



### Jak vidíme svět?

- ČNB pravděpodobně zvýší sazby ještě v letošním roce
- Zájem o variabilně úročené dluhopisy trvá
- Pokračujeme v selektivním prodeji zajištěných fondů

## 1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Globální ekonomika jede na plné obrátky a poprvé od roku 2008 žádná ze zemí OECD nevykazuje pokles. Eurozóna po delší době srovnala krok s USA, které zasáhly nejsilnější hurikány za posledních několik desítek let.

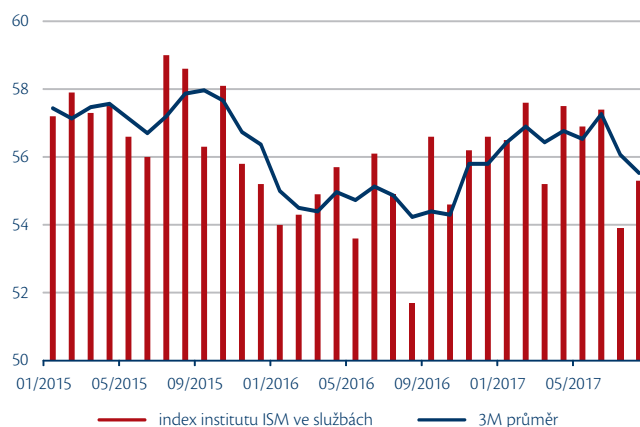
### Spojené státy americké (USA)

Ke konci srpna a v první polovině září byly v USA hlavním tématem ničivé hurikány Harvey a Irma, které za sebou zanechaly spoušť a na mnoha místech ochromily ekonomickou aktivitu. Některá data tak již reflektovala jejich dopady. Mírně utrpěla také důvěra spotřebitelů.

Americké investory potěšily průzkumy mezi korporátními manažery. Předstihový indikátor institutu ISM ve zpracovatelském sektoru vyskočil na šestileté maximum (56,8<sup>1</sup> bodu) a ke zlepšení došlo také v sektoru služeb, pro které byly jinak letní měsíce spíše slabším obdobím (index stoupl na 55,3 bodu).

Zato „tvrdá“ data za srpen až tak přesvědčivá nebyla. Průmyslová produkce zklamala výrazným meziměsíčním poklesem (-0,9 %), vinu na tom měl ale především hurikán Harvey, který ochromil rafinérskou a chemickou výrobu. Náladu investorům nedokázaly spravit ani maloobchodní tržby, když místo očekávaného růstu skončily poklesem (-0,2 %) a červencová data byla revidována níže. I v tomto případě lze ale slabší číslo za srpen z velké části přičítat vlivu hurikánu, který dopadl hlavně na prodeje aut.

### Důvěra v nevýrobních sektorech v USA



Zdroj: Bloomberg.

V následujících měsících lze očekávat jak ve výrobě, tak v maloobchodě opačný trend, jak budou probíhat práce na opravách a obnově výroby v oblastech zrušených přírodními katastrofami. Data z nemovitostního trhu vyšla smíšená, výrazně poklesly zahájené stavby a prodeje nových i starších domů, naopak počet vydaných stavebních povolení výrazně stoupl.

Ze statistik o HDP máme k datu vydání pouze druhý zpřesněný údaj za 2Q 2017, podle něhož došlo k růstu ekonomiky o 3 % (mezikvartálně, přepočteno na roční bázi). Očekává se však, že toto číslo bude revidováno ještě o 0,1 procentního bodu nahoru.

Zklamání přišlo z amerického pracovního trhu, kde v srpnu vzniklo pouze 156 tisíc pracovních míst a předešlý měsíc byl revidován dolů (z 209 na 189 tisíc). Mírně se zvýšila míra nezaměstnanosti (ze 4,3 % na 4,4 %), přičemž stagnovala míra participace pracovní síly (62,9 %) a mzdový růst (+2,5 % meziročně).

