



Jak vidíme svět?

- Koruna posouvá letošní maxima.
- Propad cen fixně úročených vládních dluhopisů trvá.
- Preferujeme variabilně úročené dluhopisy a fondy s nízkou durací.
- Vyprodáváme vybrané emise Portfolií Pro 95.

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Data z jednotlivých zemí za třetí čtvrtletí dokazují, že se světové ekonomice nadále daří. Tento růst by měl pokračovat díky silným předstihovým indikátorům. Hospodářský růst táhnou především rozvinuté země.

Spojené státy americké (USA)

Průzkumy mezi korporátními manažery přinesly další měsíc solidní výsledky. Index institutu ISM ve zpracovatelském sektoru sice mírně sestoupil z 13letých maxim, v sektoru služeb však překročil dokonce 60¹ bodů.

Uspokojivá byla i „tvrdá data“. Průmyslová produkce předčila odhady s meziměsíčním růstem o 0,9 % a pozitivní revizí předchozího měsíce. Početšily také maloobchodní tržby mírným meziměsíčním růstem (+0,2 %) – čekala se přitom stagnace. Optimisticky vyzněla i data z nemovitostního trhu. Slušný meziměsíční růst byl patrný ze statistik zahájených staveb, stavebních povolení i prodeji starších a nových domů.

Druhý oficiální odhad HDP za 3Q 2017 odhalil, že americká ekonomika navzdory silné hurikánové sezóně nečekaně zrychlila z 3,1 % na 3,3 % (mezikvartálně, přepočteno na roční bázi). Jde o nejrychlejší tempo růstu za poslední tři roky. Z velké části však k němu pomohlo zvýšení zásob, které může být brzdou v dalším kvartále. Zpomalení růstu spotřeby měly na vině především hurikány.

Slabší zářijová čísla z pracovního trhu, která byla taktéž zkreslena vlivem hurikánů, vykompenzoval výrazně nadprůměrný říjnový přírůstek 261 tisíc pracovních míst. Trh však přijal report s lehkým zklamáním, protože byla očekávání nastavena na nárůst pracovních míst přes 300 tisíc a míra nezaměstnanosti se sice snížila na 4,1 %, avšak tento pokles doprovázel nižší podíl participace pracovní síly. Zpomalil také mzdový růst, a to na 2,4 % meziročně.

Ze zápisu z listopadového zasedání Fedu zaujala trh nejednotnost centrálních bankéřů v otázce inflace, která zůstává pod cílem centrální banky. Růst spotřebitelských cen se sice pohybuje kolem 2 %, nicméně preferovaný ukazatel Fedu – index jádrových spotřebních výdajů PCE – naposledy dosáhl pouze tempa 1,3 % ročně. I přes neuspokojivý inflační vývoj však centrální banka nadále komunikuje již dříve naplánovanou trajektorii růstu úroků (v tomto roce má zvýšit sazby o 0,25 procentního bodu v prosinci, v příštím roce pak ještě dvakrát až třikrát). Hlavními argumenty pro další zpříšňování měnové politiky jsou silná dynamika ekonomického růstu a pracovní trh poblíž úrovně plné zaměstnanosti. V únoru do čela centrální banky po Janet Yellenové nastoupí nově jmenovaný šéf Jerome Powell. Očekává se od něj zachování kontinuity současné měnové politiky.

Evropa

Pokračující výbornou kondici ekonomiky potvrzují vysoké úrovně předstihových ukazatelů. Průzkumy mezi nákupními manažery (indexy PMI) v eurozóně dopadly nad očekávání příznivě, předběžný kompozitní index v listopadu dosáhl 57,5 bodu a ve výrobě dokonce 60 bodů. Evropská komise zvýšila výhled HDP eurozóny na 2,2 % pro rok 2017 a 2,1 % pro 2018.

