



Jak vidíme svět?

- Návrat na cizoměnový dluhopisový trh v důsledku výrazného poklesu nákladů zajištění měnového rizika začíná být smysluplný.
- Preferujeme variabilně úročené emise (CZK) a fixně úročené dluhopisy (EUR), případně fondy s nízkou durací.
- Navyšujeme podíl akciové složky.
- Koruna před zasedáním ČNB mírně posiluje.

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Rok 2018 započal v optimistickém tónu. Americká daňová reforma a silná růstová dynamika napříč světovými ekonomikami vedly řadu oficiálních institucí ke zvýšení predikcí hospodářského růstu. Mezinárodní měnový fond revidoval výhled světové ekonomiky pro roky 2018 a 2019 o dvě desetiny procentního bodu nahoru na 3,9 %. I my vidíme v porovnání s předchozími měsíci větší pravděpodobnost ekonomické expanze a mírně navyšujeme naši předpověď světového růstu.

Spojené státy americké (USA)

Americká daňová reforma, která je prvním velkým legislativním vítězstvím Donalda Trumpa, se již výrazně promítla do ekonomických výhledů. Většina analytiků se shoduje na tom, že by měla přinést zrychlení růstu především v krátkodobém až střednědobém horizontu (do roku 2020), a to hlavně díky vyšší spotřebě a firemním investicím. Kritici však poukazují na špatné načasování stimulace ekonomiky (přichází v době téměř plné zaměstnanosti, kdy se ekonomika pohybuje poblíž svého potenciálu) a zvýšení rozpočtového deficitu a nárůstu zadlužení až

o 1,5 bilionu USD, které by mohlo na ekonomiku negativně dopadnout v dlouhodobém horizontu.

Průzkumy mezi americkými korporátními manažery¹ ukázaly zlepšení především ve výrobě. Index ISM z výrobního sektoru s hodnotou 59,7 bodu překonal očekávání a naznačil, že průmysl na konci roku zrychlil svou aktivitu. Horší výsledek přišel ze služeb (55,9 bodu), kde ukazatel klesá už několik měsíců v řadě.

Zrychlení růstu zaznamenala průmyslová produkce, která se v prosinci meziměsíčně zvedla o 0,9 % po negativní revizi na 0,1% pokles v listopadu. Táhl ji zejména větší poptávka po energiích v důsledku chladnějšího počasí. Za celý rok 2017 se průmyslová produkce zvedla o 1,8 %, což je největší nárůst od roku 2014. Výhled průmyslové aktivity pro rok 2018 zůstává příznivý díky solidní domácí i zahraniční poptávce, vyšším cenám komodit, daňové reformě a slabému dolaru, který činí americký export na světovém trhu konkurenceschopnějším. Maloobchodní tržby za prosinec s meziměsíčním 0,4% růstem poukázaly na silný konec roku 2017 (meziročně se zvýšily o 5,4 %), za listopad byly revidovány mírně nahoru na 0,9 %. Data z nemovitostního trhu tentokrát zklamala meziměsíčními poklesy, nejhůře dopadly prodeje nových domů a započaté stavby. Horší byl také vývoj zahraničního obchodu.

Za očekáváním trhu nečekaně zaostal HDP, když zpomalil růst z 3,2 % ve 3Q na 2,6 % ve 4Q (anualizovaně), přičemž trh čekal 3% tempo. Nejsilnější růst spotřebitelských výdajů za poslední tři roky totiž vyústil ve výrazný nárůst dovozu. Za celý rok 2017 rostla americká ekonomika o 2,3 % – zrychlila tak z 1,5 % za rok 2016, pomohla zejména silná domácí poptávka, kterou podporuje ekonomické oživení v celém světě. Ekonomové však v konsenzu očekávali, že americký HDP loni dosáhne vládou předpovídaného tempa růstu 3 %.