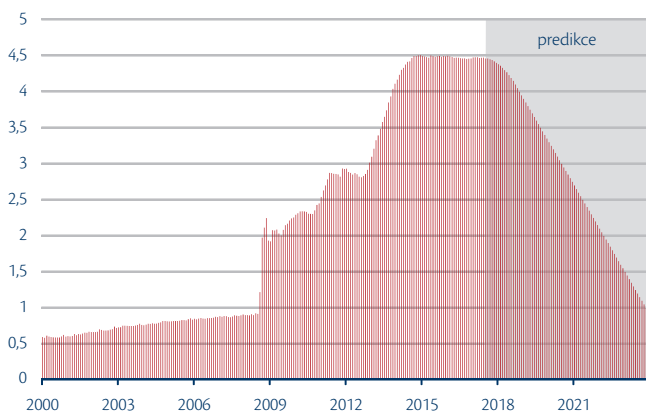
Druhý rok po sobě v USA vzrostl mediánový příjem domácností – v roce 2016 dosahoval 59 039 USD. Příjmová nerovnost se však v poslední dekádě zhoršovala, když nejchudší pětina domácností příjmy klesly, zatímco nejbohatší pětina si výrazně polepšila. Míra chudoby se nicméně snížila na 12,7 %, což je nejméně od finanční krize.

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

Spotřebitelská inflace předstihla odhady rychlejším růstem, když v srpnu dosáhla tempa 1,9 % meziročně. Jádrová inflace stagnovala na 1,7 %, čímž taktéž překonala očekávání, protože se počítalo s jejím poklesem.

Investoři napjatě vyhlíželi zasedání Fedu. Janet Yellenová na něm potvrdila plány na ještě jedno zvýšení sazeb do konce roku (a tři v roce 2018) a oznámila dlouho očekávané spuštění redukce rozvahy, která v důsledku postkrizových opatření nabobtnala na téměř 4,5 bilionu USD. Centrální banka se tak bude od října postupně zbavovat nahromaděných státních dluhopisů a hypotečních zástavních listů. Zprvu bude tento proces „kvantitativního utahování“ probíhat tempem 10 miliard USD měsíčně (platné pro první tři měsíce), každý kvartál se ale toto tempo zvýší o 10 miliard USD měsíčně až na cílových 50 miliard USD měsíčně.

Rozvaha Fedu (v bilionech USD)



Zdroj: Bloomberg.

Vzhledem k nutnosti uvolnit finance na pomoc oblastem postiženým hurikánem Harvey se americká administrativa dohodla na zvýšení dluhového stropu, který měl být dosažen koncem září. Debaty o jeho dalším navyšování se tak oddálí o pouhé tři měsíce.

## Eurozóna

Optimismus firem, investorů a spotřebitelů v Evropě by se dal krájet. Mnoho na tom nezměnilo ani silnější euro, které by mohlo do budoucna začít komplikovat život exportérům. Záříjové předstihové ukazatele PMI se napříč EU opět posunuly o něco výše od 50bodové hranice, která dělí očekávání expanze od recese. Index nákupních manažerů ve zpracovatelském sektoru v Německu dokonce překročil hranici 60 bodů. Za celou eurozónu přišla z výroby podobně jako minulý měsíc lepší čísla (58,2 bodu) než ze služeb (55,6 bodu), v nichž aktivita v létě mírně oslabila. Německý ukazatel podnikatelského klimatu Ifo po několika silných měsících zklamal, naopak výrazně lépe oproti odhadům dopadl předstihový ukazatel institutu ZEW sledující v Německu náladu podnikatelů.

Meziměsíčně o 0,3 % klesly v červenci maloobchodní tržby, tento pokles byl ale trhem očekáván. Naopak průmyslová produkce po slabším červnu vykázala v dalším měsíci mírný růst (červenec +0,1 % meziměsíčně). Registrace aut v EU rostly již čtvrtý měsíc v řadě (v srpnu o 5,6 %).

HDP eurozóny za 2Q 2017 byl revidován mírně nahoru na 2,3 % meziročně (+0,6 % mezičtvrtletně). Data potvrzují, že ekonomika eurozóny srovnala krok s USA a roste nejrychleji od dluhové krize. Důvodem může být odbourání části politického rizika, které firmy dlouhou dobu odrazovalo od větších investic do regionu. Pokud bychom se podívali na data za celou Evropskou unii, bylo by meziroční tempo růstu ve 2Q 2017 ještě o něco vyšší s premiantem Českou republikou (+4,7 % meziročně) a brzdou Británií (1,7 %).

Tempo inflace nečekaně zrychlilo z červencových 1,3 % meziročně na 1,5 % v srpnu, což představuje čtyřměsíční maximum. Jádrová inflace se udržela na 1,2 %. Na záříjovém zasedání ECB její prezident Mario Draghi opět pochválil růstovou dynamiku eurozóny, jako zdroj zvýšení nejistoty ale označil posilující euro, které by mohlo dopadnout na střednědobý vývoj inflace.