Positivně překvapily zářijové maloobchodní tržby v eurozóně růstem o 0,7 % a příznivou revizí předchozího měsíce. Naopak průmyslová produkce v září meziměsíčně poklesla o 0,6 %. HDP za 3Q rostl v souladu s předběžnými odhady tempem 0,6 % mezičtvrtletně (2,5 % meziročně). Šlo o osmnáctý kvartál v řadě ekonomického oživení a nejrychlejší tempo od roku 2011. Slušný vývoj zaznamenaly také registrace aut v EU, které po zářijovém poklesu v říjnu obnovily meziroční růst (+5,9 %).

Míra nezaměstnanosti v eurozóně dále klesla na 8,8 %, tedy na nejnižší úroveň od ledna 2009. I přes příznivý vývoj v ekonomice ale za pro-

¹⁾ Údaj nad 50 body značí očekávání expanze, údaj pod 50 body naopak očekávání recese.

gnózami zaostává inflace. V listopadu dosáhla podle předběžných čísel 1,5 % ročně, což je sice o něco výše než v předchozím měsíci, ale méně oproti očekávání. Navíc jádrová inflace už dva měsíce stagnuje na 0,9 %. V měnové politice Evropské centrální banky (ECB) proto nejspíš nedojde k žádným změnám oproti již oznámeným plánům (snížení tempa měsíčních nákupů dluhopisů na polovinu od ledna 2018 s pokračováním programu do září příštího roku – datum ukončení zatím nebylo komunikováno).

Ukazatel podnikatelské důvěry v Německu institutu Ifo v listopadu posunul historické maximum na 117,5 bodu. Našeho západního souseda by tak měl čekat další silný kvartál – jeho HDP za 3Q dosáhl podle finálních údajů mezikvartálního růstu 0,8 %.

Britský HDP ve 3Q oproti předchozímu kvartálu mírně zrychlil tempo růstu na 0,4 %, i tak ale dochází ke zpomalení ekonomické aktivity v porovnání s předchozími lety. Průmyslová produkce Spojeného království stoupla meziměsíčně o 0,7 %. Inflace ve Spojeném království v říjnu stagnovala na 3 % meziročně, tedy na pětiletém maximu. Nadále platí, že tempo zvyšování cen v ekonomice nestíhá kompenzovat mzdový růst (v září 2,2 % ročně). Propad hodnoty libry v důsledku rozhodnutí o brexitu tak způsobil nejvýraznější pokles životní úrovně obyvatelstva za dlouhou řadu let. Bank of England na zasedání 2. listopadu zvýšila sazby (na 0,5 %), poprvé od roku 2007. Další utažení měnové politiky ale v dohledné době neplánuje.

GfK: Spotřebitelská důvěra ve Spojeném království
(hodnocení ekonomické situace v následujících 12 měsících)



Zdroj: Bloomberg.

Ostatní regiony

Japonský HDP za 3Q vzrostl anualizovaně o 1,4 %. Šlo o sedmý kvartál růstu ekonomiky v řadě a nejdelší růstovou sérii za posledních 16 let. Hospodářství se opírá o silný export, slabším článkem ale zůstává spotřeba domácností. Pokračující program Abenomiky spočívající v uvolněné politice, která vede k oslabení jenu, by měl dále hrát do karet exportně zaměřeným společnostem.

Růst na rozvíjejících se trzích se i přes podstatné rozdíly mezi jednotlivými zeměmi dále zlepšuje. Čínský HDP ve třetím čtvrtletí meziročně vzrostl o 6,8 %. Prezident Si Ťin-pching si během sjezdu komunistické strany upevnil postavení a v rámci další pětiletky chce klást důraz na finanční stabilitu a udržitelný ekonomický růst. Říjnová makrodata z Číny ve většině případů lehce zaostala za odhady, například zahraniční obchod za říjen nenaplnil očekávání jak pomalejším růstem exportu (+6,1 % meziročně), tak importu (+15,9 % meziročně).

Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)		Inflace (průměrná roční změna, v %)	
	2017	2018	2017	2018
CZ	4,3	3,0	2,4	2,2
EMU	2,2	1,8	1,5	1,2
USA	2,4	2,1	1,6	1,9

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg.

Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a měnových kurzů

		11/2017	05/2018	11/2018
CZK	Základní sazba	0,50	0,75	1,25
	10Y sazba	1,70	1,80	2,00
	USD/CZK	21,60	22,00	20,83
	EUR/CZK	25,49	25,30	25,00
EUR	Základní sazba	0,00	0,00	0,00
	10Y sazba	0,40	0,70	1,10
USD	Základní sazba*	1,25	1,75	2,00
	10Y sazba	2,40	2,60	2,80
	USD/EUR	1,18	1,15	1,20

*) Horní hranice pásma.

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



Cibulky, nebo jedničky a nuly. Lidská chamtivost si nevybírá

Když mohly být před 400 lety znakem prestiže unikátně vypěstované tulipány do okrasné zahrádky, proč by v dnešní technologické době nemohl dokazovat, že jste IN, „abstraktně vyhlížející řetězec z jedniček a nul“

Je to jako v životě. Když jeden umírá, přichází na svět místo něj někdo nový. Možná se tak stalo i v roce 2008. V době, kdy se hroutil symbol hypotéční krize americká banka Lehman Brothers, rochnil se v plenkách nový kandidát na spekulativní bublinu – kryptoměna bitcoin.

Pro ty, kteří snad ještě tento výraz neslyšeli, jde o virtuální platidlo postavené na elektronické šifrované technologii, tzv. blockchainu. „Mince“ lze za pomoci výkonných počítačů „těžit“, jejich celkové množství je však do budoucna předem dáno. Vzhledem ke zvyšující se složitosti řetězce transakcí je „výroba“ čím dál časově, technologicky a energeticky náročnější (podle analýzy Power Compare odhadovaný roční odběr elektřiny pro výrobu bitcoinů přesahuje celkovou spotřebu některých zemí, jako je například Slovensko).

Pizza za miliardu korun

Jak již bylo zmíněno v úvodu, vznik bitcoinu se datuje do roku 2008, kdy byla zaregistrována doména bitcoin.org. V listopadu 2008 vydal Satoshi Nakamoto dokument o fungování stejnojmenné technologie: „Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System“. V lednu 2009 vznikla bitcoinová síť a Nakamoto vytěžil první soubor mincí. Ve víru finanční krize se ale o tento abstraktní vynález zajímal kromě několika nadšených ajťáků málokdo. Finančníci měli v té době naprosto jiné starosti. K první slavné bitcoinové transakci v reálném světě došlo v roce 2010, kdy si Laszlo Hanyecz na Floridě koupil 2 pizzy za 10 000 bitcoinů. Svých chutí zřejmě litoval velmi záhy. Hodnota měny rostla čtyřiciferným tempem a v následujícím roce již cena jedné mince dosáhla parity s americkým dolarem. Aktuálně se pohybuje dokonce v okolí 10 000 USD.

Bitcoin do každé rodiny

Po ajťácích si díky raketovému růstu ceny všimli bitcoinu profesionálové z investiční branže. Širší veřejnost se ale do kryptohorečky plně zapojila až v posledním roce. V říjnu na nenasycitelnou poptávku zareagovala burzovní společnost CME Group plány na bitcoinové futures. V listopadu se objevily zprávy o prvním evropském podílovém fondu zaměřeném na bitcoiny pařížského správce aktiv Tobam. Padají predikce, zda cena bitcoinu vystřelí do roka na 15, nebo 25 tisíc USD, a příběhy

o pohádkovém zbohatnutí na kryptoměnách sdílejí na sociálních sítích slavné celebrity i neznámé tanečnice z nočního klubu.

Drobná paralela by tu byla

„Na jaře 1594 se podařilo vypěstovat první exemplář, zpočátku o ně ale nebyl valný zájem. To se změnilo z kraje 17. století, kdy docházelo ke křížení jednotlivých barevných forem. Jelikož se rychle zvyšovala poptávka a vzácné komodity bylo jen omezené množství, rostla její cena. Na začátku 1 gulden za kus, brzy už i 1 000 a více guldenů. Začalo se s ní obchodovat i na burzách. Docházelo k uzavírání kontraktů na nákup určitého množství za stanovenou cenu po uplynutí 3, 6 či 9 měsíců. Během několika měsíců se tak mohl vstupní kapitál zvýšit až 50krát...“

Mnozí snadno uhadnou, že jde o úryvek z ekonomických učebnic o první zdokumentované spekulativní bublině – s tulipánovými cibulkami.

