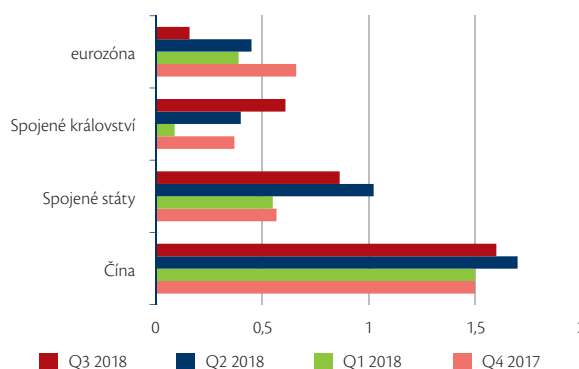




Jak vidíme svět?

- Současná úroveň úrokového trhu zvyšuje mezi investory atraktivitu vysoce bezpečných úrokových investic
- Akciovou složku v portfoliích nadále mírně nadvažujeme; dále posilujeme zastoupení amerických akcií
- V portfoliích dále zvyšujeme podíl bezpečných úrokových investic a zkracujeme jejich duraci – preferujeme variabilně úročené korunové dluhopisy, případně je doplňujeme o nástroje peněžního trhu (termínované vklady, repo operace).

Reálný růst HDP (mezikvartálně, v %)



Zdroj: Bloomberg.

Průmyslová produkce za říjen naopak velmi pozitivně překvapila. Rostla již pátý měsíc v řadě (za říjen o 0,3 % meziměsíčně) a dokázala ustát oslabení v automobilovém průmyslu. Táhl ji především silný růst výroby zařízení pro podniky. Průmysl v USA tvoří 12 % ekonomiky a v současné době se opírá hlavně o silnou domácí ekonomiku. Brzdou zůstává nedostatek kapacit (především napjatý pracovní trh), zdržení vstupů v důsledku růstu cen surovin a v případě produkce na export také relativně silný dolar a slábnoucí ekonomický růst mimo USA, na kterém se podepisují pokračující obchodní války. V této věci bychom se mohli dočkat nových informací začátkem prosince, kdy se bude konat summit G20. Na tom se má potkat americký a čínský prezident, uklidnění konfliktu však zatím vzhledem k rozporuplným signálům, které Donald Trump vysílá, nelze očekávat.

Maloobchodní tržby se v říjnu výrazně zvedly (meziměsíčně o 0,8 %, meziročně o 4,6 %) za pomoci zvýšených nákupů aut a stavebních materiálů, po kterých značně narostla poptávka v oblastech postižených hurikánem Florence. Velkou částí přispěly ale také domácnosti s nákupy elektroniky. Vývoj v maloobchodě naznačuje udržení rychlého tempa spotřeby (ta je zodpovědná za dvě třetiny americké ekonomické aktivity) na začátku čtvrtého kvartálu.

Nemovitostní trh podobně jako v posledních měsících přinesl smíšené výsledky. Zahájených staveb a prodejů starších domů meziměsíčně

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

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Na důvěru podniků a spotřebitelů dopadají přetrvávající obavy ze zpomalení hospodářského růstu. Americký prezident nepolevuje ve své protekcionistické rétorice a v Evropě zůstává stále mnoho otázek nevyřešeno. Firmy však nadále dokáží vytěžit z pokračujícího růstu světové ekonomiky a překvapují silnými výsledky, zejména ty z USA.

Spojené státy americké

Třetí kvartál byl z hlediska **růstu HDP** s anualizovaným tempem 3,5 % nejlepší za téměř čtyři roky. Ve čtvrtém kvartále by měl příznivý trend pokračovat, přestože se čeká zhoršení obchodní bilance a brzda v podobě slábnoucího trhu s bydlením.