Její prognózu na další roky centrální banka opět snížila. Slabší výhled inflace může vést k pomalejšímu ústupu ECB od stimulační politiky a pozdějšímu zvyšování úrokových sazeb. I přes Draghiho komentáře o tom, že silnější měna může ECB zkomplikovat plány, se euro nenechalo odradit od dalšího posilování a během měsíce posunulo několikaletá maxima. Trh sází na to, že snížení stimulační (tzv. kvantitativního uvolňování) ECB oznámí již na říjnovém zasedání. Mělo by jít o další postupné snižování tempa nákupů dluhopisů s účinností od ledna 2018.

Politickou událostí měsíce byly německé volby, které nakonec dopadly (očekávaným) vítězstvím CDU/CSU Angely Merkelové, nicméně pro její stranu znamenal zisk pouhých 33 % hlasů nejhorší výsledek od roku 1949 (v roce 2013 získala 41,5 % hlasů). Nedařilo se ani sociálním demokratům Martina Schulze, jehož SPD oslovila jen 21 % voličů (taktéž poválečné minimum). Významný úspěch naopak zaznamenala nacionalistická, krajně-pravicová AfD, která s 13 % skončila třetí a poprvé tak získá zastoupení v parlamentu. Vzhledem k tomu, že Schulz již avizoval, že SPD po drtivé porážce zamíří do opozice, jeví se jako pravděpodobná varianta koalice tzv. „Jamajka“ (podle barev politických stran), tedy spojení CDU/CSU, pravicové FDP (která získala 10 % hlasů) a Zelených. V Německu tak pravděpodobně dojde za posledních několik dekád k prvnímu koaličnímu svazku čtyř politických stran a povolební vyjednávání mohou být zdlouhavá (stejně jako v minulém případě, kdy Merkelová sestavovala velkou koalici déle než 80 dní). Zastoupení Zelených ve vládě může urychlit odklon Německa od „špinavé“ energie a naftových motorů, FDP může tlačit na reformy v otázkách pracovního trhu a daní, a naopak absence sociálních demokratů může zbrzdit proces prohlubování evropské integrace.

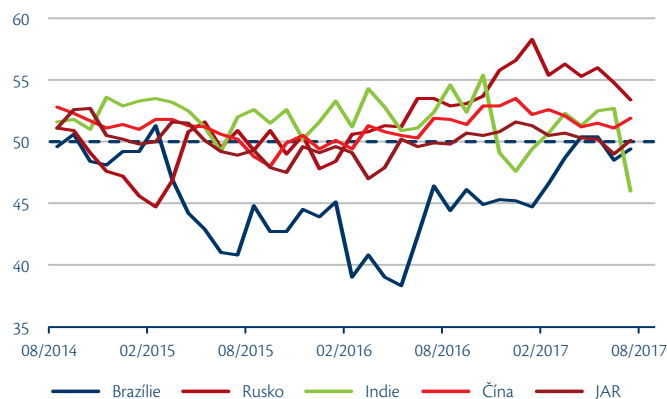
## Spojené království

Britská inflace v srpnu meziročně vyskočila zpět ke čtyřletým maximům na 2,9 %, kde se již nacházela letos v květnu. Jak je již v posledních měsících obvyklé, inflaci nedokázal ani tentokrát vykompenzovat růst mezd, který dosáhl tempa pouze 2,1 %. Inflace na dostřel třem procentům se přestává líbit centrální bance, která v posledních týdnech avizovala brzké zvýšení sazeb. To by odůvodňoval i silný pracovní trh s nezaměstnaností na minimu od roku 1975. Naopak zdrojem nejistoty zůstává brexit.

Britská premiérka vystoupila ve Florencii s plány brexitu, které by sice měly zemi zajistit plný přístup na ostatní evropské trhy, stěží na ně však bude chtít přistoupit EU. Mayová apelovala na evropské vyjednavče, aby přestali blokovat dosažení dohody – taková interpretace však nenašla pochopení na straně EU. Jednání vážnou kvůli řadě klíčových otázek (např. výše britských finančních závazků k Unii). Později ratingová agentura Moody's snížila úvěrové hodnocení Británie na Aa2 s odkazem na zhoršený střednědobý výhled růstu.

Červencová průmyslová produkce vzrostla podle očekávání o 0,2 % a významně pozitivní překvapení v podobě procentního meziměsíčního růstu přinesly srpnové maloobchodní tržby (bez aut). Naopak registrace aut již pátý měsíc v řadě prudce klesají.

BRICS: Indexy nákupních manažerů (PMI)  
(expanze > 50; recese < 50)



Zdroj: Bloomberg.