Jak dlouho bude ještě bitcoinová hvězda zářit a jak padne?

Tulipánová horečka dosáhla vrcholu v letech 1636–1637. Od vypěstování první rostliny tedy trvala několik desítek let. Po zapojení širší veřejnosti ale nabraly věci vcelku rychlý spád. Na vrcholu bubliny byli lidé kvůli nákupu tulipánových cibulí ochotni prodat svůj dům, statek nebo podnik. V roce 1637 se údajně objevil i případ výměny pivovaru v Utrechtu (v ceně zhruba 30 tisíc guldenů) za 3 kusy cibulí. Následně však nabídka převýšila poptávku (na burze se náhle nenašel nikdo, kdo by za cibulku nabídl více). Trh zasáhla panika a ceny začaly prudce klesat. Mnozí kvůli své nerozváženosti a chamtivosti „prodělali kalhoty“.

Alternativy k alternativě

Na úspěch bitcoinu se dnes snaží navázat i řada „alternativních kryptoměn“ (nutno dodat, že už samotný bitcoin se tváří být alternativou ke zlatu i tradičním penězům krytým centrální bankou). Na způsob primárních úpisů akcií, tzv. IPO (Initial Public Offering), vznikl termín ICO (Initial Coin Offering). Pomocí ICO si lze opatřit virtuální mince nových alternativních kryptoměn. ICO působí jako stroj na peníze – jeho úspěch se dostává téměř okamžitě pohádkovým zhodnocením počáteční investice po uvedení nových mincí na trh. Tento vývoj tak zase připomíná jinou kapitolu dějin, a sice technologickou bublinu z přelomu milénia, kde byl zárukou pro úspěch IPO firmy dovětek v názvu „.com“.

V případě emisí akcií kupující získává podíl na reálném podnikání, u emisí dluhopisů je

držitel věřitelem.

Na tom je postaven svět investic, ve kterém se pohybujeme a z něž tvoříme podílové fondy. Pokud však kupující zafinancuje firmu a drží její mince, jeho „spekulace“ je v právnickém a regulatorním vakuu a může dopadnout jakkoliv.

Bitcoin jako prostředek směny?

S touhou po rychlém zisku jde ruku v ruce přehlížení zjevné iracionality celé mánie. Jak už dokázal kolaps brettonwoodského systému, zlato ani žádná jiná komodita, jejíž množství je omezené, nemůže dobře posloužit fungující ekonomice jako platidlo. Měnu by se vzhledem k jejímu očekávanému zhodnocení nevyplatilo využívat ke směně, ale pouze ke spekulaci na růst, což by vyvolávalo deflační prostředí. Zlato může být platební alternativou jen v dobách nejtěžších krizí, kdy zastoupí nefunkční měnu, která ztratila důvěru kvůli válce, hyperinflaci nebo bankrotu země. Zlato má však pro tyto krajní případy proti bitcoinu jednu nespornou výhodu – je hmotné a k držbě jeho fyzické formy není zapotřebí přístup k internetu. Dalšími přednostmi je jeho tradice a struktura poptávky po něm, která se neomezuje pouze na spekulaci, protože má drahý kov i průmyslové využití.

Příliš velký na to, aby zůstal nehlídán

Lze také s těžší očekávat, že by kryptoměny začaly po vzoru zlata ve velkém nakupovat do svých rezerv centrální banky. Ty se naopak zamýšlejí nad regulací kvůli jejich snadnému zneužití pro praní špinavých peněz. Některé země již zakázaly obchodování s bitcoinem i ICO. Nezpochybnitelná není ani nedotknutelnost kryptoměn. Již v minulosti jsme viděli, jak dramatické výkyvy v cenách vyvolaly zprávy o krádežích z virtuálních peněžek, hackerských útocích nebo sporech zakladatelů.