Americký trh práce nenaplnil očekávání v poloze zaměstnanosti. V prosinci v ekonomice vzniklo jen 148 tisíc pracovních míst místo očekávaných 190 tisíc. Zajímavostí byly zejména ztráty v maloobchodu navzdory silné vánoční nákupní sezóně (může však jít jen o další důkaz přesunu zákazníků z kamenných prodejen na internet). Nepřesvědčil ani vývoj mezd, které rostly stejně jako v listopadu o 2,5 % anualizovaně. Míra nezaměstnanosti zůstala na 4,1 %.

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

Ze zápisu z posledního zasedání Fedu vyplynulo, že představitelé americké centrální banky (Fed) doufají, že nedávno schválená daňová reforma podpoří ekonomiku. Nejsou ale jednotní v názoru na to, jak rychle bude letos nutné zvyšovat v USA úrokové sazby. Pro rok 2018 Fed komunikuje trojí zvyšování sazeb, vzhledem ke schválení daňové reformy však nelze vyloučit, že by zvedání sazeb nabralo ještě dynamičtější vývoj, protože silnější růst ekonomiky by se mohl postarat o zrychlení inflace. Trh očekává další zvýšení sazeb o 0,25 procentního bodu na březnovém zasedání.

Americká spotřebitelská inflace za prosinec skončila v souladu s očekáváním trhu na 2,1 % meziročně, jádrová inflace (bez cen energií a potravin) ale překvapivě zrychlila tempo z 1,7 % na 1,8 % meziročně. Slabá byla naopak americká výrobní inflace, ceny ve výrobě dokonce meziměsíčně poklesly.

Evropa

Německý index podnikatelské nálady Ifo v lednu stoupl na 117,6 bodu, tedy o něco více oproti odhadům trhu. Dobré zprávy o německé ekonomice přinesly i indexy institutu ZEW, které mapují očekávání expertů z finančních trhů.

Dobře dopadly také předstihové indikátory PMI v eurozóně, které nadále signalizují pokračování silné expanze a pohybují se na dostřel 60 bodů. Předběžný kompozitní index za leden dosáhl 58,6 bodu a ve výrobě dokonce 59,6 bodu.

Maloobchodní tržby v eurozóně vykázaly v listopadu překvapivě silný meziměsíční růst 1,5 %. Výborný výsledek zaznamenala také průmyslová produkce (+1 % meziměsíčně). Registrací aut za celý rok 2017 přibylo o 3,4 %, v prosinci však jejich počet meziročně poklesl o 4,9 %. Tento horší výsledek lze ale z velké části přičítat nižšímu počtu pracovních dní v prosinci 2017 oproti předchozímu roku.

HDP eurozóny za 4Q rostl podle předběžných čísel v souladu s odhadem o 0,6 % mezičtvrtletně (2,7 % meziročně). Za 3Q byly navíc údaje revidovány nahoru. To znamená, že ekonomika eurozóny za celý rok 2017 dosáhla růstu HDP 2,5 % ročně, což je nejlepší roční výsledek za poslední dekádu (v roce 2007 vzrostla o 3 %). Další zlepšování závisí do značné míry na růstu investic a případném prosazení hospodářských reforem, o kterých však v současné konjunkturu nikdo nemluví.

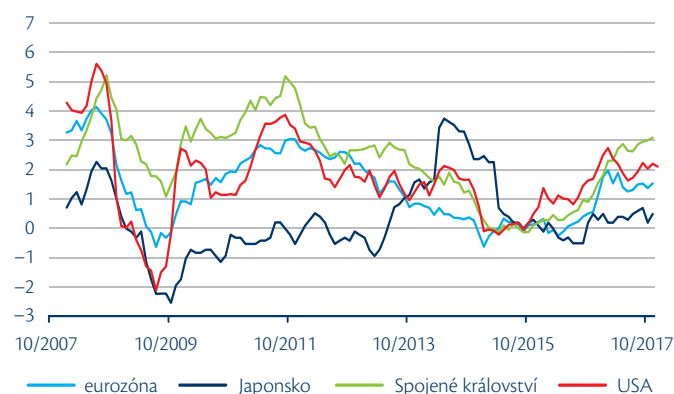
Míra nezaměstnanosti se v eurozóně nachází na 8,7 %, tedy na nejnižší úrovni od ledna 2009. I přes skvělý vývoj ekonomiky ale za prognózami zaostává inflace. V lednu dosáhla podle předběžných údajů 1,3 % ročně, tedy o desetinu níže než v předchozím měsíci. Lednová inflace byla nejnižší od loňského července, což naznačuje, že má silné euro na svědomí zlevnění dovozu. Jádrová inflace, která nezahrnuje volatilní složky jako energie a potraviny, mírně povyrosla na rovné jedno procento. V měnové politice Evropské centrální banky (ECB) neočekáváme změny oproti již oznámeným plánům (snížení tempa měsíčních nákupů dluhopisů na polovinu od ledna s pokračováním do září 2018). Prezident ECB Mario Draghi na lednovém zasedání potvrdil velmi příznivý vývoj ekonomického růstu.