Americké **předstihové indikátory ISM¹**, které signalizují, kam by se ekonomika měla ubírat v následujícím období, sice poklesly, ale nadále se nacházejí daleko od předělové 50bodové hranice. To značí, že celkově přetrvává silný optimismus ohledně budoucího ekonomického růstu. Ve výrobě šlo o další pokles v řadě, na vině byly zejména slabé objednávky, které dosáhly nejnižší úrovně od dubna 2017. Výrazněji oslabila spotřeba, zatímco produkce a zaměstnanost rostla (avšak menším tempem než v září). Ve službách došlo ke zvolnění po velmi silném předchozím měsíci, index se však udržel nad 60 body.

přibýlo, nicméně k poklesům došlo u stavebních povolení a prodeji nových domů, kde byla čísla zdaleka nejslabší (–8,9 % meziměsíčně, což je minimum za posledních 2,5 roku). Na vině je ze značné části efekt zdražujících se hypoték v souvislosti s růstem sazeb Fedu. Sazba 30leté hypotéky dosahovala 4,81 % (podle posledních dat z Freddie Mac), tedy na dostřel sedmiletému maximu. Ceny bydlení ve 20 největších amerických městech podle údajů S&P CoreLogic udržely zhruba 5% tempo růstu (meziročně, poslední data za září) a rostly tak v průměru daleko rychleji než mzdy. Růst cen bydlení je tak tažen především nedostačující nabídkou.

Spotřebitelské výdaje podporuje hlavně silný **pracovní trh**, který na rozdíl od nemovitostního zůstává nadále v dobré kondici. Dokládá to říjnový report. Nejnížší míra nezaměstnanosti za téměř půlstoletí (3,7 %) tlačí na růst mezd, který dosáhl nejrychlejšího tempa od roku 2009 (+3,1 % meziročně). V americké ekonomice vzniklo 250 tisíc pracovních míst (přičemž se čekalo jen 190 tisíc), silná říjnová čísla tak vykompenzovala slabé září olivněné hurikánem. Za posledních 12 měsíců přibývalo v USA v průměru 211 tisíc pracovních míst měsíčně, přitom se – slovy Fedu – ekonomika již delší dobu pohybuje na úrovni plné zaměstnanosti.

Celková **inflace** v důsledku dražších komodit a nájemného stoupla (v říjnu na 2,5 % meziročně), zatímco jádrová inflace (bez cen energií a potravin) zpomalila na 2,1 % meziročně.

Americká centrální banka Fed nadále bedlivě sleduje vývoj americké ekonomiky tak, aby zabránila přehřátí ekonomiky (aby ekonomický růst nezačal působit příliš inflačně). K poslednímu zvýšení **úrokových sazeb** došlo v září (na 2,25 %) a v souladu s indikací Fedu očekáváme do konce roku jejich ještě jedno zvýšení (v prosinci). Normalizace úroků by měla pokračovat i v příštím roce, protože vývoj mezd dává centrální bance do ruky dostatečně silný argument. O to větší překvapení na trhu vyvolal šéf Fedu Jerome Powell, když koncem listopadu prohlásil, že jsou současné úroky již „těsně pod úrovní neutrální sazby“. Zvyšování sazeb v roce 2019 tak nakonec nemusí být tak agresivní, jak se dosud očekávalo, a může se více odvíjet od příchozích ekonomických dat.

Eurozóna

Důvěra měřená ukazateli ZEW a IFO se v Německu stejně jako v předchozích měsících 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 52,4 bodu. Náladu manažerů nadále podryvá nejistota z dopadů obchodních válek a slabší ekonomická kondice emerging markets a jejich poptávka po exportu.

Maloobchodní tržby v eurozóně v září stagnovaly. Data tak potvrdila slabost spotřeby, které trvá již od počátku letošního roku.

Nepotěšila ani **průmyslová produkce**, která se v září meziměsíčně snížila o 0,3 %. Jde o druhý pokles v posledních třech měsících. Nejvíce poklesla produkce v energetickém sektoru a zboží krátkodobé spotřeby.

Růst HDP eurozóny byl za 3Q revidován nepatrně výše na 0,7 % (mezičtvrtletně, anualizovaně). Stále však jde o jedno z nejpomalejších temp za poslední více než 4 roky. Na vině byl hlavně slabší export v důsledku protekcionistických politik, naopak domácí poptávka zůstala poměrně solidní. Data za jednotlivé členské země naznačila všeobecné zpomalení růstu, v Německu dokonce pokles o 0,2 % mezičtvrtletně. Největší ekonomika eurozóny tak má technicky nakročeno do recese. Zda do ní skutečně spadne, rozhodne až čtvrtý kvartál (recese je definována jako pokles ve dvou po sobě jdoucích čtvrtletích). Německá data o HDP za třetí čtvrtletí ve velké míře ovlivnily dočasné vlivy jako pomalý přechod automobilek na nová emisní pravidla. Ten se projevil i ve statistice **registrací nových vozidel** v EU, které po zářijovém více než 20% poklesu pokračovaly v sestupném trendu a v říjnu poklesly o 7,3 % meziročně (celkový efekt však mírní srpen, kde v důsledku předzásobení prodeje naopak rostly o více než 30 %).

