



Jak vidíme svět?

- ČNB dle očekávání zvyšuje sazby – počtvrté v letošním roce.
- Využíváme stabilizace na rozvíjejících se trzích a jejich expozici v portfoliích dále snižujeme.
- Nabíhající výnos do splatnosti dluhopisové složky v portfoliích roste.
- Preferujeme variabilně úročené korunové dluhopisy, případně je doplňujeme o nástroje peněžního trhu (termínované vklady, repo operace).
- Podíl akcií ponecháváme na nadvážené úrovni, preferujeme vyspělé regiony a cyklická odvětví.

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Výhled světové ekonomiky se dále zhoršoval, a to zejména pro rozvíjející se trhy, na které nejvíce dopadají obchodní války, zvýšená riziková averze investorů a geopolitická nejistota. Pokračuje zpomalování ekonomiky Číny. Mezi ekonomickým vývojem v USA a eurozóně zůstávají významné rozdíly – zatímco eurozóna zvolňuje růst, USA podpořené fiskální expanzí jedou na plný plyn.

Spojené státy americké (USA)

Americké předstihové indikátory ISM¹, které signalizují, kam by se ekonomika měla ubírat v následujícím období, tentokrát překvapivě výrazně narostly. Ve výrobě překonaly dokonce hranici 60 bodů a ve službách se zvedly na 58,5 bodu. Důvodem byla sílicí spotřeba a dále se zvyšovala také výroba a zaměstnanost, to vše navzdory stále napjatější situaci na pracovním trhu a růstu cen vstupů. Hlavní obavou korporátních manažerů zůstává dopad celní politiky.

Průmyslová produkce v srpnu rostla třetí měsíc v řadě (o 0,4 % meziměsíčně), táhla ji stejně jako minulý měsíc především výroba aut. Bez započtení aut by výroba stagnovala.

Naopak maloobchodní tržby zklamaly nejslabším růstem za posledních 6 měsíců (rostly jen o 0,1 % meziměsíčně), došlo však k pozitivní revizi červencových dat, tudíž výhled silné spotřeby a ekonomického růstu ve třetím kvartále zůstává nedotčený. Oproti očekávání byly slabší prodeje aut a oblečení. Na vině mohly být vyšší náklady na pohonné hmoty, které omezily výdaje v ostatních kategoriích.

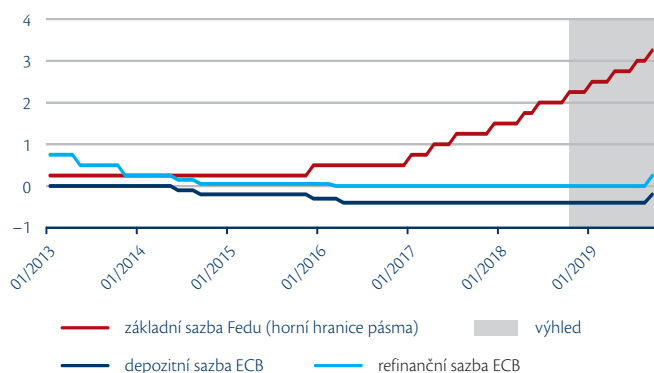
Vývoj na nemovitostním trhu spíše zklamal, počet nově vydaných stavebních povolení poklesl a prodej starších domů stagnoval. Výraznější nárůst zaznamenal pouze počet zahájených staveb a prodej nových domů.

Podle třetího zpřesněného odhadu dosáhl HDP ve druhém kvartále tempa 4,2 % (mezičtvrtletně, anualizovaně), tedy v souladu s předchozím odhadem. Šlo o nejrychlejší růst za téměř 4 roky (od 3Q 2014). Vyšší příspěvek zajistily investice firem a slabší dovoz ropy. Ekonomové se však shodují, že takto rychlé tempo růstu není dlouhodobě udržitelné vzhledem k dočasným vlivům (daňové úlevy, které vedly k navýšení kupní síly domácností, a čínská cla, která způsobila předzásobení exporty soji).

V americké ekonomice vzniklo v srpnu po velmi slabém červenci přes 200 tisíc pracovních míst. Údaje z předchozích měsíců byly ale revidovány dolů. Míra nezaměstnanosti stagnovala na mnohaletém minimu 3,9 %. V porovnání s předchozími měsíci zrychlily růst mzdy (+2,9 % ročně). Inflation naproti tomu zvolnila. Spotřebitelské ceny v srpnu meziročně rostly o 2,7 %, zatímco jádrová inflace (bez cen energií a potravin) dosáhla 2,2 % meziročně.