Prožíváme pozoruhodné období. Mánie kryptoměn si v budoucnu bezpochyby zajistí místo v učebnicích. Historie nás naučila mnohému, v časech bublin se vždy ozývají hlasy, že nyní je to přece jiné. Za mě tedy děkuji, nechci. Raději se „zařadím k dinosaurům na Wall Street čekajících na pád bitcoinového meteoru“ a budu se držet osvědčených firem, které generují skutečnou hodnotu.

Michaela Toperczerová, finanční 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

Česká koruna dále posunula svá letošní maxima a stala se jednou z nejvíce posilujících měn v letošním roce (vůči euru letos zhodnotila o 6 %, oproti dolaru pak o celých 20 %). Pomáhá jí jak dobrá kondice domácí ekonomiky, tak i prohlášení ČNB, která nevylučuje další růst sazeb již v prosinci. Rizikem pro korunu naopak zůstává vysoká přítomnost spekulativního zahraničního kapitálu, který může být snadno přesměrován, dojde-li k výraznější změně politiky ECB. S něčím takovým ale nepočítáme dříve než v druhé polovině 2018.



ČNB předpokládá, že postupná normalizace sazeb bude probíhat i nadále. Na růst úroků přirozeně reagují domácí vládní, zejména pak fixně úročené dluhopisy, jejichž ceny i přes přízeň zahraničních investorů dále klesají. V letošním roce se jejich hodnota snížila v průměru o 2,5 % (u splatností od jednoho roku do pěti let). Držbu vládních dluhopisů zhruba od počátku roku omezuje výhradně na ta portfolia, u nichž je tento požadavek smluvně definován. Výsledné složení takových portfolií je kombinací termínovaných vkladů a variabilně úročených vládních dluhopisů, které vůči růstu úroků vykazují obecně daleko vyšší míru rezistence, než je tomu u fixně úročených dluhopisů.

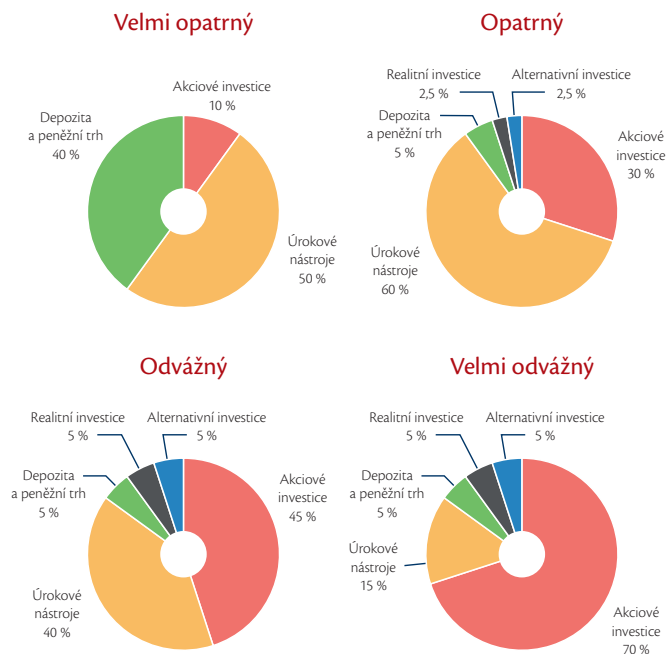
Riziku růstu úroků se snažíme v dluhopisové části portfolií předcházet výběrem odpovídajících investic. Ty hledáme zejména v segmentu variabilně úročených bankovních a firemních dluhopisů, případně fondů s nízkou durací (s nižší citlivostí na změnu sazeb). Vybraná portfolia jsme v uplynulém měsíci rozšířili o některé nové primární emise dluhopisů (MND, NIBCAP, EUC), případně fondy ČSOB Institucionální úrokový a dluhopisový.

