentimentu vůči trhům rozvíjejících se zemí (Turecko, Brazílie). V případě prvního z fondů se přidal i efekt oslabení lokálních měn.

Měny

Měnovou pozici v portfoliích řešíme individuálně, v závislosti na měně, v níž je portfolio vedeno. Podmínkou aktivního řízení měnového kurzu je odpovídající úprava smluvních limitů, v opačném případě cizoměnovou pozici měnově vždy kompletně zajišťujeme.

Oslabení domácí měny k úrovni blízké 26 korun za euro jsme u vybraných portfolií s odpovídajícími limity využili ke vstupu do měnové pozice spekulující na posílení domácí měny. Věříme, že kurz je na těchto úrovních podhodnocen a neodpovídá fundamentální úrovni a současnému stavu domácí ekonomiky.

Na cizoměnových portfoliích řešíme měnové pozice následovně:

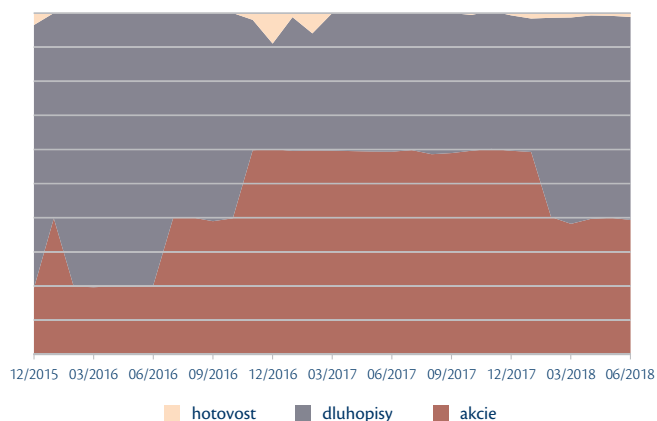
- EUR portfolia – sázky na posílení dolaru jsme již v průběhu minulého roku postupně opustili a dolarovou pozici plně zajišťujeme.
- USD portfolia – eurovou pozici plně zajišťujeme.
- Korunovou pozici na dolarových i eurových portfoliích do limitu vymezeného pro otevřené měnové pozice ponecháváme otevřenou, a to navzdory minulému oslabení, neboť očekáváme její opětovné posílení; nad rámec tohoto limitu pak opětovně zajišťujeme.

Zabezpečené investice

ČSOB IN Portfolio Plus

Fond za uplynulý měsíc zhodnotil o 0,15 % (data dostupná k 21. 6.). Podíl akciové složky fondu **ČSOB IN Portfolio Plus** byl vlivem zvýšené volatility trhů ponechán na 40 %. Hodnota fondu se nadále nachází pod jeho tržní cenou k datu reflexu jeho hraniční hodnoty z poloviny ledna letošního roku, což současně zvyšuje míru ochrany pro klienty, kteří do některé z typových strategií, obsahující výše uvedený fond, vstupují po tomto datu. Vzhledem k našemu pozitivnímu náhledu na akciové trhy tak u těchto portfolií podíl fondu **ČSOB IN Portfolio Plus** navyšujeme na hranici vymezeného limitu.

Průměrný podíl akciové, dluhopisové a hotovostní složky v ČSOB IN Portfolio Plus



Akcie

Eskalace obchodních válek nás v posledních měsících přiměla mírně redukovat váhu akcií v portfoliích. Na druhou stranu nadále příznivý výhled ekonomiky a korporátních zisků nás vede k ponechání akciové složky na nadvážené úrovni i přes zvýšenou kolísavost trhů v posledních měsících. Mezi hlavními regiony v současnosti nemáme jasné preference. Za vhodný doplněk portfolia považujeme akcie z rozvíjejících se trhů Asie a střední a východní Evropy. Z hlediska sektorové alokace preferujeme informační technologie, finanční sektor a zboží dlouhodobé spotřeby.