Zatím se nejeví jako pravděpodobné, že by zpomalení evropského ekonomického růstu přimělo ECB přehodnotit plány na ukončení kvantitativního uvolňování na konci tohoto roku, ovlivnit však může načasování prvního zvýšení **úrokových sazeb** v příštím roce. ECB se zatím zavázala držet sazby na současné nízké úrovni minimálně do léta příštího roku, pokud by však měla ekonomika eurozóny sklouznout do recese nebo by eskalovaly problémy kolem italského rozpočtu, mohla by trvání závazku prodloužit.

Míra nezaměstnanosti v listopadu stagnovala na 8,1 % a nadále se tak nachází na minimu od roku 2008. **Index spotřebitelských cen** v listopadu podle předběžných odhadů zpomalil tempo na 2,0 % proti předchozím 2,2 %. Vyšší inflaci v posledních měsících způsobovalo zdražení energií. Jádrová inflace (nezahrnující kolísavé složky jako energie a potraviny) rovněž mírně zpomalila – z 1,1 % na 1,0 % meziročně.

Spojené království

Kompromisní dohoda, nebo chaos?

Po bouřlivém jednání tu máme konečně vážně míněný návrh rozvodové dohody Británie a EU. Premiérce Mayové se ho zatím s odřenýma ušima a ztrátou několika ministrů podařilo protlačit ve vládě. Dohoda představuje základ pro vzájemné obchodní vztahy obou stran po 29. březnu 2019.

Nejzajímavější novinkou je návrh celní unie, přičemž dosud se očekávalo spíše dosažení dohody o zóně volného obchodu. Problémovým bodem původního směřování se ale ukázala být hranice mezi Severním Irskem a Irskem, na níž by musely vzniknout hraniční kontroly – proti této variantě vystupovala většina politiků.

V celní unie Británii a Unie by nebyla žádná cla na zboží a pokračovala by také regulatorní spolupráce. U služeb a investic by vztah byl taktéž užší než v případě multilaterálních dohod na bázi pravidel WTO. Aby se zamezilo nekontrolovatelné migraci, volný pohyb osob mezi EU a Británií by skončil, obě strany by si ale zachovaly bezcelní režim pro turistické i služební cesty. Pro Británii je zvláště důležité vynětí ze společných zemědělských politik EU (nové řešení v oblasti rybolovu je však napadáno členskými státy EU, nejvíce Francií).

Dokument představuje záložní plán pro dlouhodobé vztahy, který by vešel v platnost, pokud by se během 2leté lhůty přechodného období nedojednala lepší dohoda. Trvání přechodného období je zatím dohodnuto do konce prosince 2020, ve hře je ale i varianta jeho prodloužení (nebo pokud dohoda neprojde parlamentem, nemusí být také žádné přechodné období a Britové okusí, co obnáší tvrdý brexit).

Jedním ze sporných bodů návrhu je omezení britských státních dotací, přijetí environmentálních norem EU a sladění daňové politiky. Británie se bude muset přizpůsobit a přebírat regulaci EU, přičemž sama nebude mít možnost vstupovat do procesu nastavování pravidel. Takto si postbrevitovskou éru tvrdí brexitáři rozhodně nepředstavovali.

Další zádrhel pak spočívá v možném zmaření snah Theresy Mayové vyjednat výhodnější obchodní dohody se zeměmi mimo EU. Pokud totiž Británie kývne na celní unii, bude svázána společným celním sazebníkem EU a nebude oprávněná dělat ústupky v celní politice třetím stranám. Na tuto problematiku už premiérku ostře upozornil i Donald Trump.

Na řadu „hlavních výhod“ brexitu by si tak Britové museli nechat zajít chuť. Z původních cílů by se museli spokojit prakticky pouze se zmírněním migrace a ukončením velkého přispívání do evropského rozpočtu. Britské podniky by jistě zajásaly, kdyby se politici umoudřili, rezignovali na přehnané ambice a brali to, co se jim nyní nabízí. Británie v jednáních tahá za kratší konec a nějaké „vybírání třešniček z dortu“ jen tak neprojde.

