



### Jak vidíme svět?

- Blížící se měnové zasedání a jestřábi rétorika ČNB vyústilo v posílení koruny.
- Preferujeme variabilně úročené korunové dluhopisy, normalizace domácích úroků ale zvyšuje atraktivitu i fixně úročených emisí.
- Akcie nadále ponecháváme nadvážené, vůči benchmarku lehce favorizujeme americké akcie.

## 1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Po určitém zklidnění se na trh vrátila politická nejistota kvůli stupňujícím se obchodním tlakům USA na Čínu. Naopak s eurozónou mohou jednání vést až k úplnému odbourání cel. Americká ekonomika jede na plný plyn, zatímco eurozóně na začátku druhého pololetí trochu dochází dech.

### Spojené státy americké (USA)

#### Vykolejí obchodní války rozjetý vlak světové ekonomiky?

Hlavním politickým tématem Donalda Trumpa zůstává nerovnováha zahraničního obchodu USA s jeho hlavními partnery. Největším trnem v oku je americkému prezidentovi už delší dobu deficit obchodní bilance USA s Čínou. Naposledy pohrozil, že je připraven uvalit cla na celý čínský import (odpovídá to zboží v hodnotě 500 miliard USD).

Naopak setkání Donalda Trumpa s prezidentem Evropské komise Jeanem-Claudem Junckerem bylo trhy přijato s opatrným optimismem. Trump přislíbil upustit od dalších dovozních cel, dokud budou probíhat vyjednávání. Revidovat dosud uvalená cla je ale ochoten

jedině za podmínky, že také eurozóna omezí překážky transatlantického obchodu (například umožní větší dovoz amerického zemního plynu a sójových bobů do EU). Přehodnocena by měla být především již uvalená americká cla na dovoz oceli a hliníku a odvetná evropská cla. Jak to bude s obávánými cly na dovoz evropských aut, ale zatím stále není jasno a vyjednávání tak mohou skončit na mrtvém bodě podobně jako mezi USA a Čínou.

Trump před časem označil 10% cla na dovoz aut do EU za přemrštěná v porovnání s americkými 2,5% a napadl také 150miliardový přebytek EU se Spojenými státy. Pokud jednání zkrachují, mohou USA uvalit cla na evropská auta až ve výši 25%, což by mohlo značně ovlivnit jejich cenovky v USA a snížit dovoz až o polovinu.

Mezinárodní měnový fond (MMF) varuje, že eskalace obchodních válek by mohla významně zpomalit dobře nastartovanou světovou ekonomiku. Jen cla mezi USA a Čínou by mohla snížit roční tempo růstu o 0,5 procentního bodu do roku 2020, a to ještě v kalkulacích nebyla započtena poslední vlna výhrůzek dopadajících na celý čínský export. Pro rok 2018 MMF zatím výhled růstu světové ekonomiky nesnížil.

Kromě obchodní politiky Číny se Trump pustil také do kritiky Fedu a silného dolaru. Dolar zatím v obchodních válkách působil jako bezpečný přístav a od začátku roku proti ostatním měnám převážně posiloval, což Trumpovi vůbec nehrálo do karet. Silný dolar neprospívá americkým firmám a zhoršuje Trumpovy snahy o narovnání salda zahraničního obchodu. Navíc nejistota kolem dopadu na rozvíjející se trhy a částečně i uvolňující se čínská měnová politika vede k oslabování čínského jüanu. Slabší čínská měna efekt Trumpových cel do určité míry neutralizuje a zvyšuje konkurenceschopnost čínských exportérů.

Kromě obchodní politiky Číny se Trump pustil také do kritiky Fedu a silného dolaru. Dolar zatím v obchodních válkách působil jako bezpečný přístav a od začátku roku proti ostatním měnám převážně posiloval, což Trumpovi vůbec nehrálo do karet. Silný dolar neprospívá americkým firmám a zhoršuje Trumpovy snahy o narovnání salda zahraničního obchodu. Navíc nejistota kolem dopadu na rozvíjející se trhy a částečně i uvolňující se čínská měnová politika vede k oslabování čínského jüanu. Slabší čínská měna efekt Trumpových cel do určité míry neutralizuje a zvyšuje konkurenceschopnost čínských exportérů.

Zvyšující se úrokové sazby Fedu zase komplikují Trumpovy plány na udržení dluhu na snesitelné úrovni. Vzhledem k naplánované expanzivní fiskální politice (USA by mohly do roku 2020 hospodařit až s bilionovým deficitem) se americké vládě výpůjčky značně prodraží.

