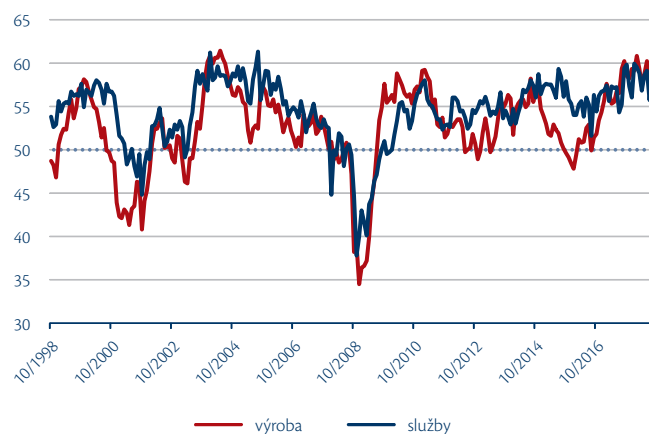




Jak vidíme svět?

- Akciové výprodeje determinovány technickými faktory; fundamenty zůstávají nadále silné.
- Růst úroků chápeme jako přirozenou součást hospodářského oživení a naše portfolia jsou na něj připravena.
- Zvyšujeme podíl bonitních investic a zkracujeme jejich duraci - preferujeme variabilně úročené korunové dluhopisy, případně je doplňujeme o nástroje peněžního trhu (termínované vklady, repo operace).

USA: Indexy nákupních manažerů (ISM) (recese < 50; expanze > 50)



Zdroj: Bloomberg.

Průmyslovou produkci v září táhl především zpracovatelský a těžební průmysl (díky čemuž rostla již čtvrtý měsíc v řadě), tempo však zpomalilo na 0,3 % meziměsíčně. Částečně přispěl k zájmovému zpomalení ničivý hurikán Florence. Překážkou rychlejšího růstu produkce určené na export jsou silný dolar, slabší ekonomický růst mimo USA a probíhající obchodní války.

Maloobchodní tržby rostly v září jen velmi pomalu (o 0,1 % meziměsíčně), čímž podstatně zaostaly za odhady. Silné prodeje aut byly vyváženy propadem tržeb z restaurací, který byl nejvýraznější za poslední téměř dva roky. Na vině mohl být i v tomto případě hurikán, kvůli němuž došlo k omezení návštěv stravovacích zařízení.

Špatné zprávy přišly další měsíc v řadě z nemovitostního trhu, který se tak postupně stává pro americkou ekonomiku hlavním zdrojem obav. Prodeje nových domů se propadly v září počtvrté v řadě (o 5,5 %, na téměř dvouleté minimum). Navíc byla revidována dolů i data za uplynulý dva měsíce. Hurikán Florence postihl zejména jih USA, který je z hlediska prodeje klíčovou oblastí. Negativní vývoj amerického nemovitostního trhu dopadá hlavně na akcie stavebních firem a také společností vyráběj-

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

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Investory v uplynulém měsíci přepadly obavy ze zpomalení hospodářského růstu. Z nově přichozích ekonomických dat se tak soustředili především na negativní aspekty. Důvěra zůstává narušená obchodními válkami, které se stupňují hlavně mezi USA a Čínou. Evropu sužují bezvýsledné diskuze o brexitu a konflikt mezi italskou vládou a Evropskou komisí. Není však všechno tak černé, jak na první pohled vypadá. Vzpruhu může trhům dodat úspěšná výsledková sezóna a nadále silná kondice americké ekonomiky.

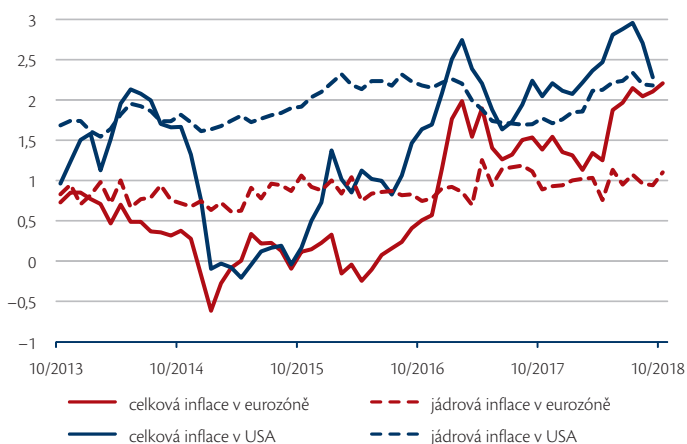
Spojené státy americké

Americké předstihové indikátory ISM¹, které signalizují, kam by se ekonomika měla ubírat v následujícím období, vykazaly smíšené výsledky. Ve výrobě klesly oproti očekávání více, zatímco ve službách výrazně pozitivně překvapily, když se zvedly dokonce až na 61,6 bodu. Celkově tak přetrvává optimismus ohledně budoucího ekonomického růstu. Tahounem je spotřeba a nadále platí, že rizika plynou hlavně z napjaté situace na pracovním trhu a částečně také z dopadů celní politiky na odbytí firem. Poslední akcí amerického prezidenta Donalda Trumpa v této věci je hrozba uvalení cel na zbytek importovaného zboží z Číny (v hodnotě kolem 257 miliard USD).

jičích zařízení do domácností, které od začátku roku ztrácejí až 40 % ceny. Důvodem zhoršování situace na nemovitostním trhu jsou vyšší úroky Fedu, které se promítají do zdražování hypoték (podle serveru Bankrate.com dosahovala průměrná sazba hypotéky v USA 4,87 %) a poptávka už delší dobu slábne také kvůli vysokým cenám nemovitostí. Zde však svítá naděje, protože mediánová cena již oproti minulému roku klesla.