Bohužel je tato pro trhy relativně příznivá dohoda zatím spíše odsouzená k zániku. Pokud se premiérce Mayové podaří ustát referendum o své osobě ve vlastní straně, čeká ji ještě nelehký úkol protlačit návrh parlamentem. V současnosti se Mayová nemůže plně spolehnout ani na podporu stranických kolegů, natož koaličního partnera severoirské

A ropa zase padá. Co s tím?

Podívejte se na graf ropy za posledních 5 let. Ještě na začátku roku 2014 cena ropy Brent stála 115 dolarů a vypadalo to, že pod stovku se ne a ne dostat. V druhé polovině roku se však ropa rozjela jako na skluzavce a zastavila se až pod 60 dolarů. Na jaře roku 2016, když se ekonomové předháněli v katastrofických scénářích kolapsu především čínské ekonomiky, se ropa krátce podívala dokonce až pod třicet dolarů. Letos je to taky jízda, ještě na začátku října ukazovala cenovka ropy Brent více než 85 dolarů, aby se v následujících dvou měsících cena sesunula o třetinu níže.

Černé zlato

Suma sumárum, cena černého zlata je nesmírně volatilní záležitost. Laik by řekl, že podnikat v oboru její těžby musí být nesmírně komplexní problematika, ve které se fakticky nedá plánovat ocenění zásob, rozumně odhadovat profitabilitu jednotlivých divizí a vůbec celkově řídit společnost efektivně. Navíc jsme v odvětví, které je náchylné na geopolitické šoky jako snad žádné jiné. Nikdy nekončí rozepře v oblasti Blízkého východu, lokální konflikty, embarga.

Chtěli byste se jako akcionáři účastnit tak divokého a nejasného byznysu? První dojem však může být mylný, pozor na to. Hospodaření nejvýznamnějších ropných společností je pozoruhodně stabilní. Vertikálně integrovaní těžaři překvapivě zvládají řízení cash flow napříč svými divizemi a silné rozvahy jsou spolehlivou kotvou.

Znakem úspěšně řízené společnosti je dividendy, pravidelné cash flow pro akcionáře. Dobře

řízené firmy nabízejí tu výhodu, že neutrácejí za zbytečné projekty, ale přebytečné cash flow vyplácejí akcionářům. Pokud je firma obezřetná, je schopna vyplácet dividendy i ve ztrátových letech z akumulovaných zisků minulých let.

Dividendový aristokrat

Vezměme si takový britsko-nizozemský **Shell**. Firma o sobě hrdě prohlašuje, že pravidelně a nepřetržitě vyplácí dividendu od druhé světové války, navíc nesnižuje výplatní poměr. Když se firma v posledních letech dostala do úzkých, vyplácela dočasně část dividendy ve vlastních akciích, aby ušetřila hotovost. Takový výsledek je pro akcionáře skutečně ohromující, navíc považme volatilitu tržního prostředí s ropou. Nejen náhodou, že akcie Shellu jsou jedním ze základních kamenů našeho fondu ČSOB Bohatství. Když je cena ropy nízká, Shell kupujeme. Když je cena ropy vysoko, Shell uprodáváme. Ale stále ho ve fondu máme.

Zkusme se podívat přes velkou louži. Americký **Chevron** navyšuje svoji dividendu již nepřetržitě 32 let! Tento fakt z firmy dělá dividendového aristokrata. Co to znamená? Dividendový aristokrat je punc nejvyšší investiční kvality. Firma, která zvládla 25 let po sobě navyšovat dividendu. Podobným aristokatem je i americký **ExxonMobil**, který navyšuje dividendu už 35 let, od roku 1983! Taková charakteristika zvládá přesvědčit k investici i nekonzervativnější investory. Odvrácenou stránkou firmy může být její přístup k problematice globálního oteplování – ExxonMobil dlouhodobě podporuje PR kampaně s tím, že nic jako globální oteplování neexistuje a kola světa bu-

dou vždy pohánět fosilní paliva.