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

Úrokové sazby centrálních bank (v %, p. a.)

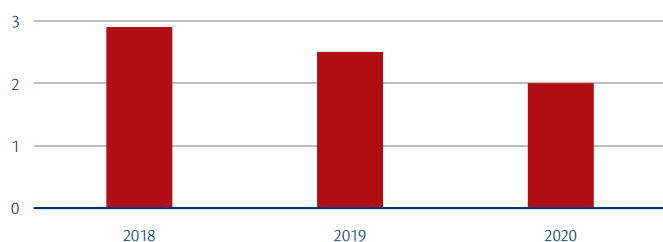


Zdroj: Bloomberg.

Americká centrální banka v září podle očekávání zvedla sazby na 2,25 %. V souladu s indikací Fedu očekáváme do konce roku ještě jedno zvýšení sazeb (v prosinci) a v příštím roce další růst úroků ve třech až čtyřech krocích.

Na obchodním poli mezi USA a Čínou se dál válčilo. Americký prezident Donald Trump oznámil uvalení cel na další importované zboží z Číny (opět v hodnotě téměř 200 miliard USD). Od 24. září tak platí celní sazba 10 % s tím, že od 1. ledna může stoupnout až na 25 %, pokud do té doby oba státy nedosáhnou dohody. Čína krok USA okamžitě oplátila uvalením cel na americké zboží v hodnotě 60 miliard USD. Dohoda se bude v současné vyhrocené situaci hledat těžko – čínská návštěva do Washingtonu, od které si mnozí slibovali uklidnění situace, byla zrušena.

Výhled reálného růstu HDP v USA (ročně, v %)



Zdroj: Bloomberg.

Evropa

Důvěra měřená ukazatelem ZEW se v Německu oproti předchozímu měsíci zlepšila, naopak indikátor Ifo mírně poklesl. Smíšené byly také výsledky indexů nákupních manažerů (PMI) eurozóny. Ve výrobě se situace dále zhoršovala, ve službách se však výrazně zlepšila. Kompozitní indikátor se nacházel na 54,2 bodu, tedy daleko pod úrovní, kterých jsme byli svědky na začátku tohoto roku, kdy si eurozóna užívala robustního (leč neudržitelného) ekonomického růstu. Optimismus podniků drží na uzdě obchodní války. Ty sice zatím Evropu příliš nezasáhly, významně ale zvyšují nejistotu firem.

Mezi jednotlivými evropskými zeměmi byly patrné regionální rozdíly. Německu pomohl růst sektoru služeb zaměřeného na silný domácí trh a ekonomická aktivita rostla také ve Francii. Naproti tomu britské společnosti nadále svazuje nejistota v souvislosti s brexitem, která výrazně nabourává důvěru a vede k omezení investic. Británie zpomaluje už od referenda o brexitu – z nejrychleji rostoucích zemí v rámci G7 klesla na úroveň Japonska či Itálie, tedy dlouhodobě nejvíce zaostávajících zemí (podrobněji ve sloupku).

Maloobchodní tržby v eurozóně v červenci zklamaly, když oproti předchozím měsícům klesly o 0,2 % (+1,1 % meziročně). Data tak potvrdila slabnutí spotřeby, které trvá již od počátku letošního roku.

Oproti očekávání slabší byla také průmyslová produkce, která v červenci meziměsíčně poklesla o 0,8 % (meziročně –0,1 %).

Růst HDP eurozóny ve druhém čtvrtletí dosáhl tempa 1,5 % (mezičtvrtletně, anualizovaně), tedy o něco méně než v prvním kvartále. Poslední data o míře nezaměstnanosti máme za červenec, kdy stagnovala na předchozích 8,2 % a nadále se tak nachází na minimu od roku 2008.

Index spotřebitelských cen v srpnu podle předběžných odhadů nečekaně zvolnil tempo na 2,0 % proti předchozím 2,1 %. K 2% cíli centrální banky se inflace v posledních měsících dostala díky vyšším cenám energií, u ostatního zboží ale zůstává mírná. Jádrová inflace (nezahrnující kolísavé složky jako energie a potraviny) zpomalila na 1 % meziročně.