Oproti nemovitostnímu trhu je naopak ve výborné kondici trh pracovní. V americké ekonomice vzniklo v září sice jen 134 tisíc pracovních míst (což bylo nejméně od loňského září), údaje z předchozích měsíců byly ale revidovány nahoru (v srpnu dokonce na 270 tisíc) a míra nezaměstnanosti klesla na 3,7 %, tedy minimum od roku 1969. V porovnání s předchozími měsíci mírně zpomalily růst mzdy (+2,8 % ročně). Inflace naproti tomu podstatně zvolnila. Spotřebitelské ceny v září meziročně rostly o 2,3 %, zatímco jádrová inflace (bez cen energií a potravin) dosáhla 2,2 % meziročně.

Vývoj inflace v USA a eurozóně (meziročně, v %)



Zdroj: Bloomberg.

Americký HDP překonal odhady s anualizovaným růstem o 3,5 % ve 3Q. Data však byla tentokrát silně zkreslena efektem předzásobením kvůli novým člům – zvedly se zásoby a dovoz, zatímco slabší vyšly investice a čistý export.

Americká centrální banka Fed musí bedlivě sledovat vývoj americké ekonomiky tak, aby zabránila přehřátí ekonomiky (aby ekonomický růst nezačal působit příliš inflačně). K poslednímu zvýšení sazeb došlo v září – 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.

Evropa

Důvěra měřená ukazateli ZEW a IFO se v Německu oproti předchozímu měsíci zhoršila. Podobně negativní vývoj zaznamenaly také výsledky indexů nákupních manažerů (PMI) eurozóny. Zhoršovala se situace ve výrobě i ve službách a kompozitní indikátor klesl na 52,7 bodu. Náladu manažerů nadále podřívá nejistota z dopadů obchodních válek a slabší ekonomická kondice emerging markets a jejich poptávka po exportu.

Maloobchodní tržby v eurozóně v srpnu zklamaly, když oproti předchozímu měsíci klesly o 0,2 % (+1,8 % meziročně). Data tak potvrdila další slábnutí spotřeby, které trvá již od počátku letošního roku. Výrazné pozitivní překvapení ale přinesla průmyslová produkce, která se v srpnu meziměsíčně zvedla o 1 %. Exportně zaměřeným firmám začíná hrát do karet relativně slabé euro.

Bolehlav EU: Italský dluh

Italská ekonomika ve třetím kvartále stagnovala kvůli slabému výkonu průmyslu, trh přitom očekával sice slabý, ale stále 0,2% mezičtvrtletní růst. Zemi tak vážně hrozí další recese. V kontextu středě navrženého vládního rozpočtu se schodkem ve výši 2,4 % k HDP (tedy třikrát vyšším oproti původnímu plánu), který kalkuluje s hospodářským růstem v roce 2019 na úrovni 1,5 %, se jedná o vskutku překerní situaci a není divu, že byl návrh rozpočtu Evropskou komisí odmítnut. Jsme přesvědčeni o tom, že italská vláda bude muset nakonec tváří v tvář finanční realitě své rozchodné plány přehodnotit.

Reakce na předložení deficitního italského rozpočtu na sebe nenechala dlouho čekat a pět měsíců po prvním varování přišla s nepříznivou revizí ratingu agentura Moody's. Jako první z hlavních ratingových agentur srazila úvěrové hodnocení Itálie o stupínek dolů (z Baa2 na Baa3) a posunula tak její dluh blíže pomyslnému útesu – známka Baa3 sedí přesně na hranici mezi investičním a neinvestičním pásmem. Příští snížení ratingu by tak bolelo podstatně více. Neinvestiční pásmo představuje teritorium vyhrazené pro spekulativní investice, u nichž je výměnou za podstoupení zvýšených rizik požadován vysoký výnos.

Rozumíme, že volby se vyhrávají s příslibem rozdávaní dárečků a v kampani se nikdo neptá, jak se sliby budou financovat. Na to se však ptají finanční trhy, které nekompromisně určují, za kolik jsou ochotny dlužníkům půjčovat. 10letý státní dluhopis Itálie aktuálně nese přes 3,4 % ročně, což v kontrastu s německými 0,4 % indikuje velký rozdíl ve vnímání důvěryhodnosti, který dosahuje dokonce 5,5letého maxima (mimořádně, český 10letý státní dluhopis nese 2 % ročně, a to nám určuje ČNB mnohem vyšší úroky). I kdyby tak přivřela nad italskou troufalostí oko EU, shovívaví k plánům třetí největší ekonomiky EU se slabým hospodářským růstem a dluhem v poměru 130 % k HDP nebudou investoři.