Věčné firmy

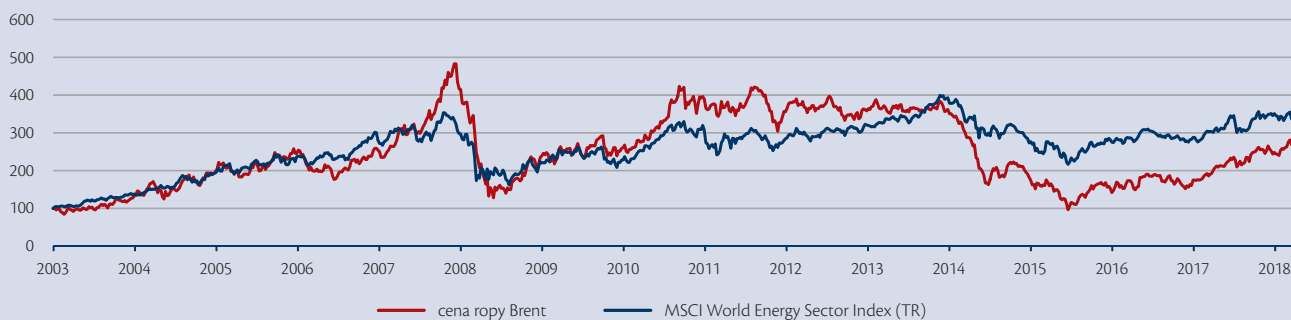
Vidíme tedy, že dobře řízené ropné firmy jsou radostí pro akcionáře. Mohou však žít věčně? Nezmění se svět? Nenastoupí obnovitelné zdroje?

V roce 1870 odvážný průmyslník, dnes bychom řekli moderním slovem vizionář, John D. Rockefeller založil firmu Standard Oil. Tento konglomerát, věnující se mimo jiné i těžbě ropy, byl jednou z neúspěšnějších a největších firem své doby, možná až příliš. V roce 1911 americký Nejvyšší soud rozhodl, že Standard Oil ohrožuje své konkurenční prostředí a bude muset být rozdělen do 34 menších firem. Přijde mně pozoruhodné, že ExxonMobil i Chevron jsou více než 100 let po nuceném rozdělení faktickými následovníky původního Standard Oilu. A stále jde o světové giganty a nejvýznamnější firmy na žebříčcích tržní kapitalizace. Jestli tedy některé firmy byly věčné s neotřesitelnou pozicí v průběhu minulých 150 let, byly to firmy z ropného sektoru. Svět se sice mění a obnovitelné zdroje energie si ukousnou větší díl koláče, ale podtrhuji názor, že bez fosilních paliv se za našich životů neobejdeme.

Jaroslav Vybíral, analytik,
ČSOB Asset Management.



Porovnání vývoje ceny ropy a výnosu akcií světových těžařů (100 = cena v srpnu 2003)



Demokratické unionistické strany (té se na dohodě nelíbí řešení irské hranice na úkor případné hranice vnitrobritské). Může sice hledat podporu u Labouristů, ti mají však jiný cíl – předčasné volby, případně zopakování referenda o brexitu, kde dnes průzkumy hovoří o větší podpoře varianty „bremain“.

Překonat politickou opozici jí nyní může pomoci snad jen silný hlas britských firem, pro které je přetrvávající nejistota devastující. Vzhledem k rozhádaným politikům, kteří nevědí, co chtějí, nad ostrovním královstvím stále visí černý scénář absence jakékoli dohody. To vede mnoho světových firem ke zdrženlivosti vůči tomuto, kdysi politicky a regulatorně stabilnímu trhu.

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	2,0	1,7	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

		11/2018	05/2019	11/2019
ČR	Základní sazba	1,75	2,00	2,25
	10letý výnos dluhopisu	2,00	2,60	2,90
	USD/CZK	22,78	21,62	21,01
	EUR/CZK	25,97	25,30	25,00
EMU	Základní sazba	0,00	0,00	0,25
	10letý výnos dluhopisu	0,32	0,80	1,10
USA	Základní sazba*	2,25	2,50	3,00
	10letý výnos dluhopisu	3,02	3,40	3,50
	EUR/USD	1,14	1,17	1,19