## (I)racionální dluhopisové emise – na sklonku éry nízkých sazeb?

ČNB po deseti letech překročila ke zvýšení sazby v srpnu o 0,20 procentního bodu a k dalšímu zvýšení dojde pravděpodobně v listopadu. Fed v září lehce zaskočil trh se svým úmyslem zvyšovat sazby opravdu tak, jak už delší dobu plánuje. Bank of England se již nemůže dále dívat na rostoucí inflaci a pravděpodobně zvýší sazby také. ECB sice neví, jak sundat nohu z plynu, ale k omezení měnové expanze se, pod tlakem nebývale silného hospodářského růstu, schyluje nejspíše již zkrájí příštího roku.

Jen pro připomenutí – zvyšování úrokových sazeb je negativní zprávou pro držitele dluhopisů. Očekával bych, že investoři se v současné době budou investicím do dluhopisů raději vyhýbat. Jen malá změna úrokových sazeb (očekávaný růst) může vymazat veškerý kupónový výnos. Dluhopisové trhy se nám však v posledních týdnech připomněly pozoruhodnými emisemi. Považte sami.

Rakousko vydalo stoleté dluhopisy. To už je samo o sobě překvapivé, vždyť země pod Alpami se letos dožívá pouhých 99 let. Přestože má Rakousko vysoký rating AA+ od S&P, stoletá emise nese 2,1 % ročně! Nikdo není schopen předvídat, jaké bude v zemi státní zřízení, měna či průměrná míra inflace až do splatnosti v roce 2117. (Ostatně, jak to číslo na vás působí?)

Tesla Motors má bohaté zkušenosti s emisemi akcií, ale nyní si troufla i na dluhopisový trh. Emise s ratingem B– od S&P (junk neboli

odpad) nese 5,5 % s osmiletou maturitou. Vzhledem k dlouhodobě negativnímu cash flow jde o velmi štedrou investorskou nabídku managementu firmy.

Irák s ratingem B– od S&P (kreditní kvalita stejně jako výše zmíněná Tesla) rozprodal dolarové dluhopisy s výnosem 6,75 %. Emise byla sedminásobně přeupsána. Kurdské referendum nebo válka s Islámským státem se zřejmě jeví investorům jako nepříteli podstatné faktory.

Víte, kde se nachází Tádžikistán (B– od S&P)? Pokud ne, jste na tom stejně jako většina správců majetku v Londýně. Delegation z této země, sdílející hranici například s Afghánistánem, Pákistánem a Čínou, obcházela investory v Londýně s mapou sebe sama. Zjevně úspěšně, neboť emise s cílem vybrat peníze na stavbu hydroelektrárny byla šestnásobně přeupsána. Dolarový výnos 7,125 % ročně a splatnost deset let. Dluhopisy jsou „sinkable“, v investorské hantýrce to znamená klesající nominál. Při psaní těchto řádků jsem si vzpomněl na Titanik. Za uplynulých 10 let se totiž tádžická měna, zvaná Somoni, potopila o více než 60 % (proti dolaru).

Připomněla se rovněž Ukrajina (B– od S&P) s návratem na mezinárodní dluhopisové trhy. Od poslední nabídky investorům si země prošla Majdanem, anexí Krymu a restrukturalizací dluhu. Hlavní riziko, vztahy s Ruskem, je dobře popsáno a v prospektu k emisí bylo zmiňováno mnohokrát. Patnáctiletá emise roce byla nakonec upsána s dolarovým ročním výnosem 7,38 %.

Je nesporné, že nízké úroky jsou pro dlužníky pozeňáním a leckdo je ochoten půjčit i nespolehlivým subjektům. Nic se ale nemá přehánět. Je třeba uvažovat obezřetně i ve zdánlivě poklidných časech. Například nabídka 6% výnosu na 5 let se nemusí zdát vyloženě přehnaná, je třeba mít na paměti, že takové sazbě dnes odpovídá riziko selhání značně vyšší než 50 %.

Podílové fondy i jiní institucionální investoři mají problém, že pokud od téměř nulových výnosů dluhopisů kvalitních emitentů odečtou náklady, přinesou s pravděpodobností hraničící s jistotou sice mírně, ale přece jen záporný výnos. Proto se snaží zamíchat do portfolií správným způsobem i rizikovější dluhopisy, protože pak přece jen dluhopisová investice začne dávat smysl a lze očekávat kladný výnos. Výše zmíněné emise však do našich portfolií ani zdaleka nepatří.

Článek byl sepsán s využitím dat a komentářů od agentury Bloomberg.