Útěchou pro Itálii budiž „stabilní výhled“ ratingu, což jinými slovy znamená, že Moody's v dohledné době neuvažuje o jeho dalším snížení. Agentura S&P pak byla vůči Itálii ještě milosrdnější a snížila jí pouze výhled ratingu při ponechání dosavadní známky BBB.

Růst HDP eurozóny výrazně zpomalil z 1,8 % ve 2Q na 0,6 % ve 3Q (mezičtvrtletně, anualizovaně). Šlo o nejpomalejší tempo za poslední více než 4 roky. Na vině byl hlavně slabší export v důsledku protekcionistických politik, naopak domácí poptávka zůstala poměrně silná.

Investoři se tentokrát také více než dříve soustředili na dílčí data, konkrétně z Německa a Itálie, kde údaje o HDP zaostaly za odhady. V Německu byla čísla jednorázově ovlivněna pomalým přechodem automobilek na nová emisní pravidla. Projevilo se to už v propadu počtu registrací aut v EU, které se v září propadly o 23,5 % (celkový efekt však zmírnil srpen, kde v důsledku předzásobením prodeje naopak rostly o více než 30 %).

Bude zajímavé sledovat, zda prudké zpomalení evropského ekonomického růstu nepřiměje ECB k přehodnocení plánů na ukončení kvantitativního uvolňování a první zvýšení sazeb v příštím roce. Zatím ECB plánuje nakupovat dluhopisy zredukovaným tempem (v hodnotě 15 miliard EUR měsíčně) do konce roku, což jí dává čas na rozmyšlenou. Úrokové sazby se zatím zavázala držet na současné nízké úrovni minimálně do léta příštího roku.

Nezaměstnanost v září stagnovala na 8,1 % a nadále se tak nachází na minimu od roku 2008. Index spotřebitelských cen v říjnu podle předběžných odhadů mírně zrychlil tempo na 2,2 % proti předchozím 2,1 %.

Jeden důvod za všechny, proč nevyprodávat akcie

Pozdní fáze ekonomického cyklu je charakteristická zpravidla vyšší kolísavostí nejen akciových trhů. A má to svůj důvod. Hospodářství sice roste, ale je jasné, že mu dříve či později dojde dech. Dávám konjunkturu rok, maximálně dva, chtělo by se říci podle klasika, nicméně na rozdíl od filmového přání trvalého odchodu se konjunktura celkem pravidelně vrací. I když, u toho bolševika člověk nikdy neví...

Investoři svými výprodeji zpravidla uzavírají své zisky, kterých v období boomeru dosáhli a citlivě reagují na každou horší zprávu, která by mohla naznačit, že tento cyklus je opravdu u svého konce. Neboť se dá vcelku logicky předpokládat, že v následném období ekonomické chudokrevnosti půjde akcie nakoupit o něco levněji, přičemž to „něco“ mohou být docela velké peníze.

Proč tedy dnes nevyprodávat, když to zní tak krásně chytře? Existuje několik dobrých důvodů, které jsou možná ještě chytřejší. Možná si vzpomínáte, že už v roce 2011 došlo k určité zvýšené kolísavosti, zaviněné neúživostí evropské výkonnosti – krize eura se tomu říkalo. Kdo znervóznil v té době a prodal, přišel

o mnoho. Nejde jen o kapitálový výnos, ale v čase hraje velký význam i dividendy.

Dividendový výnos amerických akcií jsou sice slabá 2 %, ale evropské už atakují dvojnásobek. Když se podíváme na očekávané P/E ve výši 15,5 (S&P 500), resp. 13,5 (Stoxx Europe 600), jedná se o výnosnost 6,5 % resp. 7,4 %. Rozdíl mezi dividendovým výnosem a ziskovou výnosností je tvořen zpravidla tím, co firmy investují do své budoucnosti, tedy do budoucího potenciálu dalšího zvýšení ziskovosti. I když se jedná o určitou míru zjednodušení, faktem je, že obecně reinvestice zisků vedou k růstu zisku na akcii. Takže opuštěním trhu riskujeme nejen dividendu, ale i další ztráty. Ty nastanou v případě, že nenastane ještě nějakou dobu ekonomický průsvih a poměr P/E se i díky tomu udrží neměnný – trhy tedy budou fungovat efektivně a připíšou kapitálový zisk, odpovídající změně v ziskovosti. A to nemluvíme o případě, kdy ekonomika ještě alespoň jednou nabere více dechu do plic – pak zpravidla akciové trhy rostou ještě rychleji.