Politická nejistota v eurozóně se snížila s rostoucími nadějami na sestavení velké koalice v Německu, která se čtyři měsíce od voleb konečně začíná rýsovat, a relativnímu zklidnění situace v Katalánsku, kde však nelze vyloučit další vyhrcoání sporů mezi separatisty a madridskou vládou. Investoři ale začínají upínat pozornost k Itálii, kterou čekají 4. března parlamentní volby a zatím není jasný favorit. V posledních týdnech opět získává na popularitě koalice pravého středu, kterou strana „Vzhůru, Itálie“ Silvia Berlusconiho zformovala s Ligou severu a stranou Bratři Itálie. Mediální a realitní magnát Berlusconi, přezdívaný „Il Cavaliere“, je i přes svůj věk (81 let) a řadu obvinění odhodlaný opět stanout v čele italského dění a „zachránit“ zemi před populistickým Hnutím pěti hvězd. Parado-

xem je, že Berlusconi z rozhodnutí soudu nemůže do roku 2019 zastávat významné ústavní funkce kvůli odsouzení za daňové úniky. Antisystémové Hnutí pěti hvězd v posledních průzkumech ztrácí, a to zejména kvůli vnitřním sporům a neúspěchům svých zástupců v komunální politice. Dokonce i jeho zakladatel a známý komik Beppe Grillo se od hnutí začíná distancovat. Hnutí také pod vedením nového předsedy upouští od plánů na referendum o výstupu z eurozóny, které bylo dříve jedním z hlavních bodů volebního programu. To by představovalo významnou hrozbu pro soudržnost měnové unie a přineslo na trhy turbulence.

Britská ekonomika předčila růstem HDP ve 4Q odhady, když posílila o 0,5 %, zatímco trh čekal o desetinu procentního bodu méně. Průmyslová produkce Spojeného království v souladu s odhadem v listopadu meziměsíčně vzrostla o 0,4 %. Britská inflace v prosinci zvolnila tempo na 3 %. Nadále platí, že tempo zvyšování cen v ekonomice nestíhá kompenzovat mzdový růst (v listopadu 2,5 % ročně), což se negativně promítá do náklady spotřebitelů. Maloobchodní tržby za prosinec v Británii poklesly meziměsíčně o 1,5 %, tedy nejvíce za posledních 18 měsíců a šlo o nejhorší prosincový výsledek za posledních 7 let. Bank of England udržuje sazby na 0,5 %, další utážením měnové politiky ale vzhledem k rizikům, kterým ekonomika kvůli nejistotě ohledně brexitu čelí, neplánuje.

Inflace
(v %, meziročně)



Zdroj: Bloomberg.