Aktuální Trumpova kritika Fedu je v novodobé historii téměř bezprecedentní. Spojené státy si od 90. let zakládaly na principu, že politici nekomentují rozhodnutí Fedu ohledně úrokových sazeb, aby zachovali naprostou nezávislost centrální banky. Tuto zásadu dodržoval od Billa Clintona i každý další prezident – porušil ji až nyní Donald Trump.

Americké předstihové indikátory ISM<sup>1</sup>, které signalizují, kam by se ekonomika měla ubírat v následujícím období, pokračovaly silným růstem. Ve výrobě index stoupl z 58,7 bodu na 60,2 bodu a ve službách z 58,6 bodu na 59,1 bodu.

Průmyslová produkce v červnu vzrostla rychleji oproti očekávání o 0,6 % meziměsíčně. V souladu s odhady dopadly maloobchodní tržby, které vzrostly o 0,5 % meziměsíčně. Data z nemovitostního trhu zklamala, prodeje domů meziměsíčně klesaly, stejně jako počet nově vydaných stavebních povolení a zahájených staveb.

HDP dosáhl ve druhém kvartále růstu o 4,1 % (mezičtvrtletně, anualizované), tedy nejrychlejšího tempa za téměř 4 roky. Zrychlení ekonomického růstu bylo prakticky v souladu s odhady ekonomů. K dobrému výsledku dopomohl zejména silný růst spotřeby (+4 %) a firemních investic (+7,3 %), přispěl ale i export a vládní výdaje (+3,5 %). Údaj za první čtvrtletí byl revidován z 2 % na 2,2 %.

V americké ekonomice vzniklo v červnu 213 tisíc pracovních míst (čekalo se necelých 195 tisíc a předchozí údaj byl revidován na 244 tisíc). Míra nezaměstnanosti mírně stoupla na 4 %. Stejným tempem jako v minulých měsících rostly mzdy (+2,7 % ročně).

Spotřebitelské ceny v červnu meziročně rostly o 2,9 %, šlo o třetí největší růst za bezmála šest a půl roku. Vzhledem k nízké ložské srovnávací základně a dražším cenám ropy byl tento růst očekávaný. Jádřová inflace (bez cen energií a potravin) poskočila na 2,3 % meziročně.

Zápis z červnového zasedání Fedu potvrdil, že si centrální banka klade za cíl udržet inflaci na uzdě, aby se ekonomika příliš nepřehřála, nezesilovaly inflační tlaky a nevznikly finanční nerovnováhy, které by následně mohly vyvolat vážné problémy a ekonomickou recesi. Bankovní rada se navíc rozhodla za prohlášení vypustit větičku o tom, že úrokové sazby zůstanou na nižší než dlouhodobě neutrální úrovni. V komentáři Fedu nechyběly ani obavy z efektu dovozních cel a dalších bariér zahraničního obchodu na firemní sentiment a investiční aktivitu. Nejistota ohledně obchodní politiky již nyní negativně ovlivňuje kapitálové výdaje.

## Evropa

Ukazatele důvěry v Německu další měsíc pod tíhou obav z amerického protekcionismu převážně klesaly. Německý index podnikatelské nálady Ifo ale vyšel zhruba podle očekávání. Smíšené výsledky přinesly indexy nákupních manažerů (PMI) eurozóny. Ve výrobě se situace sice mírně zlepšila, ale ze služeb přišly horší zprávy. Kompozitní ukazatel vzhledem k tomu klesl z 54,9 na 54,3 bodu. Výsledek byl druhý nejhorší od listopadu 2016, nicméně ne tak nízký jako z letošního května. V pohledu na jednotlivé země kontrastoval rychlejší růst v Německu se zpomalující aktivitou ve Francii. Data naznačila, že eurozóně v začátku třetího kvartálu docházel dech, což se promítne i do statistik o HDP. I tak ale tempo růstu ekonomické aktivity zůstává obstojné. Výhled zhoršuje menší příliv nových objednávek a slabší očekávání podniků do budoucna.

Tvrdá data z ekonomiky vyzněla spíše optimisticky. Maloobchodní tržby v eurozóně v květnu sice stagnovaly, nicméně průmyslová produkce výrazně vzrostla (meziměsíčně +1,3 %). Počet registrací aut se v červnu zvedl o 5,2 % meziročně, zrychlil tak z květnových 0,8 %.

První data o HDP eurozóny za druhé čtvrtletí budou zveřejněna až po uzavření tohoto vydání, očekáváme však zpomalení růstu na 0,4 % mezičtvrtletně. V souladu s odhady vyšla červnová inflace (2 % meziročně, ceny rostly nejrychleji za poslední více než rok). Růst byl však tažený především zdražením komodit, protože jádřová inflace (nezahrnující kolísavé složky jako energie a potraviny) zpomalila na 0,9 % meziročně.