Do úlohy tedy kromě jistoty, že jednou přijde recese, vchází mnoho neznámých proměnných, spočívajících zejména v odhadu „za jak dlouho něco přijde“ a „jak vážné to bude“. Je mnoho investorů, kteří jsou již od roku 2011 mimo akciový trh a takového poklesu,

aby jim vynahradil nejen ušlý kapitálový výnos, ale i dividendy, se jen stěží dočkají – nejspíše nikdy. Na druhé straně stojí ti, kteří mají dlouhý investiční horizont, a případný další pokles jim uloupne třeba jen zlomek do té doby nahromaděných zisků. Z definice hospodářských cyklů v dlouhém horizontu totiž plyne, že rizikem je být nezainvestován, nikoli být zainvestován. Jak pravil legendární investor Peter Lynch: „Mnohem větší ztráty investorům přivodily pokusy o předvídání korekcí než korekce samotné.“

Takže co s těmi poklesy? Zeptejte se sami sebe, jak se cítíte. Pokud je to pocit rozlitého mléka či rozbité sklenice, držte se raději u opatrnějších portfolií typu ČSOB Bohatství – ty peníze za infarkt opravdu nestojí. Pokud vám září oči a cítíte příležitost, můžete se nachystat na mimořádný vklad – třeba do ČSOB Akciového.

Aleš Prandstetter, hlavní investiční stratég, ČSOB Asset Management



K 2% cíli centrální banky se inflace v posledních měsících dostala díky vyšším cenám energií, u ostatního zboží ale zůstává mírná. Jádřová inflace (nezahrnující kolísavé složky jako energie a potraviny) rovněž zrychlila – z 0,9 % na 1,1 % meziročně.

Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)		Inflace (průměrná roční změna, v %)	
	2018	2019	2018	2019
ČR	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

		10/2018	04/2019	10/2019
ČR	Základní sazba	1,50	2,00	2,25
	10letý výnos dluhopisu	2,10	2,60	2,90
	USD/CZK	22,69	21,45	20,84
	EUR/CZK	25,87	25,10	24,80
EMU	Základní sazba	0,00	0,00	0,25
	10letý výnos dluhopisu	0,37	0,80	1,10
USA	Základní sazba*	2,25	2,75	3,25
	10letý výnos dluhopisu	3,10	3,40	3,50
	EUR/USD	1,14	1,17	1,19

*) 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.

Náš výhled na portfolia

V říjnu prošly akciové trhy významnou korekcí. Poklesům se tentokrát nevyhnul ani americký Wall Street, který zažil nejsilnější výprodeje od února letošního roku. Podobně jako i jiné renomované finanční domy se domníváme, že výprodeje v takovém rozsahu nebyly zapříčiněny fundamentálními (ekonomickými), ale ryze technickými faktory (výpočtové algoritmy, hodnotící naopak velmi krátkodobé trendy). Nijak nezlehčujeme riziko rostoucího protekcionismu (cel a jiných bariér) pro mezinárodní obchod či negativní dopady italského dluhu na finanční trhy, máme ale za to, že současné výprodeje jsou přechodnou korekcí na pokračujícím býčím trhu a že akciové trhy jsou při dané úrovni silně přeprodány. Současné poklesy tak vnímáme spíše jako příležitost k nákupu. Při výběru preferujeme zejména vyspělé regiony, ze sektorů akcentujeme technologie, finanční instituce a akcie výrobců zboží dlouhodobé spotřeby.

Růst úroků (dluhopisových výnosů), jehož jsme svědky v letošním roce, je přirozenou součástí pokračujícího hospodářského oživení. Nevnímáme jej tak jako něco nežádoucího, byť intenzita růstu úroků může v mnohých vzbuzovat otázky udržitelnosti hospodářského růstu nejenom v západních, ale zejména v rozvíjejících se ekonomikách. Ty jsou obecně více závislé na krátkodobém financování svých výpůjček, čímž obecně vykazují vyšší citlivost na úrokové míry. Těchto úvah jsme si vědomi, proto napříč portfolii snižujeme expozici na rozvíjející se trhy (jak na jejich akciovou, tak i dluhopisovou část).

V portfoliích v současné době navyšujeme podíl bonitních investic, čímž snižujeme jejich celkovou rizikovost. Využíváme zvýšeného podílu instrumentů peněžního trhu (termínované vklady, reverzní repo operace), kterými doplňujeme nabídku variabilně úročených dluhopisů.

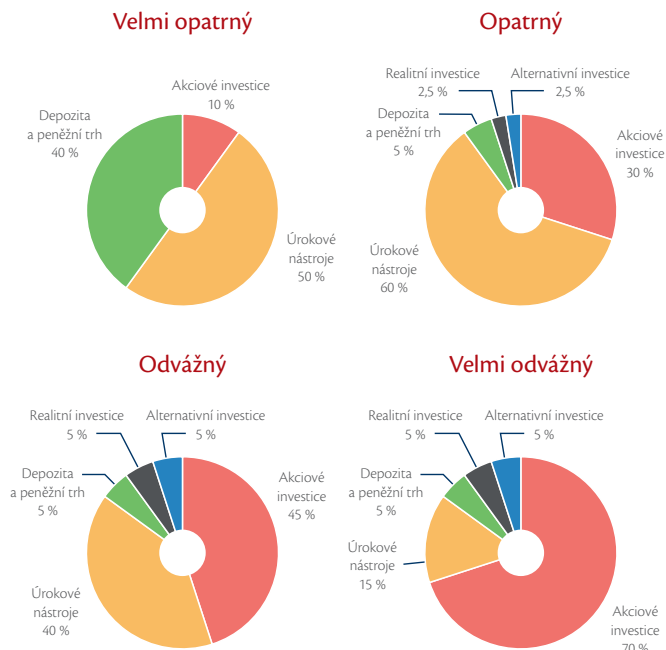
Růst úroků napříč zeměmi vyústil v letošním roce ve zvýšenou volatilitu rizikových investic (jako například akcií). Z historického pohledu se nejedná ale o nic výjimečného. V této souvislosti tak spíše hovoříme o návratu k normálu. Navíc je průměrný úrokový výnos nabíhající na profilových portfoliích a strategiích typu DUO a TRIO ve srovnání s počátkem roku přibližně 1 % vyšší. Právě tyto vyšší úrokové výnosy vytváří ve smíšených portfoliích odpovídající prostor pro kompenzaci případných korekcí akciového trhu.