Koncem měsíce jsme v portfoliích realizovali prodeje srpnové a únorové emise fondů Portfolií Pro 95, které se vzhledem k ziskům akciového trhu dosaženým v uplynulých měsících dostaly relativně vysoko nad svou chráněnou hodnotu. Tím limitujeme riziko spojené s propadem jejich cen, pokud by mělo dojít ke korekci akciového trhu.

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. Pro konzervativnější klienty pak doporučujeme některou ze strategií DUO.

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 nebudí 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 narázově čelit vlnám prodejních tlaků.

Státní dluhopisy ČR

U portfolií, kde je smluvně stanoven vyšší podíl státních dluhopisů, vybíráme zejména 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 nebo omezit, neboť očekávaný příspěvek takových investic je velmi nízký. Vzhledem k očekávanému růstu úroků ČNB lze předpokládat, že zejména ceny fixně úročených vládních dluhopisů budou pod tlakem i v příštích měsících.

Jako vhodnou alternativu k bezpečným investicím můžeme doporučit fond ČSOB Institucionální úrokový, který je svým zaměřením určen zejména vysoce konzervativním investorům. 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

Investiční příležitosti aktuálně hledáme 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. Prostředí rostoucích sazeb je příznivou zprávou zejména pro držitele variabilně úročených hypotečních zástavních listů, které jsou v portfoliích drženy ve zvýšených koncentracích.

Vybraná korunová a eurová portfolia jsme v uplynulém měsíci rozšířili o nové emise dluhopisů společností NIBC Bank, Moravské naftové doly, EUC a EPH Finance, denominovaných v CZK.

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 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 podstatné 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 snaží vymezit vůči riziku růstu sazeb.

Podíl rizikové složky fondu jsme v uplynulém měsíci ponechali na předchozí úrovni. Její navyšování hodláme i nadále realizovat pozvolna a příležitostně. Obecný pokles hodnoty rizikových aktiv se v uplynulém měsíci nepříznivě podepsal i na hodnotě fondu, která poklesla o 0,16 %.

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). S blížícím se koncem roku sledujeme narůstající náklady měnového zajištění. Z toho důvodu zvažujeme na korunových portfoliích s odpovídajícími limity ponechat část cizoměnové složky krátkodobě (napřesrok) nezajištěnou.

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

Zabezpečené investice

Portfolio Pro a ČSOB IN Portfolio Plus

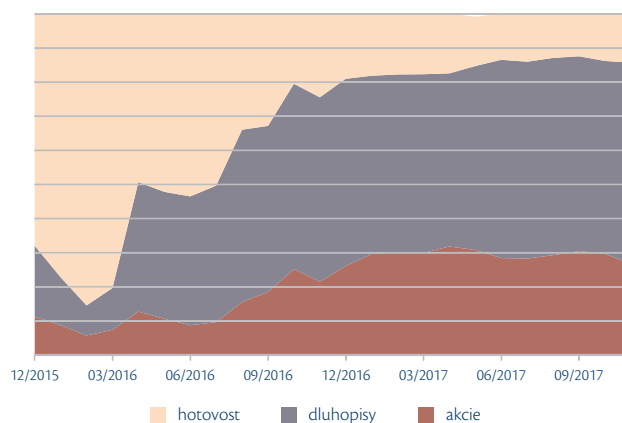
V portfoliích nadále doporučujeme místo dosavadních fondů se zabezpečením minimálně 95 % využívat spíše fondů se zabezpečením minimálně 90 %. Míra ochrany je sice na jednu stranu poloviční, nicméně za předpokladu, že je investována polovina objemu limitu, původně vyhrazeného Portfoliím Pro 95, je míra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

Od počátku října jsou 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 příznivěji. Zejména pak oceňujeme jeho lépe řešený ochranný mechanismus spočívající v kvartálním posunu chráněné hodnoty v případě příznivého vývoje trhů.