Evropská centrální banka (ECB) na červencovém zasedání potvrdila rozhodnutí z června – program nákupů dluhopisů bude v září zredukován a poběží ještě do konce roku. Otázka případných reinvestic splatných dluhopisů zatím nebyla diskutována. Dále platí závazek, že ECB do příštího léta nezvedne sazby. Inflační tlaky podle centrální banky napříč eurozónou sílí, což ECB dovoluje postupný ústup od extrémně uvolněné měnové politiky. Jako největší riziko pro výhled růstu HDP eurozóny vidí šéf ECB Draghi protekcionismus, který by narušil důvěru a oslabil investice. Po schůzce Trumpa s Junckerem ale stouply naděje na urovnání napjatých vztahů, a dokonce i na možné snížení dosavadních cel v transatlantickém obchodě.

V Británii rostly v červnu spotřebitelské ceny stejným tempem jako v předchozích dvou měsících (o 2,4 % ročně). Růst mezd zvolnil na 2,5 % meziročně (z revidovaných 2,6 %) a míra nezaměstnanosti stagnovala na 4,2 %. Od Bank of England se na srpnovém zasedání čeká zvýšení sazeb na 0,75 %, britská libra tento výhled ale nedokáže příliš zhodnotit vzhledem k přetrvávající nejistotě kolem brexitu. Do vystoupení ostrovního království z Unie zbývá 8 měsíců a stále není na stole žádná dohoda o tom, jak budou vypadat budoucí obchodní vztahy. Obavy z možného selhání jednání Theresy Mayové s představiteli EU a ponechání Británie napospas tvrdému brexitu srazily v červenci libru vůči dolaru na 10měsíční minima.

## Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)		Inflace (průměrná roční změna, v %)	
	2018	2019	2018	2019
CZ	3,2	2,7	1,8	2,0
EMU	2,3	2,0	1,5	1,6
USA	2,8	2,3	2,4	2,4

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg.

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

		07/2018	01/2019	07/2019
CZK	Základní sazba	1,00	1,50	1,75
	10Y sazba	2,04	2,40	2,60
	USD/CZK	21,92	21,27	20,33
	EUR/CZK	25,65	25,10	24,80
EUR	Základní sazba	0,00	0,00	0,00
	10Y sazba	0,40	1,00	1,25
USD	Základní sazba*	2,00	2,50	2,75
	10Y sazba	2,97	3,20	3,30
	EUR/USD	1,17	1,18	1,22

\*) Horní hranice pásma.

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

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

## Není všechno bezpečné, co si říká dluhopis

Stále častěji se setkáváme s tím, že drobní investoři ve snaze získat ze svých peněz slušný výnos skočí na lep podvodníkům předkládajícím dluhopisy neznámých firem jako bezpečnou investici. Prostředí nízkých úrokových sazeb v kombinaci se stále nízkou finanční gramotností ve společnosti jim vyloženě nahrává. Jak se při investování nespálit a jaké jsou neobvyklejší znaky nestandardních nabídek investice do podnikových dluhopisů?

### Schválený prospekt ČNB není záruka

Mnoho investorů nabude falešného pocitu důvěry, když v podmínkách nalezne větu, že ČNB schválila emisi dluhopisů. Tato informace, jak sama ČNB upozorňuje na svých stránkách v desateru pro investování do podnikových dluhopisů, nám ale říká pouze to, že centrální banka ověřila, zda prospekt splňuje všechny zákonem stanovené formální náležitosti. ČNB nijak neprověřuje bonitu emitenta (pravděpodobnost, s jakou dlužník své závazky řádně a včas splatí)! Tato práce náleží nezávislým ratingovým agenturám a kreditním analytikům, kteří společně udělují rating na základě odborného posouzení informací a pečlivé analýzy rizik.

V několika dalších případech (neveřejné emise dluhopisů, u nichž je počet investorů zákonem omezen na 150, nebo veřejné emise dluhopisů do objemu 1 milionu eur) ČNB dokonce prospekt cenného papíru vůbec neschvaluje.

### Bez ratingu ani ránu

Stačí se držet obecného pravidla – pokud investorovi není firma dobře známa a nemá ani rating některé z renomovaných ratingových agentur, neměl by se do takové dluhopisové investice vůbec pouštět. Na emise vysoce úročených korporátních dluhopisů (bez ratingu) se specializují profesionální investoři do rizikového kapitálu, pro které je posuzování bonity emitentů denní chléb a kteří mají v této oblasti rozsáhlé zkušenosti.

V našich fondech nejsou emise firemních dluhopisů bez ratingu od externích ratingových agentur zapovězeny, avšak musejí být posouzeny naším kreditně-analytickým oddělením a pro udělení tzv. interního ratingu platí přísná pravidla.