Evropská centrální banka (ECB) v září potvrdila, že program nákupů dluhopisů bude od října zredukován (z 30 miliard EUR na 15 miliard EUR měsíčně) a poběží ještě do konce roku. Úrokové sazby se zavázala držet na současné nízké úrovni ještě minimálně do léta příštího roku, první zvýšení tak přichází v úvahu v září 2019.

Nízká inflace měnové unie, na kterou centrální banka odkazuje, nemusí být tím hlavním důvodem jejího opatrného přístupu k normalizaci měnové politiky (přibývá teorií, že tradiční koncept vývoje inflace se technologickým pokrokem a globalizací změnil od základů). Za vším stojí různorodost skupiny států, kterým ECB určuje měnovou politiku. Zatímco Německo a další jádrové země by za normálních okolností doping od centrální banky dávno nepotřebovaly, slabší články (Itálie) jsou na „drogách“ ve formě uvolněných finančních podmínek nadále závislé. Evropská centrální banka za uplynulých čtyři roky nakoupila dluhopisy v hodnotě přes 2,5 bilionu eur, což vedlo k výraznému stlačení výpůjčních nákladů členských zemí měnového bloku.

Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)		Inflace (průměrná roční změna, v %)	
	2018	2019	2018	2019
CZ	3,0	2,7	2,2	2,3
EMU	2,2	1,9	1,8	1,7
USA	2,9	2,5	2,5	2,6

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg.

Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a měnových kurzů

		09/2018	03/2019	09/2019
CZK	Základní sazba	1,50	1,75	2,25
	10Y sazba	2,13	2,50	2,80
	USD/CZK	21,94	21,45	20,84
	EUR/CZK	25,67	25,10	24,80
EUR	Základní sazba	0,00	0,00	0,25
	10Y sazba	0,49	0,80	1,10
USD	Základní sazba*	2,25	2,50	3,25
	10Y sazba	3,03	3,30	3,50
	EUR/USD	1,17	1,17	1,19

*) Horní hranice pásma.

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

Cena brexitu

Půl roku před odchodem Británie z EU stále čekáme na nějakou formu dohody, zatímco šance na tvrdý brexit podle řady médií i sázkových kanceláří rostou. U britské Ladbrokes je oceňují kurzem 1,33 (po britsku pak 1/3), tedy jako výrazně pravděpodobnější než opačný výsledek.

Pohled na stav britské ekonomiky přesto neodhaluje známky blížící se katastrofy, před jakou varovali mnozí ekonomové či zastánci setrvání země v Unii. Znamená to snad, že brexit je vděčné mediální téma, ovšem bez výraznějších ekonomických dopadů?

Nikoli. Ačkoli britská ekonomika roste, ve srovnání s eurozónou od vyhlášení referenda zaostala o zhruba 1,5 procentního bodu. Přitom v letech před vyhlášením referenda rostla britská ekonomika v průměru o více než 1,5 procentního bodu ročně rychleji než eurozóna, kterou tehdy i dnes tíží stagnující Itálie či francouzská obliba ve stávkách. Libra k euru oslabila od referenda zhruba o 14 % a obchoduje se dokonce 17 % pod mediánem kurzu od roku 1999, kdy euro vzniklo. Před vyhlášením referenda se libra pohybovala ještě nad tímto mediánem. Kdyby nic jiného, evropská dovolená se Britům prodražila ještě předtím, než jejich země Unii opustila. Nemluvě o 1,3 milionu Britů žijících v unijních zemích, z nichž velká část pobírá penze v librách.

Plán premiérky Mayové z Chequers, který nepřežil setkání s realitou na salzburském eurosummitu, zahrnoval setrvání Británie na jednotném trhu se zbožím, ale již ne se službami. To mimo jiné potvrdilo již tušené, a sice že brexit bude znamenat zásah do největšího sektoru britské ekonomiky. Odhady mluví o minimálně tisíci pracovních míst, o která přijdou jen londýnské banky. Naděje na udržení části evropského byznysu pak dále snižuje Evropským parlamentem připravované explicitní určení, že služby jako jsou vydávání cenných papírů pro unijní klienty, mohou nabízet pouze firmy z jednotného trhu.

Ještě před odchodem Spojeného království z Unie jsou však patrné dopady i v oblastech, kde s nimi po referendu počítal málokdo.