Děletrvajícím prostředím rostoucích cen akcií a extrémně nízké volatility přerušilo od začátku tohoto roku několik tržních bouří. Investory znervózňují zejména vyšší dluhopisové výnosy v USA a protekcionistická opatření Donalda Trumpa, který střílí hrozbou cel na všechny strany. V posledních měsících zároveň obchází evropské trhy strašák politické krize – tentokrát s možným epicentrem v Itálii.

Rizika protekcionismu pro světový mezinárodní obchod a potažmo ziskovost nelze zcela přehlížet, přestože se trhy již z dosavadní praxe poučily, že po Trumpových úvodních silných slovech přichází většinou uklidnění situace a vyjednání (do jisté míry) kompromisních podmínek. Zatím posledními šoky pro akcie byla hrozba uvalení 20% cla na dovoz evropských aut do USA (primárně by nejvíce dopadla na hospodaření a akcie německých automobilů, ale v druhé řadě by stáli i subdodavatelé) a neúnosného zdanění motocyklů Harley-Davidson, pokud společnost přesune část produkce mimo USA. V reakci na americká cla totiž uvalují protistrany odvetná opatření, tudíž se negativní dopady zcela nevyhnou ani americkým akciím. Vzhledem k větší uzavřenosti amerického trhu na ně mají ale relativně menší vliv než na akcie firem z ostatních částí světa.

V USA výsledky za první kvartál překonaly (již tak velmi optimisticky nastavené) odhady analytiků. V průměru jim rostly zisky o 24 % a tržby o 8 %. Kromě spotřebního zboží vykázaly všechny ostatní sektory dvojciferný růst zisků, nejlépe se dařilo těžba ropy a zemního plynu, technologiím a materiálu. Nová výsledková sezóna se rozběhne již 13. července reporty velkých amerických bank (JPMorgan, Wells Fargo a Citigroup).

V Evropě jsou tempa růstu zisků nižší než v USA, což je spojeno především s dopady silného eura zkraje roku na exportně zaměřené firmy a překážkami, na které podniky narážejí v důsledku naplněných kapacit (hlavně v Německu). U evropských firem odhadujeme celoroční růst zisků pro rok 2018 poblíž 7 %. K slušným výsledkům firem by měly přispívat dobré fundamenty společnosti, konkurenceschopnost díky vysoké přidané hodnotě produkce a pokračující ekonomické oživení.

Alternativní investice

Typickým rysem této skupiny investičních nástrojů je často omezená likvidita a nízká korelace s tradičními třídami aktiv, jako jsou akcie a dluhopisy. Jejich přidaná hodnota do diverzifikovaného portfolia spočívá v kombinaci lepšího výnosu a snížení rizika ve střednědobém horizontu. Právě

z důvodů těchto vlastností jsou alternativní investice v zásadě určeny k investování v dlouhodobějším horizontu. Atraktivita alternativních investic roste spolu s poklesem očekávaných výnosů z tradičních investic.

Celest Lacerta (Currency)

Investiční strategie fondu je založena na pečlivém výběru měn a následném využívání pohybů měnových kurzů. K diverzifikaci rizika dochází zaujímáním pozic v různých cizích měnách současně. Základní měnou fondu je euro. Měnový koš je pravidelně revidován, a to s ohledem na výhledy jednotlivých měn. Strategie fondu je následně upravena pro nejbližší období. Fond aktuálně v portfoliích napřímo nevyužíváme, může být ale součástí fondu ČSOB Institucionální dluhopisový, pokud současně vyhovuje strategickému zájmu portfoliomanážera fondu.

Komodity

Komodity v současnosti nepreferujeme, protože neočekáváme další růst cen, který by v dlouhodobém horizontu kompenzoval náklady spojené s obnovováním futures kontraktů. Vhodnější cesta, jak participovat na pozvolném růstu jejich cen, vede přes akcie těžařských firem.

Od ledna 2017 byla v platnosti dohoda OPEC+ o omezení těžby ropy, ke které se přidali i významní producenti mimo kartel, na konci června se ale zúčastněné strany dohodly na jejím částečném uvolnění (možná až o 1 milion barelů denně). Zvýšení produkce má především kompenzovat výpadky dodávky ropy z Venezuely.