Ostatní trhy

Japonský HDP za 3Q podle finálních údajů vzrostl anualizovaně o 2,5 %. Šlo o sedmý kvartál růstu ekonomiky v řadě a nejdelší růstovou sérii za posledních 16 let. Údaje o HDP za 4Q budou dostupné až během února. Hospodářství nadále táhne silný export (v prosinci vzrostl meziročně o 9,3 %), slabším článkem zůstává spotřeba domácností. Pokračující program Abenomiky spočívající v uvolněné politice, která vede k oslabení jenu, pomáhá exportně zaměřeným společnostem. Japonsko se také postupně dostává z dlouhého období deflace. Jádrová inflace stagnovala v prosinci na 0,9 % meziročně, celková inflace zvolnila tempo na 1 %. Bank of Japan na posledním zasedání ponechala cílový výnos 10letých japonských státních dluhopisů na 0 % a základní úrokovou sazbu na -0,1 %.

Růst na rozvíjejících se trzích se i přes podstatné rozdíly mezi jednotlivými zeměmi dále zlepšuje. Očekávání předčil HDP Číny za 4Q, ekonomika rostla meziročně o 6,8 %, zatímco trh počítal s 6,7 %. Celoroční čínský růst za rok 2017 dosáhl dokonce tempa 6,9 %. Z dalších čínských makrodat překonaly odhady průmyslová výroba a investice, naopak maloobchodní tržby za prosinec zklamaly. Čínská obchodní bilance skončila v prosinci oproti odhadům ve větším přebytku, za tímto výsledkem stál silnější export (+7,4 % r/r) v kombinaci s daleko slabším importem (+0,9 % r/r).

Trh v souvislostech. Zisky, úroky, ekonomika a ocenění akcí

Když pročítám předpovědi vývoje akciového trhu v letošním roce, hlavním a často jediným tématem je růst zisků obchodovaných firem. Analytici do nich promítají makroekonomická očekávání, vývoj regulace, generační trendy, politiku vlády i centrálních bank a shora či zdola se dostanou k výslednému odhadu.

Pro investora jde ale jen o část toho, co jej opravdu zajímá. Zhodnocení akciových investic kromě vývoje firemních zisků určuje také ocenění akcií. Asi nejnámější valuační ukazatel P/E (poměr tržní ceny ve vztahu k ziskům) se sice v investorských kruzích čas od času diskutuje, na úrovni širších indexů se však analýzy zpravidla omezují jen na to, zda je pod či nad svým historickým průměrem nebo mediánem.

P/E poměr (pro potřeby tohoto článku jím máme na mysli cenu akcií vzhledem k očekávanému zisku na akcii v příštích čtyřech kvartálech) má přitom rovněž vazbu na hospodářský cyklus a veličiny, jako jsou úrokové sazby nebo investorská očekávání.

V době, kdy jsou výnosy z dluhopisů či míra inflace nízké, je většinou P/E vyšší, a naopak. Na druhou stranu poměrový ukazatel pozitivně koreluje například s indexy nákupních manažerů nebo dynamikou HDP. Síla korelace se samozřejmě liší nejen podle zvoleného ukazatele, ale také geograficky, což lze částečně vysvětlit například odlišnou strukturou širokých tržních indexů v jednotlivých regionech. Přesto, když si dáme trochu práce, najdeme multifaktorovou funkci vysvětlující většinu změn poměru P/E u evropského i amerického indexu.

Co to znamená pro investora?

Makroekonomický výhled vypadá pro Evropu dobře (pokračující ekonomický růst a pokles míry nezaměstnanosti by měl převážit nad růstem výnosů u dluhopisů). V našem modelu by to mohlo letos vyvolat růst poměru P/E o 6 % na 16,8násobek očekávaných zisků v dalším roce. To však bude platit jedině za předpokladu, že se složka očekávání (jako například

zmíněný index nákupních manažerů) udrží na současných rekordních úrovních, či je ještě vylepší. To pokládáme za nepravděpodobné. V případě ústupu předstihových ukazatelů zpět na neutrální hodnoty kolem 50 bodů (tato hranice dělí očekávání expanze od recese) by byl růst P/E redukován na 3 %.