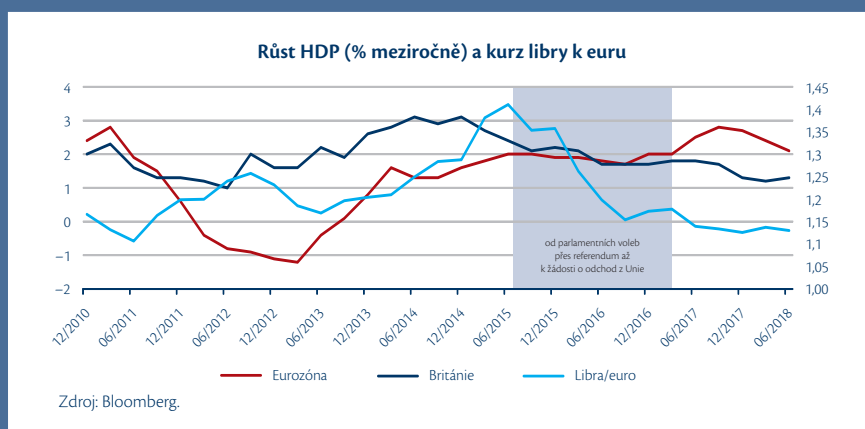
Agenda vyvolaná rozvodem 45letého manželství je natolik rozsáhlá, že z britských regionů zaznívají stížnosti na nemožnost dostat z Londýna součinnost nutnou pro běžný provoz. Paradoxně lidé, kteří hlasovali pro brexit s nadějí na přímější přístup k rozhodování o vlastních záležitostech narážejí na to, že centrální úřady jsou natolik zaměstnány jeho přípravou, že jiné projekty typu protipovodňových opatření, energetické politiky, digitalizace finanční správy či rekonstrukce železnic odsouvají na druhou kolej.

Podobně je brexitem zcela zastíněna (ostatní) zahraniční politika. Pomineme-li kauzu novičok, britský hlas k otázce celních válek, syrského konfliktu či válce v Jemenu, bývalé kolonii britské koruny, slyšet není. Což je na pováženou od stálého člena Rady bezpečnosti, který má zároveň ambici vyjednat se zbytkem

Vymyslet, jak bude moci všem vyhovující předstíraná pokračovat i poté, co Británie na rozdíl od Irsku odejde z EU i celní unie, se zdá být neřešitelné. Nelze předpokládat, že by se vláda usilující o posílení

vlastní suverenity zároveň vzdala části kontroly nad vlastním územím a nějaká hranice zřejmě vznikne, což ovšem může mít dopad nejen na bezpečnostní situaci, ale také na prosperitu již tak nikterak bohaté provincie.

Domácí britská politika, jmenovitě nejednotnost názoru na konečnou podobu brexitu



světa lepší obchodní dohody než EU. Obchod s mimoevropskými trhy pak měl kompenzovat výpadky z výměny s unijními trhy. Ani v této důležité oblasti však britská vláda neoznámila zásadní pokrok.

Evergreenem vyjednávání je otázka hranice mezi Irskou republikou a Severním Irskem. Její dosavadní absence výrazně přispěla v 90. letech ke zkliďnění situace po dekadách sektářského násilí, neb umožnila převážně katolickým republikánům, kteří mají v pohraničních oblastech většinu, předstírat, že vlastně žijí v jednotném Irsku, zatímco jejich unionističtí sousedé nadále žili v zemi královny Alžběty.

uvnitř vládnoucí strany či spekulace o výměně premiérky, předčasných volbách nebo dokonce druhém referendu, neponechávají mnoho nadějí, že se dočkáme rozhodného průlomu, který by sázkový kurz na tvrdý brexit mohl zvýšit (připomeňme, že případná dohoda o brexitu musí být schválena parlamentem, kde vláda drží křehkou většinu). Také z tohoto důvodu jsme vůči investicím do britských aktiv obezřetní a v našich fondech je držíme podvážené.

Miroslav Adamkovič, analytik,
CSOB 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.

