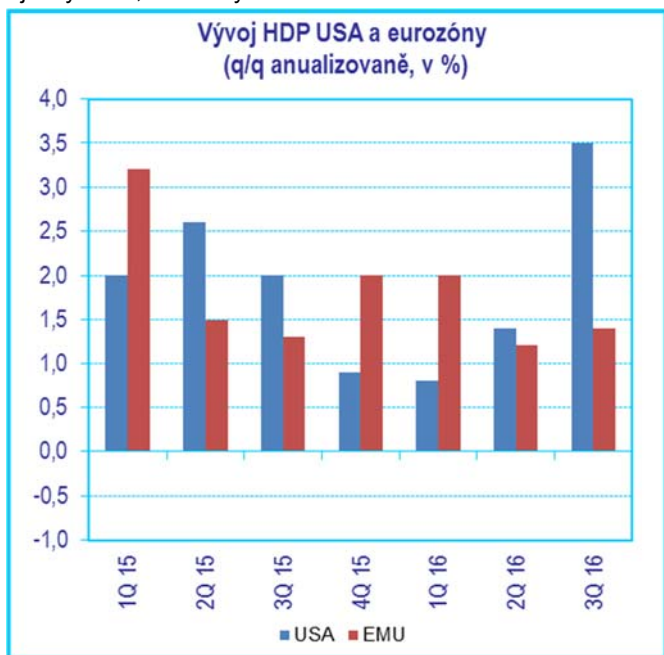


Světová ekonomika

Ekonomika **USA** ve třetím čtvrtletí podle finálních údajů zrychlila tempo na 3,5 % (čtvrtletně, přepočteno na roční bázi), po 0,8 % v prvním a 1,4 % ve druhém kvartále. Tahounem růstu byl export, slušný příspěvek přinesly také spotřeba a investice. Jádřová inflace (PCE) se v průběhu roku postupně zvedala až k 1,7 % meziročně. Přitom ještě v prosinci 2015, kdy Fed poprvé od finanční krize přistoupil ke zvýšení sazeb o čtvrtinu procentního bodu, dosahovala pouze 1,4 % meziročně. Míra nezaměstnanosti v listopadu poklesla na minimum od srpna 2007.

Dostatečně vysoký dlouhodobý průměr tvorby pracovních míst a postupný růst inflace směrem k cíli byly pro Fed důležitými argumenty pro další zvýšení sazeb (na 0,50-0,75 %), k němuž se odhodlal 14. prosince 2016.

Poslední indexy nákupních manažerů ISM (za listopad 2016) vykazaly lepší čísla jak ve zpracovatelském sektoru, tak ve službách. Maloobchodní tržby po předchozím zrychlení až k dubnovým 0,9 % meziměsíčně v listopadu opět zpomalily na 0,1 %. Zklamáním pro investory byla také průmyslová produkce, která se v listopadu po příznivém vývoji v průběhu roku meziměsíčně opět mírně propadla. Deficit americké obchodní bilance se v posledních měsících prohloubil na říjnových 42,6 miliardy USD.



Pozn.: Ekonomika USA představuje zhruba 24 % a ekonomika eurozóny 16 % světového hospodářství.

HDP eurozóny rostl ve třetím čtvrtletí 2016 podle finálních údajů o 1,7 % meziročně, stejně jako v prvním a druhém čtvrtletí. Ekonomice pomáhal zejména silný růst investic. V průběhu roku se zlepšovala průmyslová výroba - po očištění o počet pracovních dní vzrostla v říjnu o 0,6 % meziročně. Také míra nezaměstnanosti zaznamenala v eurozóně v roce 2016 velmi příznivý vývoj, když v říjnu klesla na nejnižší úroveň za 7 let (9,8 %). Pomalu se zvedala také inflace, v níž se začíná projevovat zvýšení cen komodit. V listopadu dosáhl růst

spotřebitelských cen v eurozóně oproti období před rokem 0,6 %.