### Jak si udělat zběžnou analýzu emitenta

U řady dluhopisových nabídek, s nimiž se na naše bankéře klienti obracují, musíme bohužel

konstatovat, že nejde o investice, které by bylo vhodné drobnému investorovi doporučit. K odhalení nesrovnalostí často postačí důkladně prostudovat dokumenty, které jsou k nabídce přiloženy, nahlédnout do obchodního rejstříku nebo si o firmě něco „vygooglit“.

### Co napoví obchodní rejstřík

Z obchodního rejstříku získáme mnoho cenných informací. Zejména to, jak dlouhou má firma historii, a zda má na stránkách úplné a relevantní informace o svém hospodaření (výroční zprávy). Z výročních zpráv se pak snažíme vyčíst především, jak se firmě daří – zda generuje zisk, nebo se naopak topí ve ztrátě (pomůže výkaz zisků a ztrát) a jak vysoký má vlastní kapitál v poměru k celkové hodnotě dluhopisové emise (najdeme v rozvaze), tedy do jaké míry bude investor vystaven podnikatelskému riziku emitenta. Pokud není uvedeno jinak, akcionář podle zákona ručí do výše nesplaceného základního kapitálu a není ručitelem emise. Jestliže je například základní kapitál emitenta 2 miliony korun a zároveň chce vydat dluhopisy za 7 miliard korun, jde o pákový poměr 1 : 3 500.

Z rozvahy také můžeme vyčíst cenné informace o tom, jakou má společnost strukturu cizích zdrojů (zda například vedle bankovních úvěrů dluhopisovou emisí diverzifikuje cizí zdroje, nebo se jen snaží získat levnější financování prodejem dluhopisů nezkušeným investorům, kteří nedokáží kvalifikovaně posoudit poměr výnosu a rizika).

### Co hledat v emisních podmínkách

Kromě výše úročení, data splatnosti dluhopisu a celkové výše emise lze z podmínek získat řadu cenných informací. Některé podvodné nabídky lze snadno odhalit už jen podle množství překlepů a gramatických chyb v přiložených dokumentech (může jít o strojový překlad) nebo zjevnými nesrovnalostmi. Shoduje se název společnosti uváděný v marketingových materiálech se skutečným emitentem dluhopisů?

Často se setkáváme s tím, že emitentem je čerstvě založená firma bez historie, tzv. „prázdná skořápka“ (na což může v prospektu odkazovat krátká notička „Riziko účelové struktury bez podnikatelské historie“). Nic naplat, že akcionář firmy může být majetkově ovládan známou společností. Většinou neexistuje žádná záruka od zavedeného byznysu mateřské firmy směrem k nově

založenému podniku. Firma v tomto stádiu vývoje (de facto start-up) si obvykle nepůjčují, ale lákají investory na investice do vlastního kapitálu s výnosem v desítkách procent ročně.

Z materiálů by měl být také jasně patrný účel, na jaký si firma prostředky půjčuje. Jedině tak investor může posoudit očekávanou výnosnost tohoto podnikatelského záměru, a zda bude firma schopna splácet své závazky. Může se totiž snadno stát, že nakonec investor neuvidí ani kupon, ani jistinu. Čím vyšší riziko nesplacení, tím vyšší požadovaný výnos.

Další zásadní věc, po které by se investor měl pít, je budoucí likvidita nakupovaných dluhopisů. Neboli jak rychle a s jakými náklady bude v budoucnu možné dluhopis prodat. Pokud je emise dluhopisů obchodována na pražské burze, tím lépe. Nepůjde zcela o neznámou firmu, protože oficiální trh BCPP je určen výhradně pro obchodování největších emisí dluhopisů a likvidita bude také větší než v případě zcela neznámé společnosti, jejíž dluhopisy jsou nabízeny omezenému okruhu investorů.

Varovným signálem může být způsob distribuce. Pokud neprobíhá přes zavedenou finanční instituci, ale „podomním prodejem“, po internetu, telefonicky nebo přes jednotlivé investiční zprostředkovatele, měl by se mít investor na pozoru. Mezi distribučními kanály by měl vždy figurovat důvěryhodný prostředník – například některá z českých bank či jiných finančních institucí podléhající dohledu ČNB.

### Samostatná kapitola: Developeri

V případě dluhopisů developerů sice většinou nejde vysloveně o podvodné nabídky, nicméně si investor musí uvědomit, že jde o čistou sázku na pokračování ekonomické konjunktury. Firma může být v posledních letech velmi zisková, investor ale musí doufat, že se do splatnosti nic zásadního nestane na makroúrovni a že management je dostatečně zkušený, co se projektových rizik týče.

