



## Nestahujte kalhoty, konec korporátních dluhopisů je daleko

Pokud to tak půjde dál, budou za chvíli korporátní dluhopisy plnit i přední stránky bulvárních deníků. Těší se teď stejně popularitě jako akcie při kupónové privatizaci. Způsobil to přitom default jediného z výrazných emitentů. Letos v lednu se otřásl v základech největší online oděvní obchod Zoot. To by v online světě nebylo nic výjimečného, kdyby si „výdejna radosti“ nepůjčila také od drobných investorů právě skrze korporátní dluhopisy a v březnu jim neposlala kupon. Rozeběhl se kolotoč, do kterého se přimotalo ministerstvo financí, ČNB, banky, investiční odborníci a především držitelé zkrachovalých dluhopisů.

Postavme se ale nohama na zem. Default v oblasti dluhopisů není bohužel nic výjimečného. Z povahy věci jsou to většinou dluhy podřízené všem ostatním dluhům. A tak by k nim měl přistupovat i investor. Přinejmenším se nejprve podívat, jestli je vlastní kapitál společnosti vůči jejím dluhům na udržitelné úrovni. Když už se firmě nedaří shánět další akcionáře nebo když nechce ředit stávající majitele, jde si pro peníze nejprve do banky. Pokud už firma nemá, co by bance zastavila, a její provozní úvěry začínají být drahé, přicházejí na řadu dluhopisy. Existují i situace, kdy banku podnikatel ani neosloví, a tak vedle jejího vlastního kapitálu půjčují firmě pouze držitelé jejích dluhopisů. V tom případě může být postavení držitelů dluhopisů i velmi výhodné,

protože jim třeba náleží i nějaká ta zástava.

Korporátní dluhopisy jsou a vždy budou součástí diverzifikovaného portfolia. Jakmile nesázíme na jednu kartu, jeden default nemusí být ve vývoji portfolia ani vidět. Do budoucna se obdobné získávání prostředků snaží podpořit i ministerstvo financí. Ve své nové Konceptci rozvoje kapitálového trhu se jednak chystá na ochranu drobných investorů, jednak chce motivovat firmy, aby bondy využívaly a rozhýbaly jimi i místní kapitálový trh. Za trošku jiný konec to bere centrální banka, která se snaží omezit okruh investorů, kteří si budou moct dluhopisy nakoupit. Budme však rádi, že je máme. S velmi nízkými výnosy státních dluhopisů, rekordně nízkými výnosy z nemovitostí a akciemi oceněnými nad dlouhodobým průměrem totiž může pár dobře vybraných korporátních bondů přinést solidní zisk a pokořit ostatní aktiva. Měřítkem rizika je samozřejmě výnos a v tomto odvětví se vyplácí nebyt chamtivý. To znamená neporovnávat jednotlivé nabídky jen podle výnosu. Dluhopis není spořicí účet, leckdy tady méně znamená více. Hanění trhu korporátních dluhopisů jako celku rozhodně není na místě. Jen je třeba nebrat je jako garantované produkty, a to ani ty zajištěné. Zástava mnohdy nepokrývá celou emisi, nebo je složitě zpeněžitelná.

Zajištění mateřskou společností emitenta nemusí dokonce fungovat vůbec. Nao-

pak dluhopisy zajištěné nemovitostí v hodnotě přesahující velikost emise jsou komfortním investičním nástrojem i pro konzervativního investora. Ano, na Západ to máme ještě daleko. Dluhopisové financování firem je tam mnohem rozvinutější a obchodování s nimi na západoevropských trzích dělá z těchto nástrojů velmi likvidní způsob zhodnocení úspor. Kvalitní korporátní dluhopis nenajdete ležet na ulici ani na Facebooku. Zpravidla by vám ho měla nabídnout banka, investiční společnost nebo obchodník s cennými papíry. Ti totiž mají zájem si emitenta pořádně proklepnout a snažit se rozporovat jeho „e x p o n e n c i á l n í“ a „hokejkové“ business plány. Samozřejmě že prudký růst úrokových sazeb by zapříčinil další defaulty na trhu. A s těmi také investoři musejí kalkulovat. Pojďme ale oslavovat každý splacený dluhopis stejně intenzivně jako glosujeme Zoot - a uvidíte, že spokojených investorů je na tomto trhu více než dost. Korporátní dluhopisy fungují a budou fungovat dál. Nestahujte kalhoty, ať nejste nakonec jediným naháčem mezi spokojenými investory.