Jaroslav Vybíral, analytik,  
ČSOB Asset Management



## Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)		Inflace (průměrná roční změna, v %)	
	2017	2018	2017	2018
<b>CZ</b>	3,6	2,7	2,2	1,9
<b>EMU</b>	2,2	1,8	1,5	1,2
<b>USA</b>	2,4	2,1	1,6	1,9

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg.

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

		09/2017	03/2018	09/2018
<b>CZK</b>	Základní sazba	0,25	0,50	0,75
	10Y sazba	1,05	1,20	1,50
	USD/CZK	21,89	22,17	21,55
	EUR/CZK	26,05	25,50	25,00
<b>EUR</b>	Základní sazba	0,00	0,00	0,00
	10Y sazba	0,40	0,70	1,00
<b>USD</b>	Základní sazba	1,25	1,50	1,75
	10Y sazba	2,25	2,60	2,70
	USD/EUR	1,19	1,15	1,16

\*) Horní hranice pásma.

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



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

Domácí data hovoří ve prospěch růstu úroků. HDP i dynamika mezd překonaly výhled ČNB, celková inflace zůstává nad cílem. Je tedy vysoce pravděpodobné, že ke zvýšení sazeb ČNB dojde ještě letos, a to s největší pravděpodobností na nejbližším (listopadovém) měnovém zasedání, kdy ČNB bude mít v rukou aktualizovanou inflační prognózu. Pokud k předpokládanému růstu úroků dojde, bude to mít jednoznačně příznivý vliv na všechny variabilně úročené dluhopisy, respektive na výši jejich očekávaného výnosu. To se přirozeně týká i všech hypotečních zástavních listů (HZL) s plovoucí sazbou, které jsou v portfoliích drženy ve zvýšených koncentracích. Pro relativně velký zájem chystáme do konce roku další emise HZL, která bude distribuována zejména mezi nově přichozí klienty, případně ty, kteří prozatím vymezený limit plně nevyužívají.



V první polovině uplynulého měsíce jsme dle předpokladu investovali část hotovostních zůstatků do fondu ČSOB Institucionální úrokový. Připomínáme, že fond je svým zaměřením určený zejména vysoce konzervativním investorům a lze jej tak do jisté míry chápat jako alternativu k nástrojům peněžního trhu. Pro investory s otevřenějším přístupem k riziku doporučujeme fond ČSOB Institucionální dluhopisový, jehož součástí jsou i rizikovější dluhopisy, které oproti vysoce bonitním instrumentům nabízejí vyšší očekávaný výnos. Zbývající hotovost prozatím dočasně řešíme prostřednictvím termínovaných úložek a s jejím úplným zainvestováním vyčkáme do doby příhodnějších tržních podmínek.

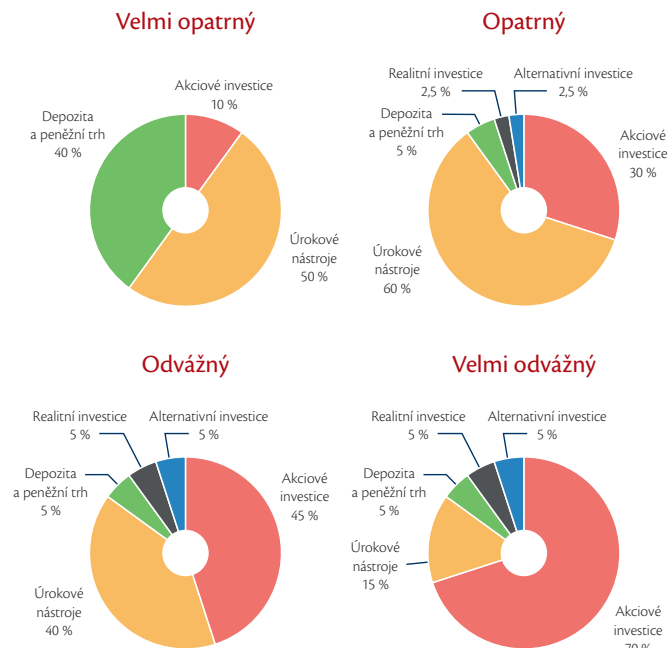
Podobně jako v předchozích obdobích jsme i v uplynulém měsíci přistoupili k selektivnímu prodeji některých zajištěných fondů 100 %, 95 % a 90 %. Růst akciových trhů v uplynulých letech, doprovázený současně poklesem úrokových měr (růst cen fixně úročených dluhopisů), se příznivě podepsal na jejich dosavadním zhodnocení. Řada z těchto fondů se tak ocitla daleko za chráněnou hodnotou, počítanou ke splatnosti fondu. Kritériem výběru bylo zejména dosažené zhodnocení v poměru k jejich vzdálenosti od ochranné bariéry.