Náš výhled na portfolia

Částečné rekonvalescence rozvíjejících se trhů, ke které došlo v uplynulém měsíci, jsme využili k dalšímu snížení dluhopisové části vybraných portfolií exponovaných na tyto trhy. Předpokládáme, že rozvíjející se trhy mohou být s ohledem na růst úroků vyspělých trhů i nadále pod tlakem, proto expozici na ně redukuje a volné prostředky následně alokujeme zejména do bonitních dluhopisů. Za tímto účelem využíváme v portfoliích, ať už přímo, případně v rámci držení dluhopisových fondů, ve větší míře i termínovaných vkladů a repo obchodů, které sledujeme jako vhodnou alternativu variabilně úročeným dluhopisům a jimž prostředím rostoucích úroků znamenitě svědčí. Růst úroků přirozeně vede k růstu výnosů i zbývajících, fixně úročených dluhopisů – aktuálně nabíhající výnos do splatnosti dluhopisové části portfolií je tak ve srovnání s počátkem roku vyšší o cca 1 %. To se týká jak individuálních strategií, tak strategií typu DUO, TRIO i PPF.

ČNB svou rétorikou, která následovala po srpnovém růstu klíčových sazeb, připravila pro letošní rok půdu pro další dvě zvýšení sazeb. Koruna na základě toho akcelerovala své zisky, část jich ale ještě v předvečer měnového zasedání odevzdala. Zvýšení sazeb ČNB v závěru měsíce pak dalo koruně nový růstový impuls. Reakce dluhopisových trhů byla bezprostředně po zasedání vlažná, neboť většina cenových korekcí se odehrála již s předstihem v průběhu měsíce.

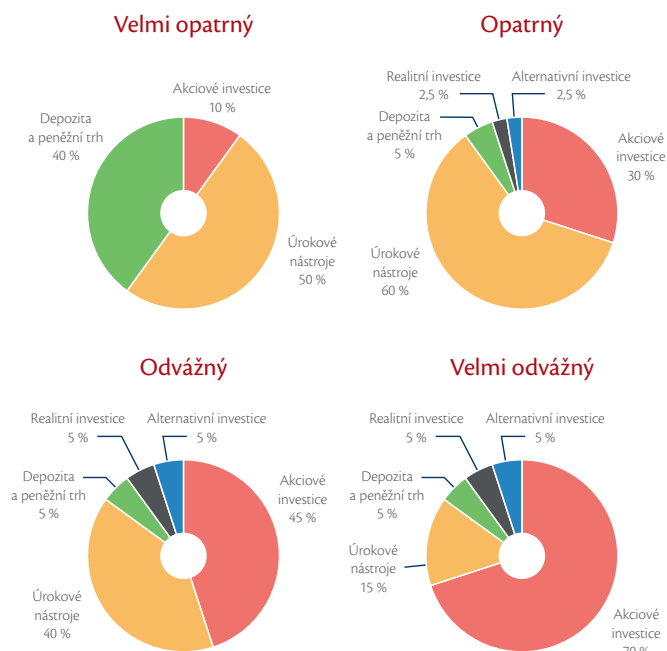
Podobnou strategii výběru dluhopisových investic využíváme i v dolarových portfoliích. Růst úroků v americké ekonomice nás vede k výběru výhradně variabilně úročených dluhopisů. Naopak v rámci eurových portfolií se aktuálně zaměřujeme zejména na fixně úročené dluhopisy středních splatností (do pěti let). Jejich podíl ale pozvolna snižujeme, a to i navzdory tomu, že ECB plánuje v eurozóně zvyšovat sazby nejdříve až ve druhé polovině příštího roku.

Podíl akcií jsme v uplynulém měsíci ponechali beze změn, mírně nadvážené. Zhruba do poloviny měsíce převládala na trzích pesimistická nálada živěna pokračujícím dějstvím obchodního konfliktu USA a Číny. Od jeho druhé poloviny ale nervozita na trzích polevuje a ty opět rostou. Preferujeme zejména vyspělé regiony, ze sektorů akcentujeme technologie, finanční instituce a akcie výrobců zboží dlouhodobé spotřeby.

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, 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 zahraničních investorů o domácí vládní dluhopisy klesá, naopak evidujeme zvýšenou poptávku z řad lokálních subjektů. Domácí vládní dluhopisy se tak přesouvají zpět do rukou místních subjektů, což výhledově nepochybně přispěje k jejich vyšší cenové stabilitě – vzpomeňme například na nedávné problémy rozvíjejících se trhů, které navzdory příznivé hospodářské situaci domácí ekonomiky, vedly ke zvýšenému odlivu zahraničního kapitálu i z českých vládních dluhopisů,

Koruna v minulém měsíci krátkodobě atakovala hranici 25,40 CZK/EUR, v jeho závěru se ale postupně propadla zpět k 25,70 CZK/EUR. K silnější úrovni jí nepomohlo ani zvýšení sazeb ČNB o 25 bazických bodů na 1,5 %. Reakce dluhopisových trhů na očekávané zvýšení úrokových sazeb ČNB byla bezprostředně po zasedání vlažná, neboť většina cenových korekcí se odehrála již s předstihem v průběhu měsíce. S růstem domácích výnosů počítáme i do budoucna, zejména pak vlivem pokračující restriktivní politiky ČNB i zvýšené emisní aktivity Ministerstva financí.