**Tomáš Káral,**  
Senior Relationship  
Manager  
Conseq Investment  
Management

(E15.cz, 21. 4. 2019)

## Komentář

### Nejen volby, ale i bondy

Pomalou si začínáme zvykat, že výnosy jednotlivých skupin rizikových aktiv nejsou tak synchronizované, jako v minulých letech. Ke slovu opět přichází aktivní přístup k investování a vyhledávání podhodnocených aktiv.

Tipem pro odvážné tak může být v těchto dnech díky prezidentským volbám velmi „viditelná“ Ukrajina, resp. její trh se státními dluhopisy. Ten nabízí pro domácí, nízkými úroky otrávené, investory až pohádkové výnosy. V lokální měně hřivně dvouleté obligace nabízejí na naše poměry až lichvářských 20 %, pětileté pak 16 %, v dolarech je to pak něco okolo 10 %.

Můj hlavní argument, proč tato sázka může stát za hřích, je prostá domněnka, že už pro Ukrajinu o moc hůře být nemůže. Vztahy s Ruskem jsou na bodu mrazu a kromě války se dále zostrít nemohou. Země je zmítaná korupcí, většina obyvatelstva nedůvěřuje státní správě, ale i v tomto případě platí, že situace i díky předpokládaným výsledkům prezidentských voleb má spíše potenciál se zlepšit než naopak.

**Lukáš Vácha,**  
obchodní ředitel pro  
privátní a institucionální  
klientelu  
Conseq Investment  
Management

(lhned.cz, 4. 4. 2019)

## Fiskální politika je nahá!



Veřejné finance si vedly v roce 2018 velmi dobře, přebytek byl druhý nejvyšší v historii, chlubí se ministerstvo financí. A skutečně - přebytek 47,4 miliardy korun zní dobře. Přesně do doby, než nahlédneme pod povrch a položíme si otázku, jak to být mohlo. A než se zamyslíme nad tím, jak je dnešní stav udržitelný.

Výrazný růst příjmů v minulém roce (o osm procent, tedy 166 miliard korun) byl důsledkem silného hospodářské-

ho růstu. Nikoli, jak vláda tvrdila, důsledkem opatření proti daňovým únikům. To je vidět i z faktu, že dvouciferným tempem rostly příjmy z daní fyzických osob i další na hospodářský růst navázané příjmy. A že naopak příjem z DPH vzrostl jen o 5,4 procenta. Takový růst je v situaci, kdy nominální růst poptávky domácností dosáhl 5,7 procenta, zcela očekávatelný.

Možná byste očekávali, že vláda využije silný růst k vytvoření rezerv na horší časy. Víte, tak, jak to dělají domácnosti či dobře řízené firmy. Tak to byste se mylili. Výdaje státu vzrostly meziročně o těžko uvěřitelných deset procent bezmála o dvě stě miliard. Z toho 60 miliard stály vyšší platy zaměstnanců, 42 miliard vyšší sociální dávky a 47 miliard investice. Jinými slovy pokud by ekonomika vymazala růst v roce 2018, který činil

## CONSEQ v médiích

Duben 2019



dle čerstvých dat 2,8 procenta, pak by nám v rozpočtu hnedle chybělo nejméně sto miliard na mandatorní výdaje (platy a důchody). Výdaje jsou totiž (pokud nemluvíme o řeckém scénáři) skoro věčné, zato příjmy nikoliv.