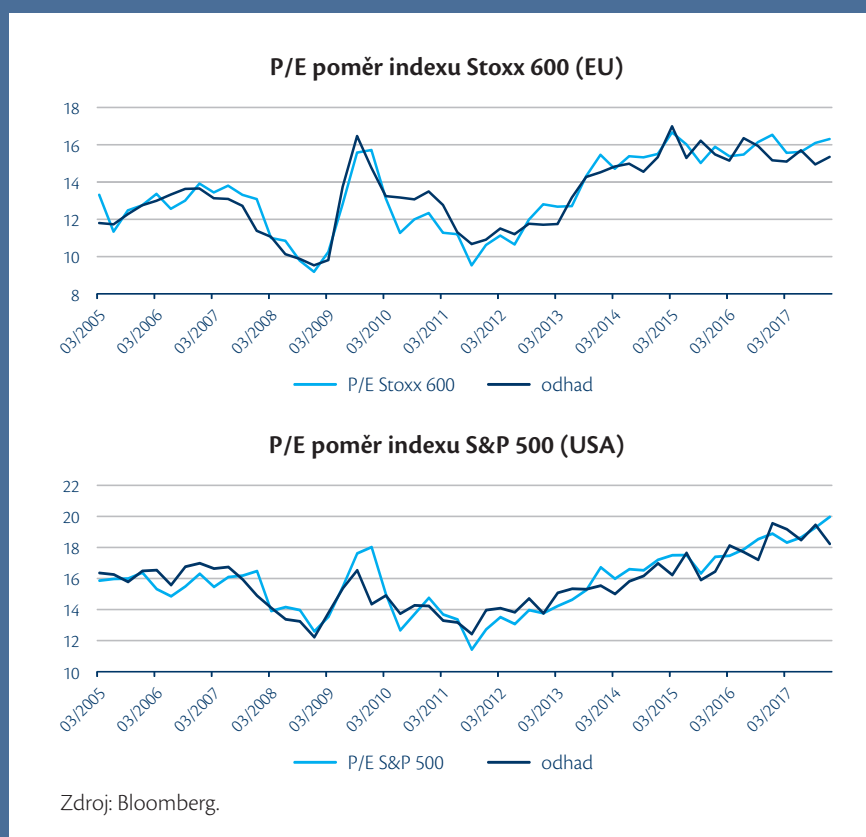
Podobný výhled platí i pro USA, opět v případě stagnace očekávání firem i spotřebitelů na současných vysokých úrovních. Negativně se projevuje například stoupající míra inflace, naopak k růstu přispívá pokles míry nezaměstnanosti.

Jako každý model, má i ten náš řadu omezení. Ačkoli korelace se sazbami či kondicí ekonomiky se zdají být v čase poměrně stabilní, jiné faktory se čas od času dosti důrazně přihlásí o slovo. Americká daňová reforma, státní

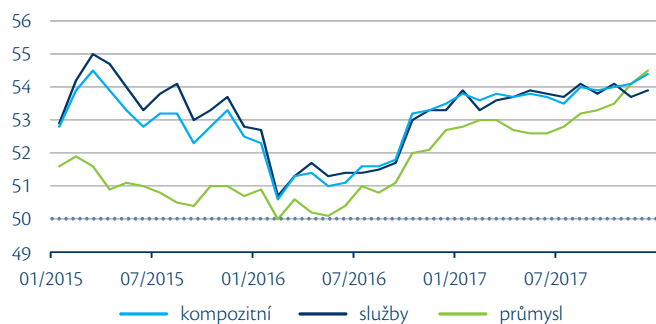
bankrot, měnová devalvace, tvrdý brexit či nová regulace v důležitých sektorech jsou jednorázové události, které mohou pohnout vnímáním rizika a požadovanou mírou výnosu u investic do akcií.

A konečně, náš ukazatel má rovněž vazbu na analytický konsensus ohledně očekávaných zisků. Znamé rčení „více hlav více ví“ může a také nemusí platit.

Miroslav Adamkovič, analytik,
ČSOB Asset Management



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



Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)		Inflace (průměrná roční změna, v %)	
	2018	2019	2018	2019
CZ	3,0	3,0	2,2	1,9
EMU	2,3	1,9	1,4	1,5
USA	2,5	2,1	1,9	2,0

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg.

Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a měnových kurzů

		01/2018	07/2018	01/2019
CZK	Základní sazba	0,50	1,00	1,25
	10Y sazba	1,90	2,00	2,30
	USD/CZK	20,40	20,92	20,50
	EUR/CZK	25,30	25,10	24,80
EUR	Základní sazba	0,00	0,00	0,00
	10Y sazba	0,65	0,70	1,30
USD	Základní sazba*	1,50	1,75	2,25
	10Y sazba	2,70	2,80	2,90
	EUR/USD	1,24	1,20	1,21

*) 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

Příchozí data z eurozóny ukázala, že je její ekonomika ještě v lepší kondici, než předpokládala ve své prognóze ECB. Současná uvolněná politika ECB, vyznačující se rekordně nízkými sazbami, by sice měla na jednu stranu s postupem času slábnout, přebytek likvidity při současně nízké inflaci ale výrazně zvyšuje současný zájem z řad investorů o evropskou měnu. Euro tak vůči dolaru posiluje na nejsilnější úroveň za poslední tři roky.

Výhledově může sice dolar podpořit repatriace zisků amerických firem ze zahraničí (v důsledku nové daňové reformy) i tak ale zůstáváme v hodnocení dolaru pro následující týdny spíše pesimističtějšími.

Koruna zůstala vůči výsledkům českých prezidentských voleb netečná a její směr bude nadále determinován zejména politikou ČNB.

Obecně příznivá ekonomická data prospívá zejména rizikovým aktivům, která zažila velmi úspěšný start do nového roku. Vzhledem k tomu, že náš náhled na akciové trhy zůstává navzdory jejich počátečnímu růstu pozitivní, navyšujeme v portfoliích podíl akciové složky. V portfoliích s odpovídajícími limity zvyšujeme i podíl zabezpečených investic (reprezentovaných fondem ČSOB Institucionální Portfolio Plus).

Růstu evropských dluhopisových výnosů, při současně výrazné konsolidaci zajišťovacích nákladů měnového rizika, jsme využili k posílení cizoměnové dluhopisové složky většiny portfolií. Výběr korunových dluhopisů vzhledem k očekávanému rychlejšímu růstu úroků ve srovnání s evropským blokem omezujeme výhradně na variabilně úročené dluhopisy, případně je kombinujeme s termínovanými vklady.

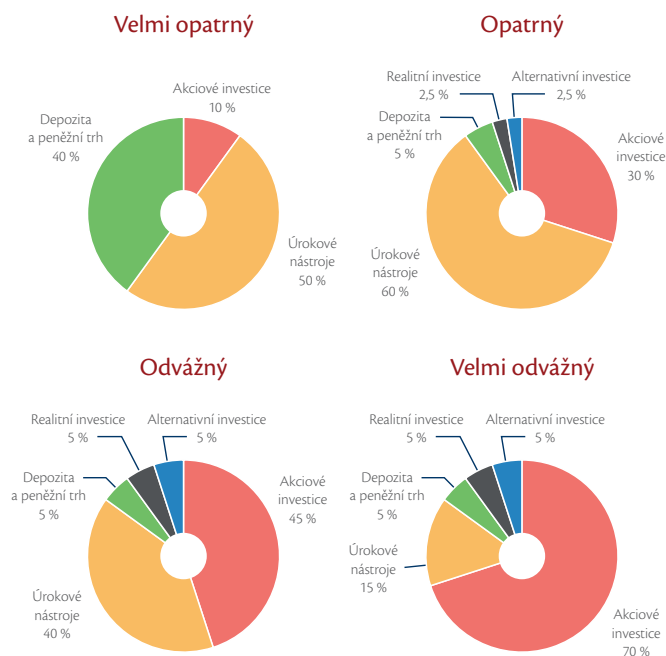
S ohledem i na nadále nízkou úroveň výnosů dostupných na dluhopisovém trhu je žádoucí v portfoliích využívat instrumentů mimo běžnou úrokovou složku. Doporučujeme zvážit posílení akciové části portfolií, případně některou z investičních strategií profilových portfolií fondů (PPF) nebo kombinaci zabezpečených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

Jan Bureš, portfolio manažer, ČSOB Asset Management



2 TRHY A INVESTIČNÍ STRATEGIE

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, i když se v posledních měsících situace pozvolna mění. 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 pomalu vydávají cestou normalizace měnové politiky. Trhy státních dluhopisů tak budou i v následujících letech nárazově čelit vlnám prodejních tlaků.