Vzhledem k významu tržní korekce v minulém měsíci rozšiřujeme náš pravidelný měsíční komentář o speciální přílohu našeho analytického oddělení. Jeho součástí je nejenom faktické zhodnocení uplynulého dění, ale i úvahy o předpokládaném budoucím vývoji.

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. Vývoj na trhu domácích dluhopisů bude i v následujících obdobích zásadním způsobem ovlivňován restriktivní politikou ČNB. Ta bude, podobně jako i v minulých měsících, pokračovat ve zvyšování úrokových sazeb.

Podíl státních dluhopisů při rostoucí úrovni výnosů v portfoliích postupně od druhé poloviny roku navyšujeme. Jejich podíl ale omezujeme výhradně na variabilně úročené emise, pouze na vybraných portfoliích reálně zvažujeme v i vstup do fixně úročených pozic.

V rámci segmentu vysoce konzervativních investic se vůči riziku růstu úroků vymezujeme i zvyšujícím se podílem 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.

Zajímavou bezpečnou investicí je fond ČSOB Institucionální úrokový, který je svým zaměřením určen zejména vysoce konzervativním investorům. Jeho aktiva jsou investována z velké části právě do výše uvedených aktiv, případně do vysoce bonitních podnikových a bankovních dluhopisů. Aktuální nabíhající úrokový výnos fondu je 1,55 % p. a. při duraci 1 roku. V prostředí růstu rizik, které zvyšovalo poptávku investorů po bez-

pečných aktivech, zhodnotil fond za minulý měsíc o 0,15 %. 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).

Růst domácích úroků nám umožnil v letošním roce dále zvýšit podíl konzervativních investic napříč portfolii. Tato přijatá opatření se v kontextu zvýšené volatility rizikových aktiv osvědčila a nemalou měrou přispěla k ochraně významné části klientských investic.

Podnikové a bankovní dluhopisy investičního stupně

Dlouhodobě se domníváme, že se výnosy dluhopisů celosvětově „normalizují“ 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.

Odlisný přístup měnových autorit společně s odlišnými 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 korunových dluhopisů preferujeme s ohledem na pokračující 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 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 %, při současně nižší úrovni její durace (citlivost ceny dluhopisů na změnu úrokových sazeb).** 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 50 % 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. **Aktuální nabíhající úrokový výnos fondu ČSOB Institucionální dluhopisový je 2,1 % p. a. při duraci 1,7 roku.**

Nejpočetnější skupinu rizikových investic fondu **ČSOB Institucionální dluhopisový** tvoří tzv. high yield fondy (cca 20 %) – investice do rizikových dluhopisů jsou záměrně realizovány výhradně prostřednictvím fondů, čímž významnou měrou přispíváme k diverzifikaci rizika dílčích dluhopisových titulů. Tento typ rizikových 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 minulých měsících mírně zredukovali, zejména pak v souvislosti s naším opatrným výhledem na rozvíjející se trhy a jejich měny. Podíl obou fondů dosahuje 5 %.

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 podstatužené 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.

Hodnota fondu **ČSOB Institucionální dluhopisový** v uplynulém měsíci poklesla o 0,17 %. Zatímco držené přímé dluhopisové pozice fondu zaznamenaly vůči uplynulému vývoji jistou míru rezistence, klesaly ceny některých dílčích fondů. Fond **KBC Local Emerging Market Bonds** posílil o 1,45 %, fond **KBC Bonds Emerging Markets** poklesl o 1,85 %. Hodnota fondu zaměřeného na méně bonitní finanční dluhopisy **KBC Europe Financial Opportunities** poklesla o 1,77 %. Nedařilo se ani high yield fondům, které v průměru odepsaly 0,88 %.

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.

V rámci typizovaných strategií evidujeme následující nabíhající výnosy a durace jejich dluhopisových částí.