Počátkem října budou investice realizované v rámci smluvního limitu Zabezpečených investic s mírou ochrany 90% řízeny prostřednictvím fondu ČSOB Institucionální Portfolio Plus, kterým současně nahrazujeme stávající Portfolia Pro 90. Parametrově vychází tento fond ve srovnání s původními Portfolii Pro 90 o něco lépe. Zejména pak oceňujeme jeho lépe řešený ochranný mechanismus spočívající v kvartálním posunu chráněné hodnoty v případě příznivého vývoje trhů.

S ohledem na nízkou úroveň výnosů dostupných na dluhopisovém trhu je žádoucí v portfoliích využívat i instrumentů mimo běžnou úrokovou složku. Doporučujeme zvážit posílení akciové části portfolií, případně některou z investičních strategií profilových portfolií fondů (PPF) nebo kombinaci zabezpečených investic a otevřené expozice TRIO.

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 nízkou prostřednictvím uvolněné monetární politiky předních světových centrálních bank. Ve většině případů nenabízí dluhopisové trhy zajímavé možnosti investování. Místy se najdou atraktivní segmenty (korporátní dluhopisy nebo dluhopisy zemí s vyššími výnosy), většinou ale jen pro investory, kteří se nebojí podstoupit určité kreditní riziko. Centrální banky se po letech nekonvenčních opatření na podporu ekonomiky musejí dříve či později vydat cestou normalizace měnové politiky. Trhy státních dluhopisů tak budou i v následujících letech nárazově čelit vlnám prodejních tlaků.

### Dluhopisy investičního stupně

Investiční příležitosti aktuálně vidíme převážně v podnikových a bankovních dluhopisech střednědobých splatností. U těchto investic preferujeme variabilní dluhopisy, nevylučujeme ale ani investice do fixně úročených dluhopisů, za předpokladu dostatečně atraktivní výnosové marže. Delší splatnosti hodláme v portfoliích využívat pouze okrajově, s přihlédnutím k potenciálně vyššímu úrokovému (duračnímu) a kreditnímu riziku.

Fixně úročené dluhopisy investičního stupně v uplynulém měsíci v průměru stagnovaly, a to i navzdory vývoji trhu, který příznivě působil na riziková aktiva. Důvod vidíme zejména v nízké úrovni jejich současných výnosů, které jsou důsledkem i poměrně výrazně utážených kreditních marží na jedné straně, podobně jako i probíhajících diskuzí na téma zpřísnění měnových podmínek (růstu úroků) na straně druhé.

U portfolií, kde je smluvně stanoven vyšší podíl státních dluhopisů, volíme variabilně úročené emise, případně fixně úročené dluhopisy se splatností do tří let. Pokud nicméně na straně investora neexistují objektivní důvody, důrazně doporučujeme limit na státní dluhopisy ze smluvních podmínek zcela odstranit, neboť je očekávaný příspěvek takových investic negativní. Kládnoho výnosu na státních dluhopisech je dosaženo až při delších splatnostech (4 a více let). Delší splatnosti ale s sebou současně nesou významné úrokové riziko, které se bude materializovat v okamžiku bytí i nepatrného růstu úroků a jehož důsledkem bude významný propad jejich cen.

V letošním roce očekáváme ještě jedno zvýšení úrokových sazeb ČNB, ke kterému dojde pravděpodobně na nejbližším (listopadovém) měnovém zasedání. Zvýšení dvoutýdenní úrokové sazby ČNB se promítne i do krát-

kodových sazeb mezibankovního trhu (PRIBOR), od kterých jsou následně odvozeny i kupóny variabilně úročených korunových dluhopisů. Zvláště příznivou je pak situace pro držitele variabilně úročených hypotečních zástavních listů, které jsou v portfoliích drženy ve zvýšených koncentracích.

## Fondy rizikových dluhopisů

Skupina rizikových investic je nově zastřešována fondem **ČSOB Institucionální dluhopisový**. Fond je svým určením tedy vhodný zejména pro rizikově laděné investory, neboť vedle bonitních dluhopisů může fond obsahovat i zvýšený podíl dluhopisů neinvestičního stupně či jiných rizikových dluhopisů, a to do výše maximálně 40 % jeho hodnoty.

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 charakteristická 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). Část limitu je vyhrazena i několika málo přímým dluhopisovým pozicím nižší bonity, které jsou doporučeny naším analytickým oddělením a jsou jím průběžně sledovány a vyhodnocovány.