*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

Koruna si v průběhu července postupně připisovala zisky. Prospěla jí jednak zlepšující se nálada ve středoevropském regionu (mimo korunu posiloval i polský zlotý a maďarský forint), částečnou měrou přispěla k jejímu posílení ale i sama ČNB, která připustila možnost rychlejšího zvyšování úrokových sazeb (není tak vyloučeno, že ke zvýšení oficiální 2týdenní repo sazby dojde již na nejbližším, srpnovém zasedání). Reakce výnosů domácích vládních dluhopisů byla prozatím vlažná. Výnosy na krátkém konci výnosové křivky dle očekávání lehce rostly, naopak výnosy delších splatností (sedm a více let) se vydaly opačným směrem (rostly jejich ceny). Očekáváme, že postupem času dojde k poklesu cen i u těchto delších splatností, zvláště pokud bude prognóza ČNB indikovat razantnější nárůst krátkých sazeb nejenom v letošním, ale především pak v příštím roce. Aktuální růst domácích úroků může být podpořen i zvýšenou emisní aktivitou Ministerstva financí, kterou refinancuje jak zvýšené objemy splatného dluhu, tak i nové výpůjční požadavky vlády.

Z uvedeného důvodu v současné době v rámci korunových investic preferujeme variabilně úročené dluhopisy a termínované vklady, jimiž hodláme minimalizovat zejména riziko růstu úroků na krátkém konci výnosové křivky. Hodláme nicméně postupně budovat i pozice ve fixně úročených dluhopisech středních splatností.

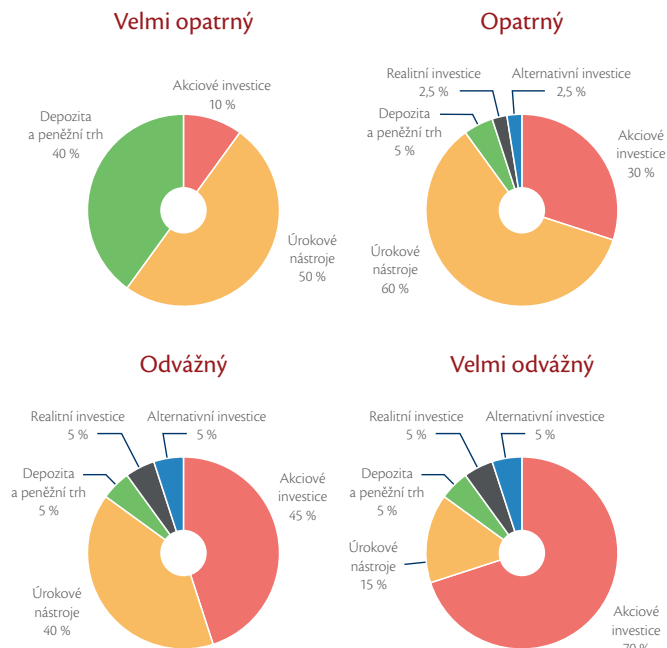
Výhled na eurové a dolarové dluhopisy zůstává také neměnný. V eurozóně, kde ECB, plánuje zvyšovat sazby nejdříve až ve druhé polovině příštího roku, vybíráme zejména z fixně úročených dluhopisů, naopak růst úroků v americké ekonomice nás vede k výběru výhradně z variabilně úročených dolarových emisí.

Akciovou složku napříč portfolií jsme v minulém měsíci ponechali beze změny. Eskalace obchodních válek nás v minulých měsících sice přiměla mírně zredukovat váhu akcií v portfoliích, příznivý výhled ekonomik a korporátních zisků nás ale přesvědčil nadále ponechat akciovou složku na nadvážené úrovni. Z hlavních regionů mírně favorizujeme americké akcie, které mohou těžit z celé palety příznivých faktorů (prosperující americké ekonomiky, normalizace tamní měnové politiky zvyšující zájem o dolarová aktiva i skutečnosti, že dolar jako takový plní roli bezpečného přístavu, což nabývá na významu zejména v době rostoucí nejistoty na trzích).

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 nízko prostřednictvím uvolněné monetární politiky předních světových centrálních bank. Ve většině případů nenabízí dluhopisové trhy zajímavé možnosti investování, i když se situace pozvolna mění. Místy se najdou atraktivní segmenty (korporátní dluhopisy), většinou ale jen pro investory, kteří se nebojí podstoupit určité kreditní riziko. Centrální banky se po letech nekonvenčních opatření na podporu ekonomiky vydávají cestou normalizace měnové politiky. Trhy státních dluhopisů tak nárazově čelí vlnám prodejních tlaků.