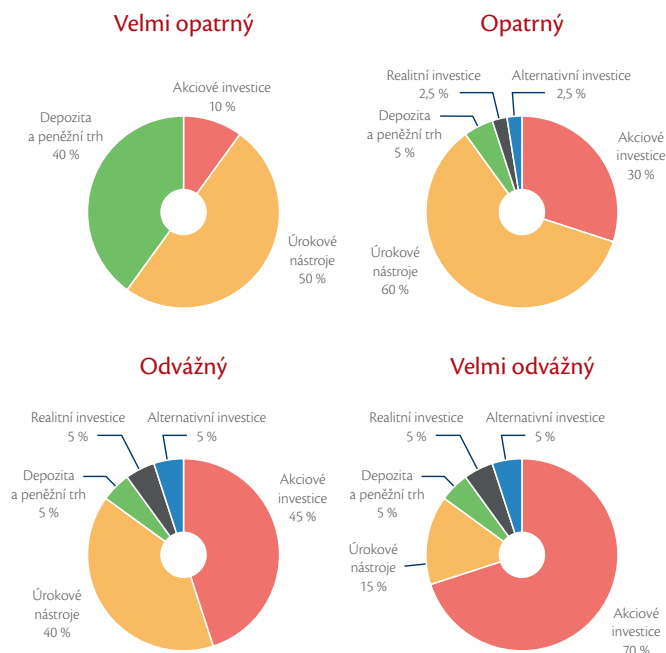
*) Horní hranice pásma.

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

2 TRHY A INVESTIČNÍ STRATEGIE

Základní pohled na portfolia našich klientů z řad právnických osob. Komentář portfolio manažera Jana Bureše popisuje naše reakce na aktuální dění na trzích.

Rozložení portfolia do typových skupin finančních nástrojů v závislosti na typu investora



Náš výhled na portfolia



Koronový úrokový trh prošel v letošním roce poměrně výraznou konsolidací. Ta se vyznačovala strmým růstem výnosů vládních, podnikových i bankovních dluhopisů. K aktuální výši úroků přispěla zejména sama ČNB, která rostoucími sazbami reagovala na utažený trh práce a s ním spojená inflační rizika. Současná úroveň výnosů lokálního dluhopisového trhu se pro mnohé investory stává stále více žádanou – výnosy dluhopisů splatných v horizontu 1–3 let se momentálně nacházejí na úrovních, dostupných naposledy v roce 2010. Vysoce konzervativní investice se tak po letech mohou opět těšit rostoucímu zájmu a důvěře široké investorské veřejnosti.

Nepochybně tomu nahrává i sama skutečnost, že trhy rizikových aktiv – jakými jsou akcie, případně méně bonitní dluhopisy, procházejí v posledních měsících zatěžkávací zkouškou. Mezi investory rezonovaly zejména obavy z dopadů obchodních válek na mezinárodní obchod (rozuměj zisky firem), k napětí nemalou měrou přispívala i politická roztržka mezi Itálií a Bruslem týkající se italského rozpočtového schodku pro příští rok. A konečně velkou neznámou zůstává, jak úspěšná bude Theresa Mayová při obhajobě podmínek odchodu Británie z EU před domácím publikem. To vše vytváří směsici potenciálních rizik, která investory přirozeně nutí k úvahám diverzifikovat část svých investic směrem k bezpečným aktivům.

Také v našich portfoliích rizika průběžně monitorujeme, vyhodnocujeme a přizpůsobujeme jim strukturu aktiv. V akciové části portfolií jsme již v průběhu roku postupně snižovali podíl investic do evropských akcií a nahradili je americkými protějšky. Ty sledáváme s ohledem na výše uvedená rizika jako bezpečnější. Expozici vůči akciovému trhu díky příznivému výhledu růstu korporátních zisků v portfoliích nesnižujeme a dále ji udržujeme na lehce nadvážené úrovni.

Děni na trzích jsme průběžně přizpůsobili i strukturu dluhopisové části. V té zhruba od poloviny roku navyšujeme podíl vysoce bonitních investic, přičemž k tomuto účelu využíváme zejména instrumentů peněžního trhu, jakými jsou termínované vklady a reverzní repo operace, jimiž tak doplňujeme nabídku variabilně úročených dluhopisů. Podíl rizikových dluhopisů, které jsou ve vybraných portfoliích drženy výhradně prostřednictvím fondu ČSOB Institucionální dluhopisový, naopak v průběhu uplynulých měsíců snižujeme, a to ve prospěch bezpečnějších investic. Můžeme říci, že výše uvedená opatření významnou měrou přispěla k snížení negativního vlivu dluhopisové složky na hodnotu portfolií.