Nadále platí náš předpoklad limity na státní dluhopisy v portfoliích spíše 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 vymezujeme i prostřednictvím termínovaných vkladů, případně

u vybraných portfolií využitím tzv. repo operací. Ty za aktuálních tržních podmínek, rozuměno v prostředí rostoucích úrokových sazeb, považujeme za vhodný investiční nástroj, aniž bychom tím současně snížili bonitu takové investice.

Vhodnou alternativu 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 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 plné 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.

Korunové 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 tak příznivou zprávou zejména pro držitele variabilně úročených hypotečních zástavních listů, které jsou v portfoliích drženy ve zvýšených koncentracích. Vhodnou alternativou k variabilně úročeným dluhopisům se v prostředí rostoucích úrokových sazeb stává i využití termínovaných vkladů, případně repo obchodů, které hojně využíváme všude tam, kde se nám nedostává investičních příležitostí v podobě přímých dluhopisových pozic.

Růst úroků v letošním roce přirozeně vedl k růstu výnosů nejenom pouze vládních dluhopisů, ale i podnikových a bankovních emisí. Aktuálně nabíhající výnos do splatnosti dluhopisové části portfolií je tak ve srovnání s počátkem roku vyšší o cca 1 %. To se týká jak individuálních strategií, tak i strategií typu DUO, TRIO i PPF.

Nedostatečnou nabídku vhodných korunových nestátních dluhopisů kompenzujeme z části i 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. Přestože je úroveň dostupných eurových výnosů o poznání nižší, než je tomu v případě srovnatelných korunových investic, jsou jejich výnosy sekundárně navyšovány zisky ze zajištění měnového rizika.

Dluhopisovou složku dolarových portfolií naplňujeme zejména variabilně úročenými dolarovými dluhopisy, případně je kombinujeme s měnově zajištěnými korunovými 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 korunovými 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. Pozici prvně jmenovaného fondu jsme v uplynulém měsíci mírně zredukovali, zejména pak v souvislosti s naším opatrným výhledem na rozvíjející se trhy a jejich měny.

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

Hodnota fondu **ČSOB Institucionální dluhopisový** v uplynulém měsíci vzrostla o 0,20 %. Prospěla mu zejména stabilizace, zejména rozvojových trhů. Fond **KBC Local Emerging Market Bonds** posílil o 0,14 %, **KBC Bonds Emerging Markets** zhodnotil o 2,19 %. Hodnota fondu zaměřeného na méně bonitní finanční dluhopisy **KBC Europe Financial Opportunities** vzrostla o 0,58 %. Dařilo se i fondu **JP Morgan EUR High Yield** +0,38 %.

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. Tuto pozici nadále držíme, neboť věříme, že kurz je na těchto úrovních podhodnocen a neodpovídá fundamentální úrovni a současnému stavu domácí ekonomiky.

Na cizoměnových portfoliích řešíme měnové pozice následovně:

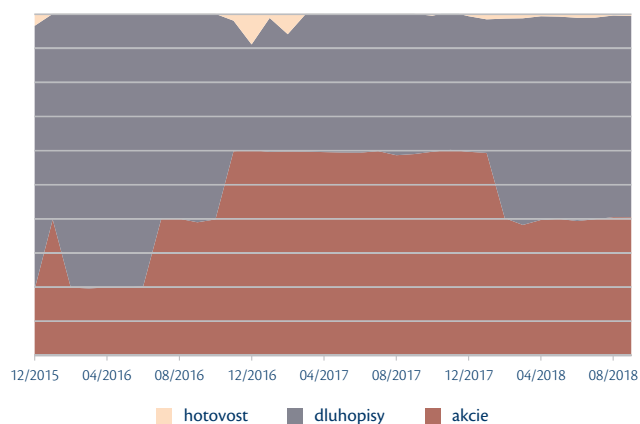
- EUR portfolia – sázky na posílení dolaru jsme již v průběhu minulého roku postupně opustili a dolarovou pozici plně zajišťujeme.
- USD portfolia – eurovou pozici plně zajišťujeme.
- Korunovou pozici na dolarových i eurových portfoliích do limitu vymezeného pro otevřené měnové pozice ponecháváme otevřenou,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