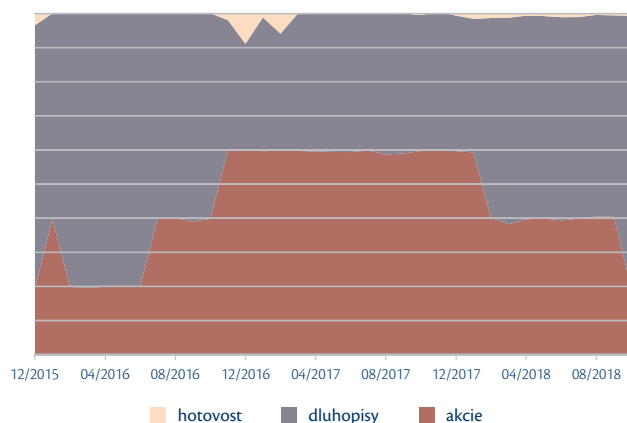
Strategie	Nabíhající úrokový výnos p. a.	Durace v letech
DUO 1	1,63 %	0,99
DUO 2	1,65 %	0,99
DUO 3	1,69 %	0,99
TRIO1	2,02 %	0,90
TRIO2	2,07 %	1,10
TRIO3	2,07 %	1,17
PPF10	2,11 %	0,86
PPF20	2,16 %	0,96
PPF30	2,29 %	1,20

Zabezpečené investice

ČSOB IN Portfolio Plus

Propady akciového trhu v uplynulém měsíci přirozeně zasáhly i fond ČSOB IN Portfolio Plus. Fond za sledované období poklesl o 3,14 %, vyšším ztrátám zamezilo aktivní snížení akciové části fondu z výchozích 40 % na konečných 20 %. Hodnota fondu se aktuálně nachází pod tržní hodnotou k datu reflexu jeho hraniční hodnoty, což přirozeně zvyšuje ochranu jak pro současné, tak i nově přichozí klienty.

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



Akcie

Výrazné zlevnění akcií v poměru k očekávaným ziskům nás vedlo k dovážení akciové složky zpět na lehce nadvážené hodnoty. Nakupovali jsme především tituly ze Severní Ameriky, která byla ve výprodejích tentokrát postižena relativně více v porovnání s ostatními regiony, navíc tamní firmy nabízejí zajímavý růstový potenciál v kontextu silné ekonomiky. Hlavními důvody celkového nadvážení akcií v portfoliích zůstává především výhled růstu korporátních zisků.

Déletrvajícím prostředím rostoucích cen akcií a extrémně nízké volatility přerušilo od začátku tohoto roku několik tržních bouří. Investory znervozňují zejména vyšší dluhopisové výnosy v USA, protekcionistická opatření Donalda Trumpa, který střílí hrozbou cel na všechny strany, a dle nás přehnané obavy z možného příchodu recese v USA v příštím roce.

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 automobilů, 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.

Trumpova protekcionistická prohlášení doposud dopadala zejména na neamerické akcie, avšak vzhledem k tomu, že protistrany podnikají odvetná opatření, negativní dopady se zcela nevyhnou ani americkým akciím. Díky větší uzavřenosti amerického trhu na ně mají ale relativně menší vliv než na akcie firem z ostatních částí světa.

Hlavní nevýhoda amerických akcií v podobě výrazně vyššího ocenění v porovnání s ostatními regiony, na kterou jsme delší dobu poukazovali, se americkému trhu stala osudnou během říjnových výprodejů. Zatímco v září americké indexy lámaly historické rekordy, v říjnu zažily především nejvýše oceněné akcie z indexů prudkou korekci. Současného zlevnění amerických akcií využíváme k nákupům kvalitních titulů se slevou. Je třeba mít na paměti, že USA mají nejrozvinutější akciový trh světa s historií atraktivních výnosů a zastoupením růstových titulů. Navíc americký dolar je mezi měnami považován za „bezpečný přístav“.

Akcie

Nemovitosti do portfolia v omezené míře patří, protože zlepšují diverzifikaci rizik a často nabízejí relativně bezpečný výnos. Podíl realitních akcií v portfoliích jsme v posledních měsících udržovali poblíž neutrální úrovně, v květnu a v říjnu jsme jej však výrazně snížili a nyní je držíme na podvážené úrovni. Zajímavější příležitosti vidíme v ostatních oblastech akciového trhu. Atraktivitu sektoru může snížit zvyšování úrokových sazeb, které by nedokázal kompenzovat růst příjmů z pronájmu.

Sektor je oblíbený hlavně u investorů do dluhopisů, kterým se při hledání výnosů otevírají nové možnosti, a institucionálních investorů, jako jsou například penzijní fondy. Sestavení solidně diverzifikovaného portfolia z přímých investic do realit je pro většinu investorů nedosažitelným cílem z důvodu značné velikosti projektů a omezené likvidity realitního trhu. Alternativu tvoří akcie realitních firem, takzvané REITs (Real Estate

Investment Trusts). Jde o investiční fondy, jejichž většina portfolia sestává z jednoho nebo více projektů, kterých se přímo účastní. Často jsou komerčněji orientované, existují ale také subjekty, které se zaměřují na jiné rostoucí tržní segmenty těžící z ekonomického oživení a růstu příjmů z nájemného.

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.

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

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. Sankce USA vůči Íránu mají začít platit od listopadu.