Jan Bureš, portfolio manažer, ČSOB Asset Management

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.

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. Do konce roku neočekáváme růst klíčových sazeb, předpokládáme ale, že v příštím roce bude ČNB v jejich zvyšování pokračovat.

Podíl státních dluhopisů při rostoucí úrovni výnosů v portfoliích postupně od druhé poloviny roku navyšujeme. Jejich podíl ale prozatím omezujeme výhradně na variabilně úročené emise.

V rámci segmentu vysoce konzervativních investic se vůči riziku růstu úroků vymezujeme i zvyšujícím se podílem termínovaných vkladů, případně u vybraných portfolií využitím tzv. reverzních repo operací. Obojí považujeme za aktuálních tržních podmínek, rozuměno v prostředí rostoucích úrokových sazeb, za vhodný investiční nástroj.

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. 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 v průběhu letošního roku nám umožnil průběžně navyšovat podíl vysoce konzervativních investic napříč portfolii. Postupný přechod k bezpečným dluhopisům se v kontextu zvýšené volatility rizikových aktiv osvědčil a nemalou měrou přispěl k ochraně významné části klientských investic.

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 plně 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 také 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 nabíhá-**

jí výnos do splatnosti dluhopisové části portfolií je tak ve srovnání s počátkem roku vyšší o cca 1 procentní bod, 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 s nízkou durací. 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. Složka rizikových dluhopisů fondu je naplňována výhradně fondovými nástroji, za účelem dostatečné diverzifikace kreditního rizika dílčích emitentů. Podíl rizikových dluhopisů v portfoliu fondu **ČSOB Institucionální dluhopisový** jsme v letošním roce průběžně snižovali a nahrazovali je bezpečnějšími tituly. V portfoliu fondu běžně využíváme i konzervativních nástrojů, jakými jsou termínované vklady a reverzní repo operace. 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 17 %) – 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 prvního 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 podstatné riziko je pro investora vyšší očekávaný výnos takovéto investice.

Posledním zástupcem rizikových dluhopisů využívaných v portfoliu fondu je **KBC Active Bond Selection**, který své investiční příležitosti generuje jak aktivním výběrem dílčích dluhopisů, tak i skrze jeho širěji definovanou duraci, která může v extrémním případě nabývat i záporných hodnot, a tím se snaže vymezit vůči riziku růstu sazeb.

Hodnota fondu **ČSOB Institucionální dluhopisový** v uplynulém měsíci poklesla o 0,54 %. Příčinou poklesu byl zejména růst kreditních přírážek napříč podnikovými a bankovními dluhopisy, který vyústil v pokles jejich cen. Nejpostiženějšími byly rizikové dluhopisy, reprezentované tzv. high yield (ty v průměru poklesly o 1,7 %), ušetřeny nebyly ale ani zbylé dluhopisové investice. Dařilo se naopak fondu **KBC Local Emerging Market Bonds**, který profitoval zejména z posílení lokálních měn (+2,7 %).

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 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.

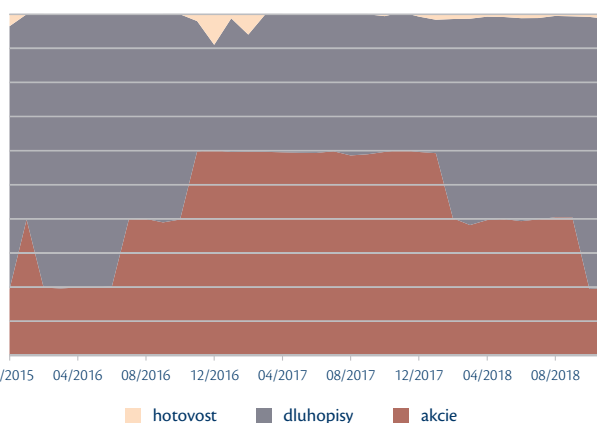
Strategie	Nabíhající úrokový výnos p. a.	Durace v letech
DUO 1	1,60 %	0,99
DUO 2	1,62 %	0,99
DUO 3	1,68 %	0,99
TRIO1	2,03 %	0,86
TRIO2	2,17 %	1,04
TRIO3	2,18 %	1,13
PPF10	2,11 %	0,80
PPF20	2,21 %	0,89
PPF30	2,45 %	1,10