ECB na svém posledním zasedání rozhodla o prodloužení programu nákupů dluhopisů o 9 měsíců do prosince 2017. Od dubna však sníží hodnotu nákupů z 80 na 60 miliard eur měsíčně. Podle očekávání ponechala úrokové sazby beze změny.

Předstihové ukazatele (PMI) vykazovaly v posledních měsících ve většině členských zemí zlepšení a držely se jak ve službách, tak ve výrobě nad 50bodovou hranicí, což značí očekávání pokračování expanze.

Měnový pár EUR/USD

Po prudkém posílení v roce 2015 americký dolar proti euru své zisky na začátku roku 2016 korigoval. Očekávání brzkého zvyšování sazeb v USA kvůli zpomalení ekonomiky v prvním kvartále ochladla. Návrat k rychlejšímu hospodářskému růstu ve druhém čtvrtletí ale dolaru opět pomohl a díky stoupající pravděpodobnosti dalšího utážení měnové politiky Fedu dolar postupně sílil. Prosinčové zvýšení sazeb jej pak posunulo na 14letá maxima na dostřel k paritě vůči euru. Americký dolar tak v porovnání s koncem roku 2015 posílil o 3,21 %.



Dluhopisy

Výnosy státních dluhopisů předních světových zemí se po brexitu výrazně propadly (ceny dluhopisů vzrostly). Na minimech se ale udržely jen do konce třetího čtvrtletí. Silným impulzem k růstu dluhopisových výnosů bylo zvolení Donalda Trumpa americkým prezidentem, které vedlo ke zvýšení inflačních očekávání.

Americké 10leté státní dluhopisy nesly ke konci roku 2016 o 11 b.b. více v porovnání se stejným obdobím před rokem. Prosinčové zvýšení sazeb Fedu bylo již několik týdnů před zasedáním centrální banky plně zohledněno v cenách aktiv, proto již následně nevedlo k dalšímu výraznějšímu nárůstu dluhopisových výnosů. Překvapením byl ale výhled rychlejšího zvyšování úroků v roce 2017.

Na dluhopisový trh také dopadlo prosinčové rozhodnutí ECB o protažení QE - výnosy 10letých německých bundů se sice

nepropadly opět pod nulu, kde se pohybovaly po 4 měsíce po britském referendu, nicméně zkorigovaly listopadový vzestup nad hranici 0,3 %. Za rok se tak snížily o 35 b.b. (ceny vzrostly). V důsledku politické nejistoty v Itálii a problémů tamního bankovního sektoru stoupla riziková přírážka u italských státních dluhopisů, jejichž výnosy se na 10leté splatnosti zvedly o 39 b.b. a na konci roku dosahovaly 1,8 %.

Česká ekonomika

Ve třetím čtvrtletí 2016 se výkon české ekonomiky podle zpřesněných údajů zvýšil jen o 0,2 % (mezičtvrtletně), což v konečném důsledku znamenalo potvrzení meziročního růstu na úrovni 1,9 %. Hlavním faktorem růstu české ekonomiky byla rychleji se zvyšující spotřeba domácností, podpořená mezičtvrtletním růstem investic. Zpomalení meziročního hospodářského růstu oproti druhému (+2,6 %) a prvnímu čtvrtletí (+3,0 %) šlo především na vrub nižšímu exportu.

Domácí měnová politika a kurz koruny

Česká koruna byla politikou ČNB po celý rok fixována blízko úrovně 27 CZK/EUR. K jedinému drobnému výkyvu došlo bezprostředně po brexitu, kdy koruna velmi mírně oslabila spolu s dalšími středoevropskými měnami, nicméně kurz se prakticky okamžitě vrátil do výchozí hodnoty a po zbytek roku zůstal víceméně stabilní.

Česká národní banka (ČNB) komunikuje trvání tzv. „tvrdého měnového závazku“ minimálně do 31. března 2017. Od začátku dubna 2017 ČNB trvání měnového závazku sice negarantuje, nicméně k jeho ukončení by nemělo podle jejích slov dojít hned na začátku druhého čtvrtletí.