Expanzivní fiskální politika pokračuje i v roce 2019. Výdaje v prvním čtvrtletí přidaly dalších 13,4 procenta, jsou tedy již o 44 miliard vyšší než ve stejném období roku 2018. Platy učitelů stojí dalších 7,6 miliardy, důchody dalších devět miliard, jiné sociální dávky dvě miliardy, odvody intervenčnímu zemědělskému fondu přes čtyři miliardy a tak dál. Všechno jsou to běžné výdaje. Investice se, jak je zvykem, krčí vzadu s růstem 4,7 miliardy. A ještě nekončíme. Ministři hlásí další růst důchodů a také rodičovského příspěvku. To vše v situaci, kdy na německé

dveře klepe recese.

Česko si dlouhodobě žije nad udržitelné poměry. Projídá moc, investuje málo. V posledních letech tyto výdajové tendence maskuje silným růstem příjmů a ukolébává se představou, že na to má.

Až jednou příjmy zpomalí - a ono se to stane - ukáže se, že fiskální politika vlády je nahá. Úplně. Jediným štěstím je, že je Česko stále celkem málo zadlužené. To ovšem byla západní Evropa před třiceti či čtyřiceti lety také.

**Martin Lobotka,**  
hlavní analytik  
Conseq Investment  
Management

(E15, 4. 4. 2019)

## V čínské ekonomice se blýská na lepší časy

Čínská ekonomika je po USA druhou největší ekonomikou světa. Z hlediska příspěvku k růstu světové ekonomiky je s velkou rezervou vůbec tou nejdůležitější ekonomikou, neboť přispívá k růstu světového HDP bezprecedentní jednou třetinou. S nadsázkou se tak dá tvrdit, že pokud by čínská ekonomika dostala chřipku, světová ekonomika by dostala minimálně zápal plic.

Čínská ekonomika se již několik let nachází ve fázi strukturálního poklesu dynamiky HDP, když se čínští vládní představitelé postupně snaží posunout strukturu ekonomiky směrem od investic ke spotřebě domácností. Investice totiž tvoří přibližně polovinu výstupu ekonomiky, přičemž ve vyspělých zemích se tento podíl obvykle pohybuje pouze

okolo jedné pětiny. Čínští představitelé jsou si dobře vědomi faktu, že tato struktura ekonomiky není dlouhodobě udržitelná.

Mírné zpomalování čínské ekonomiky pokračovalo také v loňském roce s růstem HDP o 6,6 %. Ve světle růstu vyspělých zemí, včetně Česka, je to stále růst mimořádný, nicméně pro Čínu bylo toto tempo nejnižší za uplynulých 28 let. Na začátku letošního roku vypadala čínská makroekonomická data dosti bídne a investoři se logicky začali obávat, zdali v čínském hospodářství nedojde k tvrdému přistání. Poslední data naštěstí potvrdila, že je na tom čínská ekonomika relativně lépe než na začátku roku. Mezi klíčové faktory lepší se kondice čínského economic-

kého draka patří stimuly ze strany monetární politiky, směřované na podporu poskytování úvěrů malým a středním podnikům, stimuly ze strany fiskální politiky v podobě daňových slev pro podniky a v neposlední řadě neustále propíraný pokrok v obchodních vyjednáváních s USA s tím, že by mohla být obchodní dohoda na světě již do měsíce.

Lepší situace se projevila mimo jiné tím, že velmi důležitý indikátor čínského průmyslového sektoru - index nákupních manažerů PMI - se v březnu výrazně zlepšil a jeho hodnota se vrátila nad padesátibodovou hranici oddělující expanzi od kontrakce. Vedle toho zaznamenaly na začátku roku enormně silnou rally čínské akcie, které oproti konci loňského roku vyskočily o masivních 30 %.

Světová ekonomika je stále ve slabší kondici, což v úte-  
rý potvrdil Mezinárodní mě-

nový fond, který snížil odhad růstu světového HDP v letošním roce z 3,5 na 3,3 %, což je nejslabší tempo od globální finanční krize. Odhad na růst HDP Číny nicméně Mezinárodní měnový fond vylepšil o desetinu procenta na 6,3 %. Kolaps čínské ekonomiky nás tak velice pravděpodobně nečeká, naopak, vypadá to na zdravou stabilizaci.

**Michal Stupavský,**  
investiční stratég  
Conseq Investment  
Management

(Kurzy.cz, 15. 4. 2019)