Státní dluhopisy ČR

U portfolií, kde je smluvně stanoven vyšší podíl státních dluhopisů, vybíráme zejména variabilně úročené emise. Vzhledem k očekávanému růstu úroků ČNB lze předpokládat, že to budou zejména ceny fixně úročených vládních dluhopisů, které budou v příštích měsících pod tlakem. Pokud nicméně na straně investora neexistují objektivní důvody, důrazně doporučujeme limit na státní dluhopisy ze smluvních podmínek zcela odstranit, nebo omezit. Přítomnost spekulativního kapitálu, koncentrovaného zejména do státních dluhopisů, vytváří totiž současně riziko jejich zvýšené volatility.

Jako vhodnou alternativu k bezpečným investicím můžeme doporučit fond **ČSOB Institucionální úrokový**, který je svým zaměřením určen zejména vysoce konzervativním investorům a jeho aktiva jsou investována výhradně do bankovních/podnikových bonitních 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

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

Nedostatečnou nabídku korunových 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, vybíráme zejména z fixně úročených dluhopisů. Jejich výběr je podmíněn i výší nákladů zajištění měnového rizika. Ty počátkem letošního roku významně klesly, což zvýšilo obecně atraktivitu cizoměnových investic. Z uvedeného důvodu tak v lednu obnovujeme nákupy eurových dluhopisů do korunových portfolií (dluhopisové fondy jsou naproti tomu při výběru a správě cizoměnových investic flexibilnější, neboť disponují širší paletou zajišťovacích mechanismů, než je tomu v případě individuálních portfolií).

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. 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 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).

V rámci uvedeného limitu rizikových dluhopisů držíme dluhopisové fondy **KBC Local Emerging Market Bonds** a **KBC Bonds Emerging Mar-**

kets. 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 podstatou-pené 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 snáze 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. Hodnota fondu v uplynulém měsíci vzrostla o 0,16 %. Nejziskovějším z výše uvedených fondů byl fond **KBC Europe Financial Opportunities** (+1,2 %), který těžil jak z obecně příznivého vývoje rizikových aktiv, tak zejména z jeho náležitosti k segmentu finančních institucí, které profitovaly z očekávaného růstu úroků (ziskových marží). Mírný pokles zaznamenal fond **KBC Bonds Emerging Markets** (-0,16 %), jehož dluhopisy ztrácely vlivem rostoucích dolarových výnosů (pokles cen dolarových dluhopisů), které nebyly současně v dostatečné míře vykompenzovány poklesem kreditních marží těchto dluhopisů.

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 pozvolna 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 posílení české měny, nad rámec tohoto limitu pak opětovně zajišťujeme.