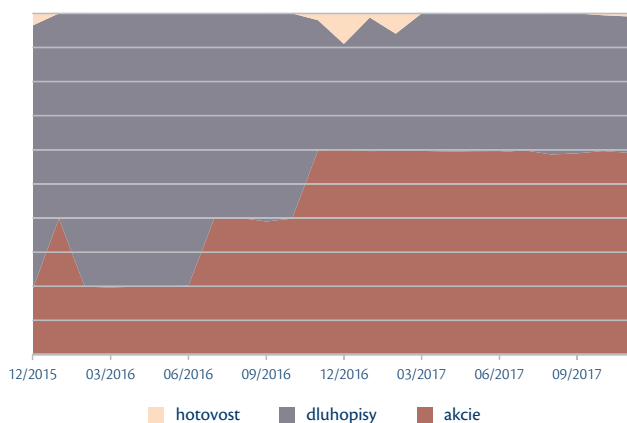
Koncem měsíce jsme v portfoliích realizovali prodeje srpnové a únorové emise fondů Portfolií Pro 95. Ty se vzhledem k ziskům akciového trhu, kterých bylo dosaženo v uplynulých měsících, dostaly relativně vysoko nad svou chráněnou hodnotu. Rozhodli jsme se tak snížit riziko spojené s poklesem jejich cen v případě korekce akciového trhu. Listopadovou a květnovou emisí v portfoliích ponecháváme.

ČSOB IN Portfolio Plus v uplynulém měsíci pokleslo o 0,8 %, pokles Portfolií Pro dosáhl v průměru 0,35 %.

Průměrný podíl akciové, dluhopisové a hotovostní složky v Portfoliích Pro 95



Podíl akciové, dluhopisové a hotovostní složky v ČSOB IN Portfolio Plus



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 preferujeme informační technologie, finanční sektor a těžbu ropy a zemního plynu.

V posledních měsících na trzích přetrvávalo prostředí extrémně nízké volatility. Investoři vkládají velké naděje do slibované daňové reformy v USA, která má po debaklu s pokusem o zrušení Obamacare jako první z důležitých bodů Trumpova programu velké šance na schválení. Optimismus dodává i úspěšný průběh výsledkové sezóny za třetí čtvrtletí.

Po delší době poklesů vykazují společnosti v posledních čtyřech výsledkových sezónách příznivý trend růstu zisků. Ve výsledkové sezóně za třetí kvartál v USA necelé tři čtvrtiny společností překonaly odhady analytiků. Americké firmy z indexu S&P 500 vykázaly oproti očekávání lepší zisky (7% růst) i tržby (5% růst). Dobrou kondici lze pozorovat zejména u těžbařských a technologických společností.

Naše vyhlídky na celoroční zisky za rok 2017 zůstávají nadějně – téměř ve všech regionech očekáváme růst zisků kolem 10%. V posledních měsících se objevovaly negativní revize v Evropě, které jsou spojeny především s dopady posilujícího eura na exportně zaměřené firmy. Výsledková sezóna je ale zatím poměrně úspěšná i zde. Firmy zahrnuté do indexu Stoxx 600 překonávaly odhady v téměř polovině případů.

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 potvrzují i příchozí „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 sice dojde od ledna příštího roku, půjde ale o velmi postupný proces a příznivé podmínky pro levné financování by tak měly přetrvávat.

V rámci evropských témat preferujeme region Německa a akcie malých a středních podniků, které dokáží reagovat flexibilněji na zlepšující se ekonomické podmínky.

Rizikem eurozóny zůstává politická nejistota, i když v daleko menší míře než například na počátku letošního roku. Otazníkem jsou vztahy s Británií po brexitu (běží lhůta dvou let a vyjednávací týmy čelí velkým neshodám), sestavování nové vlády v Německu (poté co zkrachovala jednání

mezi CDU/CSU, FDP a Zelenými, zůstaly na stole možnosti obnovení velké koalice, nebo předčasných voleb) a problémy periferních ekonomik (Katalánsko čekají v prosinci volby do regionálního parlamentu a Itálie v příštím roce parlamentní volby).

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 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. Hodnota fondu v uplynulém měsíci lehce poklesla.

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 30. 11. 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.