### Státní dluhopisy ČR

Zájem o domácí vládní dluhopisy klesá zejména z řad zahraničních investorů, kteří domácí trh průběžně opouštějí. Důvodem je především chybějící impuls k dalšímu posílení koruny. Domácí vládní dluhopisy se tak pozvolna přesouvají zpět do rukou lokálních subjektů. Nadále poměrně vysoká přítomnost „spekulativního“ kapitálu dělá současně domácí vládní dluhopisy citlivější na celkovou náladu investorů vůči rozvíjejícím se trhům. To ostatně doložily i události z minulých měsíců, kdy byl celkově negativní postoj investorů vůči rozvíjejícím se trhům doprovázen i zvýšeným odlivem zahraničního kapitálu z domácích vládních dluhopisů. Přestože se v současné době jejich výnosy stabilizovaly, předpokládáme jejich opětovný růst, vlivem jednak očekávaného zvýšení klíčové sazby ČNB v příštích měsících, tak i vlivem zvýšené emisní aktivity Ministerstva financí.

Nadále platí náš předpoklad limity na státní dluhopisy v portfoliích omezit, na druhou stranu musíme objektivně přiznat, že současnou úroveň domácích výnosů můžeme považovat již za atraktivní. V současné době přímé státní dluhopisové pozice omezuje výhradně na variabilně úročené emise, po dlouhé odmlce ale reálně zvažujeme na vybraných portfoliích v omezené míře i opětovný vstup do fixně úročených pozic.

V rámci segmentu vysoce konzervativních investic se vůči riziku růstu úroků doporučujeme vymezovat i prostřednictvím termínovaných vkladů. Ty za aktuálních tržních podmínek považujeme za vhodný nástroj řízení rizika růstu úroků, aniž bychom tím současně nějak výrazně snížili bonitu takové investice.

Vhodnou alternativou k bezpečným investicím je i fond ČSOB Institucionální úrokový, který je svým zaměřením určen zejména vysoce konzervativním investorům a jehož aktiva jsou investována výhradně do bonitních podnikových a bankovních 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

Dlouhodobě se domníváme, že se výnosy dluhopisů celosvětově „znormalizují“ na vyšších úrovních. Cesta však může být zejména v eurozóně pomalejší a kostrbatější, než se původně očekávalo, vlivem neutěšivého vývoje inflace a obnovených politických rizik. Inflace v eurozóně se už řadu let nemůže dostat stabilně k cíli ECB, přestože se ekonomika vyvíjí velmi příznivě. Na vině je především absence silnějších mzdově-inflačních tlaků, které byly v minulosti pro fázi ekonomického cyklu, v jaké se nacházíme dnes, charakteristické. ECB ve svých projekcích neočekává inflaci ještě ani v roce 2020 na úrovni svého 2% inflačního cíle. Reflektuje to i její nastavení měnové politiky a závazek ponechat sazby na současné úrovni minimálně do léta příštího roku.

Naproti tomu česká i americká centrální banka má k utahování měnové politiky dobré důvody – trh práce se pohybuje na úrovni plně zaměstnanosti a dynamika růstu HDP obou zemí zůstává velmi příznivá.

Odlisňý přístup měnových autorit společně s odlisnými podmínkami dílčích trhů tak vyžaduje i rozdílný přístup při řízení dluhopisových pozic.

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

Nedostatečnou nabídku vhodných koronových 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, zaměřujeme se při jejich výběru zejména na fixně úročené dluhopisy. Jejich výběr je do koronových portfolií podmíněn i výší nákladů zajištění měnového rizika. Ty počátkem roku významně klesly, což zvýšilo obecně atraktivitu cizoměnových investic. Naproti tomu dluhopisové fondy jsou při výběru a správě cizoměnových investic flexibilnější, neboť disponují širší paletou zajišťovacích mechanismů, než je tomu v případě individuálních portfolií. Nákupy dluhopisových fondů tak nejsou těmito sekundárními vlivy podmíněny.

Dluhopisovou složku dolarových portfolií naplňujeme zejména variabilně úročenými dolarovými dluhopisy, případně je kombinujeme s měnově zajištěnými koronovými investicemi, jakými jsou termínované vklady a dluhopisové fondy. Těmito investicemi dostatečně eliminujeme riziko očekávaného růstu dolarových úrokových sazeb a jejich případného nepříznivého vlivu na tyto portfolia.

Dluhopisovou složku eurových portfolií, na kterých momentálně evidujeme nejnižší úroveň dostupných dluhopisových výnosů, naplňujeme zejména fixně úročenými emisemi, případně je kombinujeme s koronovými variabilně úročenými dluhopisy a fondy.

## 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 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 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 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 podstupené 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 snaže vymezit vůči riziku růstu sazeb.