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), 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 šířeji definovanou duraci, která může v extrémním případě nabývat i záporných hodnot, a tím se snaží vymezit vůči riziku růstu sazeb.

Podíl rizikové složky fondu jsme ponechali v uplynulém měsíci beze změn. Navyšování rizikové složky fondu hodláme i nadále realizovat pozvolna a příležitostně. Fondy rizikových dluhopisů si v uplynulém měsíci vedly dobře a zisková byla všechna výše uvedená riziková podkladová aktiva.

## 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.

Na korunových portfoliích měnovou pozici aktuálně plně zajišťujeme. K tomuto účelu využíváme tradiční mechanismy (měnové forwardy, swapy).

Na cizoměnových portfoliích řešíme měnové pozice následovně.

EUR portfolia – dolarovou pozici plně zajišťujeme. Sázky na posílení dolaru vůči euru jsme postupně opouštěli a otevřenou pozici v průběhu uplynulých měsíců pozvolně zavírali.

USD portfolia – eurovou pozici plně zajišťujeme.

Koronovou pozici na dolarových i eurových portfoliích do limitu vymezeného pro otevřené měnové pozice ponecháváme otevřenou v očekávání jejího posílení, nad rámec limitu zajišťujeme.

## Zabezpečené investice

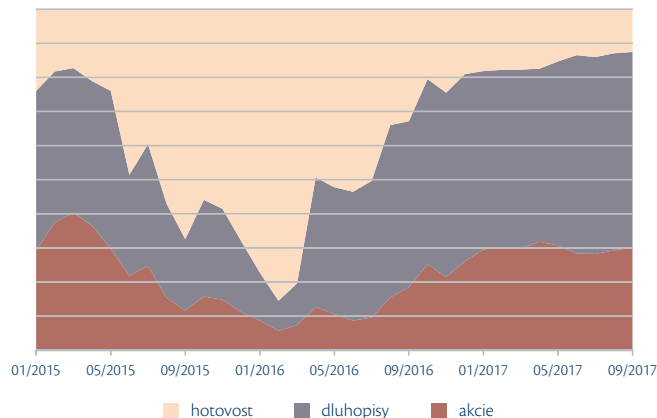
### Portfolio Pro

V portfoliích nadále doporučujeme místo dosavadních fondů se zabezpečením minimálně 95 % využívat spíše fondů se zabezpečením minimálně 90 %. Míra ochrany je sice na jednu stranu poloviční, nicméně za předpokladu, že je investována polovina objemu limitu, původně vyhrazeného Portfoliím Pro 95, je míra celkového rizika identická. Fondy se zabezpečením 90 % rychleji reagují na pozitivní obraty na trhu a snáze se vyrovnávají s jeho drobnějšími výkyvy a obecně vyšší volatilitou trhu.

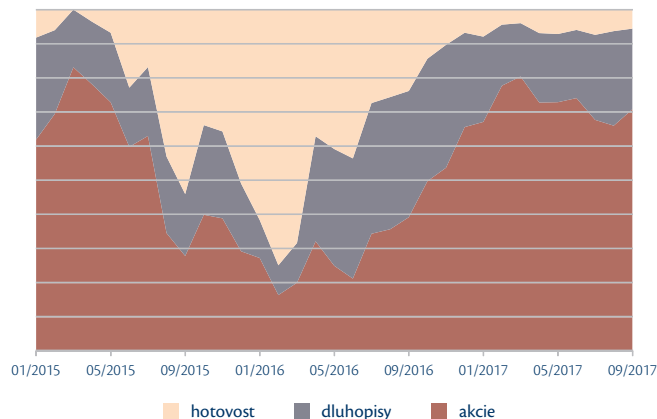
Počátkem října budou investice, realizované v rámci smluvního limitu Zabezpečených investic s mírou ochrany 90%, řízeny prostřednictvím fondu **ČSOB Institucionální Portfolio Plus**, kterým současně nahradíme stávající Portfolia Pro 90. Parametrově vychází tento fond ve srovnání s původními Portfolii Pro 90 o něco příznivěji. Zejména pak oceňujeme jeho lépe řešený ochranný mechanismus spočívající v kvartálním posunu chráněné hodnoty v případě příznivého vývoje trhů. Investovat budeme 70 % vymezeného smluvního limitu.