Zabezpečené investice

ČSOB IN Portfolio Plus

Poklesy akciových trhů z počátku měsíce byly v jeho druhé polovině kompenzovány jejich růsty. Hodnota Fondu tak za uplynulý měsíc zůstala prakticky neměnná +0,09 % (data dostupná k 27. 9.). Podíl akciové složky fondu ČSOB IN Portfolio Plus byl ponechán na 40 %. Hodnota fondu se nadále nachází pod jeho tržní cenou k datu refixu 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 hrozba eskalace obchodních válek a negativní sentiment na emerging markets nás v posledních měsících přiměly mírně redukovat váhu akcií v portfoliích a přesměrovat regionální alokaci směrem z rozvíjejících trhů a Evropy do Severní Ameriky. Nadále příznivý výhled ekonomiky a korporátních zisků (zejména v USA) nás však nadále utvrzuje v ponechání akciové složky na nadvážené úrovni. Z hlavních regionů mírně favorizujeme americké akcie, u kterých předpokládáme, že budou těžit zejména prosperující americké ekonomiky (USA mají také díky uzavřenějšímu trhu relativně silnější pozici v obchodních válkách). Z hlediska sektorové alokace preferujeme informační technologie, finanční sektor a zboží dlouhodobé spotřeby.

Děletrvající prostředí rostoucích cen akcií a extrémně nízké volatility přerušilo od začátku tohoto roku několik tržních bouří. Investory znervózňují zejména vyšší dluhopisové výnosy v USA, protekcionistická opatření

Donalda Trumpa, který střílí hrozbou cel na všechny strany, a výprodeje na rozvíjejících se trzích.

Rizika protekcionismu pro světový mezinárodní obchod a potažmo ziskovost nelze zcela přehlížet, přestože se trhy již z dosavadní praxe poučily, že po úvodním řinčení zbraní přichází většinou uklidnění situace a vyjednání (do jisté míry) kompromisních podmínek. Zatím posledními šoky pro akcie byla hrozba uvalení vysokých cel 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 a rozvíjejících se trhů, a naopak navyšováním investic do relativně stabilnějších trhů Severní Ameriky.

Americké předstihové indikátory předpovídají pokračování dobře našlápnutého růstu americké ekonomiky. Období ekonomické konjunktury může navíc dále prodloužit nedávno schválená daňová reforma, která hospodářství zajistí dodatečný fiskální stimul. Prosperující ekonomika se promítá do růstu kupní síly domácností a investic firem, což podporuje příznivý vývoj korporátních zisků.

Jedinou nevýhodou amerického trhu zůstává vysoké ocenění v porovnání s ostatními regiony. Vyšší valuace jsou však pro USA do jisté míry obvyklé a opodstatněné. USA mají nejrozvinutější akciový trh světa s historií atraktivních výnosů a zastoupením růstových titulů a americký dolar je mezi měnami považován za „bezpečný přístav“.

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 portfoliomanžera 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 těžařských 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. Saúdská Arábie na trh v současnosti pumpuje nejvíce ropy za posledních pět let.

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 měsíce pohybovala nad 80 USD za barel, tedy na téměř 4letých maximech. V následujících měsících však očekáváme, že bude předchozí razantní růst spíše korigovat. Vysoké ceny ropy umožňují obnovit těžbu americkým „břidličářům“, jejichž mezní náklady jsou vyšší než v případě arabských producentů, a navíc již nyní negativně dopadají na poptávku (zejména emerging markets dovozy drahé ropy omezují).

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 nespotebovává, 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 1 200 USD za unci a nereaguje nijak výrazně ani na letošní výkyvy na akciových trzích. Zlatu především nespovídá 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 podnikání na kapitálovém trhu v platném znění, upravujících pravidla pro analýzu investičních příležitostí nebo investiční doporučení. Při přípravě materiálu se vychází z aktuálně dostupných ekonomických informací a jejich zhodnocení v čase přípravy (tento materiál byl připraven k 27. 9. 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.