Cena ropy Brent se ke konci měsíce pohybovala nad 76 USD za barel, tedy na téměř 4letých maximech. V následujících měsících však očekáváme, že bude předchodit 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 (zaručené 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 nespotežbovává, 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 1 220 USD za unci a nereaguje nijak výrazně ani na letošní výkyvy na akciových trzích. Zlatu především nesvědčí výhled vyšších výnosů z jiných bezpečných investic, jako jsou například státní dluhopisy.

Strach investorů, kteří poptávají zlato jako zajištění proti krizi nebo kolapsu akciového trhu, je dle našeho názoru přehnaný. Zdaleka nejsme svědky recese světové ekonomiky a výhled růstu zůstává i přes ekonomická a geopolitická rizika příznivý.

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. 10. 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.

Komentář analytiků ČSOB Asset management k aktuální situaci na trzích

Co se děje na trzích?

Máme za sebou poměrně rozkolísané období, kdy se finančním trhům příliš nedařilo, blýská se již na lepší časy?

Aktuální dění ve stručnosti:

Tři hlavní důvody, proč je případná panika zbytečná

- ekonomický výhled zůstává velmi příznivý, zejména v námi nadvažované Americe: podnikatelská důvěra v USA v říjnu opět rostla (indikátor ISM ve službách vystoupal nad 60 bodů) a americký HDP překonal odhady s anualizovaným růstem o 3,5 % ve 3Q (data však byla tentokrát silně zkreslena efektem předzásobení kvůli novým člům – zvedly se zásoby a dovoz, zatímco slabší vyšly investice a export), oproti předchozímu kvartálu tempo ekonomického růstu zpomalilo, to však nebylo žádným překvapením;
- v Evropě podnikatelská důvěra klesá již několik měsíců v řadě (zejména kvůli nejistotě plynoucí z obchodních válek) – i tak se ale drží nad hranicí 50 bodů, což znamená, že respondenti dále čekají dobré časy a nebojí se recese;
- obavy z příliš rychlého utahování měnové politiky USA a konce fáze růstu v ekonomickém cyklu už v příštím roce považujeme za neopodstatněné: Fed pouze reaguje na velmi dobrá příchozí data z ekonomiky a normalizuje měnovou politiku tak, aby měl před příchodem příštího ekonomického zpomalení dostatečný „polštář“ (tedy aby měl prostor sazby snižovat).

Růst světové ekonomiky se zpomalí, ale nezastaví

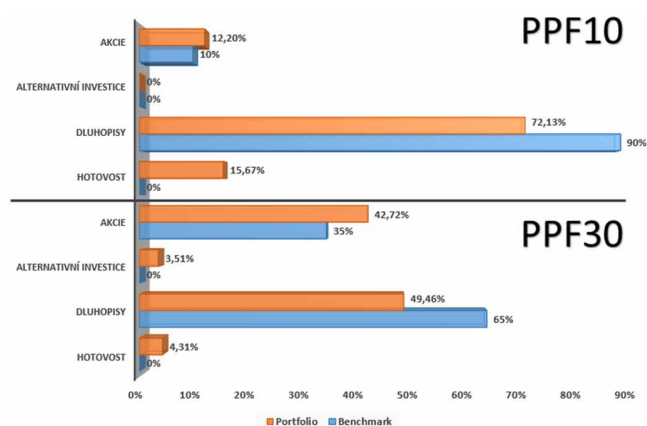
- lepší než očekávaná ekonomická čísla chodí hlavně z USA, méně už ze zbytku světa – ani tam ale nejsou čísla tak špatná, aby měli investoři zcela zanevřít na akcie;
- posílení dolaru je brzdou pro americké vývoze a komplikuje život i neamerickým společnostem, které se financovaly dolarově denominovanými dluhy, na druhé straně je však slabé euro stimulem pro evropské exportéry;
- zákonitě se někde musejí projevit dopady obchodního konfliktu, v této otázce ale zatím panuje velká nejistota, hospodářské výsledky za 3Q jsou proto prvním vodítkem;
- je nutné mít na paměti, že USA jsou relativně uzavřený trh s menší vahou exportu na svém hospodářství (v kontrastu s Evropou), tudíž na tamní firmy nemají obchodní války a silný dolar tak negativní vliv jako na jiné regiony;
- na jednu stranu se všude mluví o obchodních válkách, na druhou stranu trh naprosto ignoruje pozitivní dopady nově uzavřené dohody mezi USA, Kanadou a Mexikem;
- k zhoršování korporátních výhledů dochází v případě několika málo firem, kde byla očekávání nastavena skutečně extrémně vysoko;
- technologický sektor za 3Q dosáhl růstu zisků o 24 %, tedy o 12 % více, než se čekalo; jedná se o velmi pozitivní výsledkovou sezonu, propady akcií v tomto sektoru pokládáme za přehnané. Uznáváme však, že velká část těchto zisků je způsobena jednorázovým faktorem, a to Trumpovými daňovými škrti. Do budoucna zisky pravděpodobně porostou zhruba desetiprocentním tempem;
- na hodnocení výsledků z Evropy je ještě brzy, dá se však očekávat, že zde bude obrázek více smíšený;
- na trhy začíná doléhat větší měrou politika: v USA se blíží volby do Kongresu, které mohou oslabit Trumpovu pozici, a v Evropě dál bez výsledku probíhají jednání o brexitu, vyhrocuje se konflikt mezi

italskou vládou a Evropskou komisí (nicméně v poslední revizi ratingu byla vůči Itálii agentura S&P milosrdná a snížila jí pouze výhled ratingu při ponechání dosavadní známky BBB) a dochází k oslabování pozice tradičních politických stran (což o víkendu potvrdily zemské volby v Německu).