Průměrný podíl akciové složky v Portfoliích Pro 90 byl v uplynulém měsíci zvýšen na 70 %. Podíl akcií v Portfoliích Pro 95 byl zvýšen na 30 %. Portfolia Pro 90 v uplynulém měsíci vzrostla v průměru o 1,7 %, průměrné zhodnocení Portfolií Pro 95 dosáhlo 0,6 %.

### Průměrné rozdělení akciové, dluhopisové a hotovostní složky v Portfoliích Pro 95



### Průměrné rozdělení akciové, dluhopisové a hotovostní složky v Portfoliích Pro 90



## Akcie

Příznivý výhled ekonomiky a korporátních zisků nás vede k ponechání akcií v portfoliích na neutrální až mírně nadvážené úrovni. Od větších nákupů nás ale odrazuje jejich vyšší ocenění. Z hlavních regionů preferujeme eurozónu. Za vhodný doplněk portfolia nadále považujeme akcie ze střední a východní Evropy. Z hlediska sektorové alokace zůstává naším hlavním favoritem zdravotní péče, preferujeme i cyklická odvětví, jako jsou IT, zboží dlouhodobé spotřeby a finanční sektor.

V posledních týdnech na trzích přetrvávalo prostředí extrémně nízké volatility, investoři si již ve velké míře „zvykli“ i na další eskalaci vztahů Donalda Trumpa a severokorejského vůdce Kim Čong-una. Nejdůležitějším vývojem na finančních trzích tak byla zasedání centrálních bank, která signalizovala postupný ústup od extrémně uvolněných měnových politik, vliv silného eura na firemní zisky, zprávy o chystané daňové reformě v USA a řádění hurikánů.

Po delší době poklesů vykazují společnosti v posledních třech výsledkových sezónách příznivý trend růstu zisků. Ve výsledkové sezóně za druhý kvartál USA zhruba tři čtvrtiny společností překonaly odhady analytiků. Dobrou kondici firem lze pozorovat napříč sektory. Naše vyhlídky na rok 2017 zůstávají nadějně – téměř ve všech regionech očekáváme růst zisků kolem 10 %. V posledních týdnech se objevovaly negativní revize, které jsou v Evropě spojeny především s dopady posilujícího eura na exportně zaměřené firmy.

Preferovanými trhy nadále zůstávají eurozóna a střední a východní Evropa. V Evropě investoři sázejí na optimistické vyhlídky dalšího růstu ekonomiky, což dokazují silné „měkké“ indikátory. Ty se v evropských zemích pohybují na mnohaletých maximech a dobrou kondici ekonomik začínají potvrzovat i příchodní „tvrdá“ data. K hospodářskému růstu regionu pomáhá měnová politika ECB, která na rozdíl od amerického Fedu pokračuje ve stimulaci ekonomiky programem nákupů dluhopisů a udržováním úrokových sazeb kolem nuly. K dalšímu ústupu od extrémně uvolněné měnové politiky by sice mělo začít docházet od ledna příštího roku, mělo by však jít o velmi postupný proces a příznivé podmínky pro levné financování by tak měly dlouhodobě přetrvávat. V rámci evropských témat sázíme zejména na region Německa a akcie malých a středních podniků, které dokáží reagovat flexibilněji na zlepšující se ekonomické podmínky.

Rizikem eurozóny částečně zůstává politická nejistota, i když v daleko menší míře než například na počátku letošního roku. Otazníkem jsou vztahy s Británií, která započala dvouleté vyjednávání brexitu, a problémy některých periferních ekonomik. Dlouhodobě nestabilní politická situace (na čemž nejspíš mnoho nezmění ani volby v roce 2018) a problémy bankovního sektoru v Itálii se odráží především na cenách tamních dluhopisů. Pozornost v posledních týdnech také přitahuje Španělsko v souvislosti s plánovaným referendem o nezávislosti Katalánska, které se snaží překazit madridská vláda. Naopak na lepší časy se blýská podle ratingové agentury S&P v Portugalsku – úvěrové hodnocení zemi zvýšila díky zlepšujícím se vyhlídkám ekonomiky do investičního pásma poprvé od evropské dluhové krize.

## 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.

Z celé řady dostupných alternativních investic aktuálně v portfoliích využíváme fond Celest Lacerta (Currency). Ten je součástí fondu ČSOB Institucionální Dluhopisový a jeho investiční strategie je založena na pečlivém výběru měn a následném využívání pohybů měnových kurzů. K diverzifikaci rizika dochází zaujímavým způsobem v různých cizích měnách

současné. 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. Hodnota fondu u uplynulém měsíci poklesla o 0,15 %.

## 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 27. 9. 2017). 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.*