Vývoj cen ropy v posledních měsících naznačoval, že se trh pohybuje směrem k rovnováze – zásoby ropy klesaly a ceny energetických komodit reagovaly daleko výrazněji na výpadky v dodávkách a geopolitická rizika. Ta navíc v poslední době výrazně zesílila kvůli vyostření vztahů mezi USA a Íránem. Americké ministerstvo financí dokonce začalo koncem června vyzývat společnosti obchodující s Íránem, aby od listopadu zcela přerušily import íránské ropy.

Cena ropy Brent se ke konci června pohybovala kolem 78 USD za barel, očekáváme ale, že v následujících měsících bude spíše korigovat předchozí razantní růst. Zvýšená těžba v zemích mimo OPEC a možné výraznější uvolnění produkce v Saúdské Arábii nejspíš z velké části pokryje potřeby rostoucí světové poptávky. Na tento fakt ve svých měsíčních zprávách o ropném trhu v poslední době poukazují jak mezinárodní IEA, tak i samotný kartel OPEC. Oba (do jisté míry konkurenční) subjekty odhadují, že se díky výraznému zdražení ropy na mnohaletá maxima dostaví rychlý růst produkce těžařů, kteří se k dohodě nezavázali (zejména v USA). Vysoké ceny ropy umožnily obnovit těžbu americkým „břidličářům“, jejichž mezní náklady jsou vyšší než v případě arabských producentů.

V současnosti na ropném trhu převažuje efekt tzv. backwardation, který při rolování kontraktů přináší dodatečný výnos (budoucí kontrakty na dodávku ropy jsou oceněny níže v porovnání se spotovým trhem). Ani tak ale v současnosti komodity nedoporučujeme a expozici na ně v portfoliích získáváme raději přes akcie těžařů.

Zlato

Tento drahý kov obklopují různé mýty, pravda je však taková, že zlato není tak vzácné, jak se tvrdí, v podstatě nemá ekonomický význam (zaručeně ne v monetárním ohledu) a nenabízí spolehlivou ochranu proti inflaci. Pro zahrnutí zlata do portfolia existuje jediný dobrý důvod, tj. jako forma pojistky pro případ války, revoluce či kolapsu peněžního systému.

Z ekonomického hlediska nedává smysl zlato držet, jakmile se jeho cena pohybuje nad mezními náklady. Ty se nacházejí kolem 950 USD za unci. Kromě toho se tento drahý kov skutečně nespoteblovává, takže jeho celosvětové zásoby jen rostou. Zlato je také citlivé na „přestřelování“: během eurokrize v roce 2011 dosáhla jeho cena 1 900 dolarů za unci. Aktuálně se obchoduje kolem 1 250 USD za unci. Zlatu především nesvědčí výhled vyšších výnosů z jiných bezpečných investic, jako jsou například státní dluhopisy.

Upozornění:

Materiál *Ekonomika, trhy a portfolia* je připraven odborníky ze společnosti ČSOB Asset Management, a.s., investiční společnost, člen skupiny KBC. Při jeho tvorbě a šíření nepostupovali podle požadavků zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu v platném znění, upravujících pravidla pro analýzu investičních příležitostí nebo investiční doporučení. Při přípravě materiálu se vychází z aktuálně dostupných ekonomických informací a jejich zhodnocení v čase přípravy (tento materiál byl připraven k 28. 6. 2018). Materiál neslouží k poskytování osobního investičního poradenství, nepředstavuje investiční doporučení k nákupu či prodeji jakýchkoliv investičních nástrojů ani nabídku na uzavření smlouvy podle § 1732 zákona č. 89/2012 Sb., občanského zákoníku. Před rozhodnutím k nákupu jakéhokoliv produktu vám proto doporučujeme kontaktovat investičního poradce nebo osobního bankéře, který vám poskytne více informací o produktech a doporučí, jestli se konkrétní produkt hodí k vašemu rizikovému profilu a do vašeho portfolia. Investiční nástroje uvedené výše nezaručují návratnost vložené investice. Hodnota investice může v čase kolísat, v závislosti na typu investice i výraznějším způsobem.