Hodnota fondu v uplynulém měsíci vzrostla o 0,34 %. Důvodem byl zejména pokles rizik, vyznačující se pozvolným návratem investorů zpět na trhy rizikových aktiv. Z něj profitují zejména dluhopisy rozvíjejících se zemí (**KBC Local Emerging Market Bonds** +1,84 %, **KBC Bonds Emerging Markets** +1,72 %), podobně jako i dluhopisy méně bonitních emitentů (**KBC Europe Financial Opportunities** +1,31 % a **JP Morgan EUR High Yield** +1,34 %).

## 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.

Oslabení domácí měny k úrovni blízké 26 korun za euro jsme u vybraných portfolií s odpovídajícími limity využili v červnu ke vstupu do měnové pozice spekulující na posílení domácí měny. Věříme, že kurz je na těchto úrovních podhodnocen a neodpovídá fundamentální úrovni a současnému stavu domácí ekonomiky.

Na cizoměnových portfoliích řešíme měnové pozice následovně:

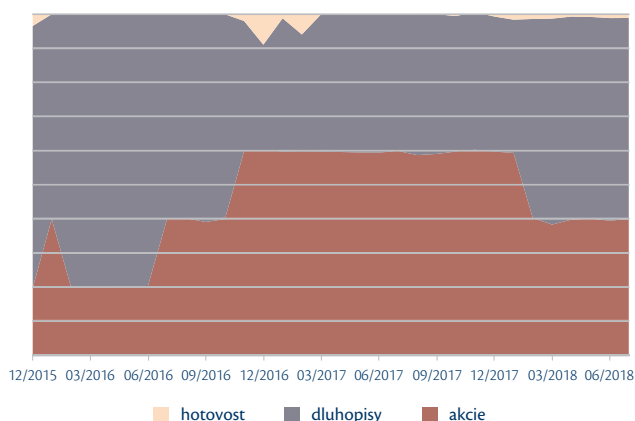
- EUR portfolia – sázky na posílení dolaru jsme již v průběhu minulého roku postupně opustili a dolarovou pozici plně zajišťujeme.
- USD portfolia – eurovou pozici plně zajišťujeme.
- Koronovou pozici na dolarových i eurových portfoliích do limitu vymezeného pro otevřené měnové pozice ponecháváme otevřenou, a to navzdory minulému oslabení, neboť očekáváme její opětovné posílení; nad rámec tohoto limitu pak opětovně zajišťujeme.

## Zabezpečené investice

### ČSOB IN Portfolio Plus

Fond za uplynulý měsíc zhodnotil o 0,80 % (data dostupná k 20. 7.). Podíl akciové složky fondu **ČSOB IN Portfolio Plus** byl vlivem zvýšené volatility trhů ponechán na 40 %. Hodnota fondu se nadále nachází pod jeho tržní cenou k datu reflexu jeho hraniční hodnoty z poloviny ledna letošního roku, což současně zvyšuje míru ochrany pro klienty, kteří do některé z typových strategií, obsahující výše uvedený fond, vstupují po tomto datu. Vzhledem k našemu pozitivnímu náhledu na akciové trhy tak u těchto portfolií podíl fondu **ČSOB IN Portfolio Plus** navyšujeme na hranici vymezeného limitu.

## Průměrný podíl akciové, dluhopisové a hotovostní složky v ČSOB IN Portfolio Plus



### Akcie

Vzrůstající eskalace obchodních válek nás v posledních měsících přiměla mírně redukovat váhu akcií v portfoliích. Na druhou stranu nadále příznivý výhled ekonomiky a korporátních zisků nás vede k ponechání akciové složky na nadvážené úrovni i přes zvýšenou kolísavost trhů v posledních měsících. Z hlavních regionů mírně favorizujeme americké akcie, u kterých předpokládáme, že budou těžit z prosperující americké ekonomiky. Za vhodný doplněk portfolia považujeme akcie z rozvíjejících se trhů Asie a střední a východní Evropy. Z hlediska sektorové alokace preferujeme informační technologie, finanční sektor a zboží dlouhodobé spotřeby.

Děletrvajícím prostředím rostoucích cen akcií a extrémně nízké volatility přerušilo od začátku tohoto roku několik tržních bouří. Investory znervózňují zejména vyšší dluhopisové výnosy v USA a protekcionistická opatření Donalda Trumpa, který střílí hrozbou cel na všechny strany.

Rizika protekcionismu pro světový mezinárodní obchod a potažmo ziskovost nelze zcela přehlížet, přestože se trhy již z dosavadní praxe poučily, že po Trumpových úvodních silných slovech přichází většinou uklidnění situace a vyjednání (do jisté míry) kompromisních podmínek. Zatím posledními šoky pro akcie byla hrozba uvalení 20% cla na dovoz evropských aut i komponent do USA (primárně by nejvíce dopadla na hospodaření a akcie německých automobilek, ale v druhé řadě by stáli i subdodavatelé včetně Česka) a na celý čínský import do USA. Asymetrický dopad protekcionismu na jednotlivé regiony ale pozorujeme již delší dobu, což reflektujeme i v naší strategii částečnou redukcí eurozóny.