Prodloužení evropského kvantitativního uvolňování zvyšuje pravděpodobnost o něco delšího trvání intervencí v Česku, ne však automaticky. Pokud bude rozhodnutí ECB chápáno v ČNB jako určitý ústup od politiky QE (i když to Mario Draghi vyvracel), nemuselo by být zásadní překážkou pro náš základní scénář - exitu z intervencí kolem poloviny roku 2017.

CZK dluhopisy

Česká výnosová křivka je specifická svým krátkým koncem, který se nachází hluboce v záporu v důsledku spekulací na očekávané posílení koruny. Desetiletý český dluhopis nesl na konci prosince 0,434 %, zatímco dvouletý - 0,866 %.



Dluhopisová strategie ČSOB AM

Velkou část dluhopisových investic jsme realizovali v prvním čtvrtletí roku, ve kterém se vlivem silných propadů dluhopisového trhu naskytla řada investičních příležitostí. Tato strategie se ukázala ve svém důsledku být úspěšnou a značnou měrou přispěla k výkonnosti dluhopisových i smíšených portfolií. V letních měsících, kdy úrokové výnosy dosahují svého minima, investice do přímých dluhopisových pozic pozvolna omezujeme. S blížícím se koncem roku jsme v důsledku rostoucích nákladů souvisejících se zajištěním měnového rizika postupně nahrazovali část dluhopisů kratších splatností denominovaných v cizí měně novými s delšími splatnostmi (3-5 let). V portfoliích, kde nám to dovolovaly smluvní limity, ponecháváme zhruba od druhé poloviny roku část cizoměnové složky portfolií nezajištěnou. Zatímco u eurových investic byly příčinou vyšší náklady spojené se zajištěním měnového rizika, u dolaru hrála roli i perspektiva jeho možného posílení. Portfolia, která držbu přímých dluhopisových pozic nedovolovala (případně byla omezena), jsme naplňovali dluhopisovými fondy s průměrnou durací 0,5 až 1,5 roku. Fondů s vyšší durací (5 let) jsme využívali jen v omezené míře. V portfoliích, kde to umožňovala investiční strategie, jsme využívali i rizikových dluhopisů (tzv. high yield). Tento typ investic byl v portfoliích realizován výhradně prostřednictvím tomu určených fondů. Expozici vůči fondům rizikových dluhopisů jsme v pololetí koncentrovali do jediného fondu **JPM Eur High Yield**, který jsme z pohledu absorpce případných potenciálních rizik vyhodnotili jako nejvhodnější. Z rizikových fondů jsme jednoznačně upřednostňovali ty, které svá portfolia investovaly do eurových titulů, jež oproti dolarovým dluhopisovým investicím nebyly tolik zatíženy výhledem růstu amerických sazeb a současně disponovaly nižším podílem energetického a těžebního sektoru, vůči kterým jsme byli obezřetnými.

V rámci limitu vymezenému na rizikové investice jsme využívali i dalších fondů, které oproti tradičním dluhopisovým fondům obsahovaly zvýšenou míru rizika (**KBC Participation Local Emerging Market Bonds, KBC Participation Active Bond Selection a KBC Participation Europe Financial Bond Opportunities**). Celkový podíl rizikových dluhopisů nepřesáhl v uplynulém pololetí polovinu vymezeného smluvního limitu.

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, sekundární trh prakticky neexistuje. U cizoměnových titulů je nabídka podstatně pestřejší, při jejich nákupu je ale třeba zohlednit náklady zajištění. Lze předpokládat, že ty budou v předvečer ukončení devizových intervencí ČNB růst, což bude výsledný korunový výnos cizoměnových dluhopisů dále snižovat. Při výběru investic hodláme nadále preferovat dluhopisy s variabilními kupóny, případně fixně úročené podnikové/bankovní dluhopisy středních splatností (max. 3-5let). S ohledem na extrémně nízkou úroveň výnosů dostupných na dluhopisovém trhu je ale žádoucí v portfoliích využívat i instrumentů mimo běžnou úrokovou složku, jakými jsou akcie a investice s prvky ochrany, případně jejich vzájemné kombinace.