Zabezpečené investice

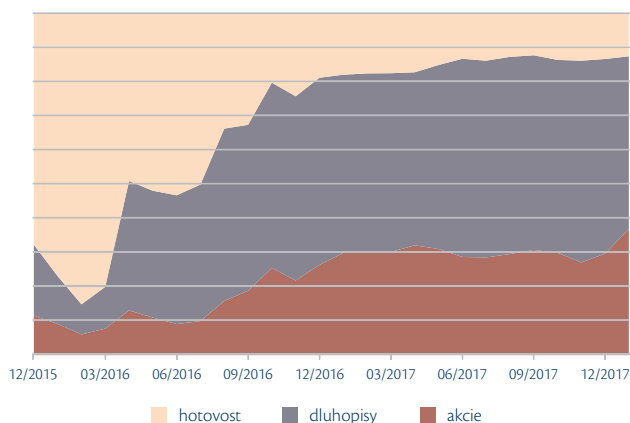
Portfolio Pro a ČSOB IN Portfolio Plus

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

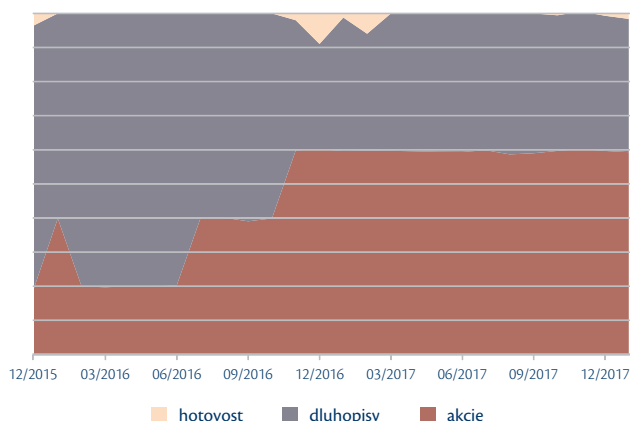
vyhrazeného Portfoliím Pro 95, je míra celkového rizika identická. Fondy se zabezpečením 90 % rychleji reagují na pozitivní obraty na trhu a snáze se vyrovnávají s jeho drobnějšími výkyvy a obecně vyšší volatilitou trhu.

V uplynulém měsíci jsme navýšili v době resetu hraniční hodnoty pozici v zabezpečeném fondu ČSOB Institucionální Portfolio Plus, který byl doposud v portfoliích investován zhruba na 70 % vymezeného limitu. K navýšení pozice nás vedl zejména náš pozitivní náhled na akciové trhy, při současně kritičtějším pohledu na dluhopisové investice v prostředí očekávaného růstu úrokových sazeb.

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



Průměrný 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 nadále mírně preferujeme eurozónu. Za vhodný doplněk portfolia považujeme akcie ze střední a východní Evropy. Z hlediska sektorové alokace preferujeme informační technologie, finanční sektor a těžbu ropy a zemního plynu.

Start do nového roku na akciových trzích patřil mezi nejlepší za poslední roky. Nadále tak přetrvávalo prostředí rostoucích cen akcií a extrémně nízké volatility. Podporu akciím dodával příznivý vývoj hospodářských výsledků firem a revize firemních výhledů v souvislosti s očekávanými úsporami, které jim přinese Trumpova daňová reforma.

Nabízí se více způsobů, jak mohou společnosti přebytečné zdroje využít. Některé již oznámily zvýšení platů zaměstnanců nebo mimořádné odměny, nové kapitálové investice, snížení zadlužení nebo distribuci přebyteč-

né hotovosti akcionářům prostřednictvím vyšších dividend nebo programů zpětných odkupů vlastních akcií.

V Evropě investoři sázejí na optimistické vyhlídky dalšího růstu ekonomiky, což dokazují nejen silné „měkké“ indikátory. Ty se v evropských zemích pohybují na mnohaletých maximech a dobrou kondici ekonomik potvrzují i příchodzí „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 došlo od ledna 2018, jde ale o velmi postupný proces a příznivé podmínky pro levné financování přetrvávají.

V rámci evropských témat sázíme zejména na region Německa a akcie malých a středních evropských podniků, které dokáží reagovat flexibilněji na zlepšující se ekonomické podmínky. Pro středoevropské země hovoří zejména jejich lepší hospodářské výsledky, jako nižší nezaměstnanost a rychlejší ekonomický růst. Na rozdíl od vyspělých trhů se navíc středoevropské akcie neobchodují s tak výraznou premií proti historickým průměrům, což je dělá ještě atraktivnějšími. Dalším povzbuzujícím faktorem je posilování regionálních měn (české koruny a polského zlotého), které dále přitahují pozornost investorů.

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 například nevyužíváme, může být ale součástí fondu **ČSOB Institucionální dluhopisový**, pokud současně vyhovuje strategickému zájmu portfolio manažera fondu.

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

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 31. 1. 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.