V USA výsledky za první kvartál překonaly (již tak velmi optimisticky nastavené) odhady analytiků. V průměru jim rostly zisky o 22 % a tržby o 9 %. Kromě spotřebního zboží vykázaly všechny ostatní sektory dvojčíferný růst zisků, nejlépe se dařilo těžba ropy a zemního plynu, technologiím a materiálům.

V Evropě jsou tempa růstu zisků nižší než v USA, což je spojeno především s dopady silného eura zkraje roku na exportně zaměřené firmy a překážkami, na které podniky narážejí v důsledku naplněných kapacit (hlavně v Německu). U evropských firem odhadujeme celoroční růst zisků pro rok 2018 poblíž 7 %. K slušným výsledkům firem by měly přispívat dobré fundamenty společnosti, konkurenceschopnost díky vysoké přidané hodnotě produkce a pokračující ekonomické oživení.

### 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 napřímo nevyužíváme, může být ale součástí fondu ČSOB Institucionální dluhopisový, pokud současně vyhovuje strategickému zájmu portfoliomanážera fondu.

### Komodity

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

Od ledna 2017 byla v platnosti dohoda OPEC+ o omezení těžby ropy, ke které se přidali i významní producenti mimo kartel, na konci června se ale zúčastněné strany dohodly na jejím částečném uvolnění (možná až o 1 milion barelů denně). Zvýšení produkce má především kompenzovat výpadky dodávky ropy z Venezuely.

Vývoj cen ropy v posledních měsících naznačoval, že se trh pohybuje směrem k rovnováze - zásoby ropy klesaly a ceny energetických komodit reagovaly daleko výrazněji na výpadky v dodávkách a geopolitická rizika. Ta navíc v poslední době výrazně zesílila kvůli vyostření vztahů mezi USA a Íránem. Americké ministerstvo financí dokonce začalo koncem června vyzývat společnosti obchodující s Íránem, aby od listopadu zcela přerušily import íránské ropy.

Cena ropy Brent se ke konci července pohybovala kolem 74 USD za barel, očekáváme ale, že v následujících měsících bude spíše korigovat předchozí razantní růst. Zvýšená těžba v zemích mimo OPEC a možné výraznější uvolnění produkce v Saúdské Arábii nejspíš z velké části pokryje potřeby rostoucí světové poptávky. Na tento fakt ve svých měsíčních zprávách o ropném trhu v poslední době poukazují jak mezinárodní IEA, tak i samotný kartel OPEC. Oba (do jisté míry konkurenční) subjekty odhadují, že se díky výraznému zdražení ropy na mnohaletá maxima dostaví rychlý růst produkce těžařů, kteří se k dohodě nezávázali (zejména v USA). Vysoké ceny ropy umožnily obnovit těžbu americkým „břidličáři“, jejichž mezní náklady jsou vyšší než v případě arabských producentů.

V současnosti na ropném trhu převažuje efekt tzv. backwardation, který při rolování kontraktů přináší dodatečný výnos (budoucí kontrakty na dodávku ropy jsou oceněny níže v porovnání se spotovým trhem). Ani tak ale v současnosti komodity nedoporučujeme a expozici na ně v portfoliích získáváme raději přes akcie těžařů.

### Zlato

Tento drahý kov obklopují různé mýty, pravda je však taková, že zlato není tak vzácné, jak se tvrdí, v podstatě nemá ekonomický význam (zaručeně ne v monetárním ohledu) a nenabízí spolehlivou ochranu proti inflaci. Pro zahrnutí zlata do portfolia existuje jediný dobrý důvod, tj. jako forma pojistky pro případ války, revoluce či kolapsu peněžního systému.

Z ekonomického hlediska nedává smysl zlato držet, jakmile se jeho cena pohybuje nad mezními náklady. Ty se nacházejí kolem 950 USD za unci. Kromě toho se tento drahý kov skutečně nespoteblovává, takže jeho celosvětové zásoby jen rostou. Zlato je také citlivé na „přestřelování“: během eurokrize v roce 2011 dosáhla jeho cena 1 900 dolarů za unci. Aktuálně se obchoduje kolem 1 230 USD za unci a nereaguje nijak výrazně ani na letošní zvýšenou volatilitu na akciových trzích. Zlato především nesvědčí výhled vyšších výnosů z jiných bezpečných investic, jako jsou například státní dluhopisy.

### 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 pod-*

nikání 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 28. 6. 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.