Jaká je naše aktuální reakce?

Podílové fondy těží z aktivní správy. Portfolio manažer může některé poklesy vyhodnotit jako neopodstatněné a navýšit akciovou složku, aby využil očekávaného opětovného růstu akciového trhu.

Pro ilustraci přikládáme podíly dílčích tříd aktiv v rámci typizovaných strategií PPF10 a PPF30.

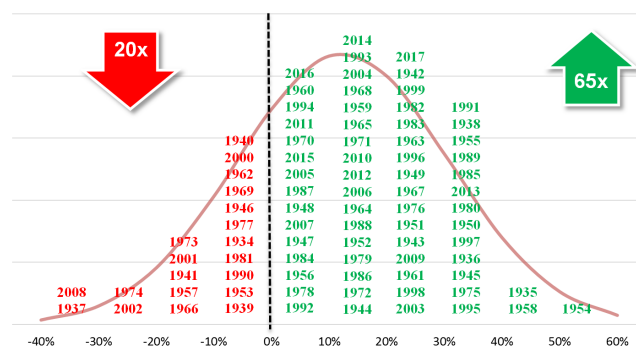


Zdroj: ČSOB Asset Management.

Fakta o akciích

Stále platí, že z investičního pohledu neexistuje výnosnější aktivum, než jsou právě akcie. Tyto instrumenty např. v USA, kde máme nejdelší nepřetržitou historii akciového trhu, nabízejí za uplynulých 100 let průměrné roční zhodnocení přes 10 %. Jak pochopit samotné akcie? Jedná se v podstatě o nárok na část zisku a majetku příslušné společnosti, která v dané zemi zaměstnává obyvatele a prodává své produkty a služby. Cena je následně ovlivňována nejen hospodařením firmy (fundamenty), ale také krátkodobými vlivy, jako je nálada na trzích (sentiment). Dlouhodobě je tento typ investice nejvýnosnější. Další důkaz podobného charakteru máte před sebou. V grafu níže můžete vidět, kolik roků zažily akcie ve ztrátě a kolik jich bylo ziskových. Pravděpodobnost, že při investování zažijete ztrátový rok, je reálná. Tím nejdůležitějším faktorem je však při investování čas: čím více ho investicím dáte, tím pravděpodobněji investice vydělají.

Roční výnosy amerických akcií za období 1934–2017



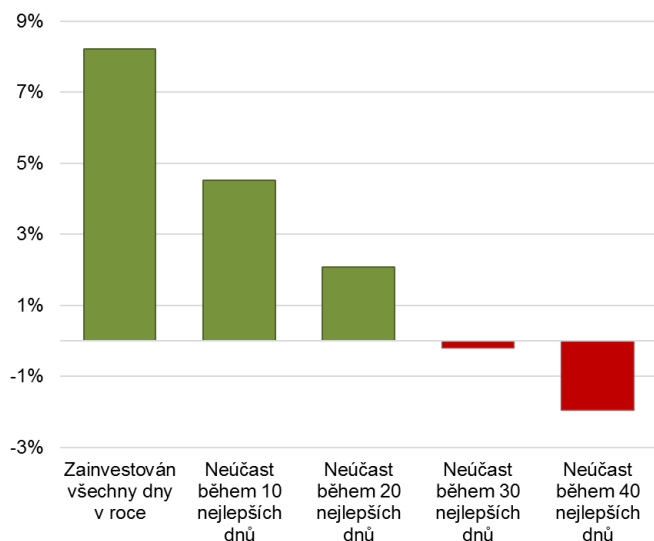
Zdroj: St. Louis Federal Reserve, ČSOB Asset Management.

Závěr

Podstatou investování do akcií je hlavně využití dlouhodobého potenciálu, který přirozeně nabízejí. Praxe ukazuje, že snaha o přesné „načasování nákupů“ vede ve finále spíše k nižším ziskům. Nyní se nabízí možnost slevy, která se z dlouhodobého pohledu zřejmě opět vyplatí. Na následujícím grafu názorně demonstrujeme ušlé zisky investora, který se naopak snaží v nepříjemných dobách z akcií vystupovat a soustředit se pouze na období plně pozitiv.

Ta nejnynější období přicházejí na trzích obvykle tehdy, kdy to jen málokdo čeká.

Důležitost načasování trhu za posledních 20 let při neúčasti na trhu některý den v roce



Zdroj: FactSet, ČSOB Asset Management.

Tento materiál má pouze informační charakter a nejedná se o nabídku ani veřejnou nabídku. Obsah tohoto materiálu nelze vykládat jako poskytování investičního poradenství nebo jiné investiční služby.