Zabezpečené investice

ČSOB IN Portfolio Plus

Aktiové trhy se po říjnových poklesech stabilizovaly, mezi investory ale nadále přetrvávaly obavy. Ty pramenily zejména z dopadů obchodních válek na mezinárodní obchod (rozuměj zisky firem), k napětí nemalou měrou přispívala i politická roztržka mezi Itálií a Bruslem týkající se italského rozpočtového schodku pro příští rok. A konečně velkou neznámou bylo, jak úspěšná bude Theresa Mayová v obhajobě podmínek odchodu Británie z EU před domácím publikem. Fond ČSOB IN Portfolio Plus poklesl v minulém měsíci o 0,06 %. 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 v posledních měsících 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. Díky velmi nízkému ocenění se ale stále více díváme také do Evropy. Hlavním důvodem celkového nadvážení akcií v portfoliích zůstává příznivý výhled růstu korporátních zisků.

V posledních šesti výsledkových sezónách vykazují společnosti příznivý trend růstu zisků. Náš odhad letos počítá v průměru s globálním dvojciferným růstem celoročních zisků. Výsledková sezóna potvrzuje všeobecně dobrou kondici firem.

V USA výsledky za třetí kvartál překonaly (již tak velmi optimisticky nastavené) odhady analytiků. V průměru jim rostly zisky o 26 % a tržby o 8 %. Významným dílem však jednorázově přispěl efekt daňových úspor v důsledku Trumpovy reformy (odhadovaný příspěvek dosahuje zhruba 7,5 procentního bodu). Kromě spotřebního zboží vykázaly všechny ostatní sektory dvojciferný růst zisků, nejlépe se dařilo těžbařům ropy a zemního plynu.

V Evropě jsou tempa růstu zisků nižší než v USA, což je spojeno s absencí Trumpovy daňové reformy a zároveň negativním efektem protekcionismu. U evropských firem nicméně odhadujeme významnější zlepšení v příštím roce, kdy by celoroční růst zisků mohl podobně jako v USA dosáhnout kolem 10 %.

Letos za sebou zatím máme jeden z investičně složitějších roků. Jeho hlavní charakteristikou je zvýšená kolísavost všech typů investic, která je dána růstem úroků na určujícím trhu aktiv – v USA. Přestože nervozita může pokračovat, akcie by v příštím roce neměly spadnout do medvě-

dího trendu. Pokud se neprojeví některé z latentních rizik více, než by bylo zdravo (brexit, italské zadlužení, obchodní války, problémy Číny a zpomalení světové ekonomiky), investoři opětovně zaměří svou pozornost na růsty zisků v korporátním sektoru a na to, že čistě fundamentálně akcie předražené rozhodně nejsou. Vývoj zisků firem a vývoj úrokových sazeb (o kolik porostou a jak rychle) budou v takovém případě determinanty vývoje finančních trhů.

Realitní investice

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 pronájmů.

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 je v platnosti dohoda OPEC o omezení těžby ropy, ke které se přidali i významní producenti mimo kartel. Na konci června se zúčastněné strany dohodly na jejím částečném uvolnění (o 1 milion barelů denně), aby vykompenzovaly výpadky dodávek ropy z Venezuely. Suma sumárum, zde máme navýšení těžby jak od Saúdské Arábie (10,7 milionu barelů denně), tak i Ruska, které dokonce těží na post-sovětském maximu (11,4 mil. barelů denně). Pravidelné setkání členů OPEC a Ruska ve Vídni, na kterém by mohly být limity upraveny, je plánováno na prosinec.

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 výrazně zesílila kvůli vyostření vztahů mezi USA a Íránem. Americké ministerstvo financí začalo koncem června vyzývat vlády a firmy obchodující s Íránem, aby zcela přerušily import íránské ropy, samotné sankce pak byly spuštěny v listopadu, ale nakonec zdaleka nebyly tak tvrdé, jak Trump zprvu vyhrožoval.

Právě listopad tak přinesl naprostou změnu sentimentu. Strach ze zpomalení světové ekonomiky (postihující stranu poptávky) přikrmovaný horšími ekonomickými daty z Číny – největšího importéra ropy na světě, určité uvolnění napětí mezi USA a Saúdskou Arábií (zvyšující nabídku) a opětovný nárůst zásob (důkaz převisu nabídky nad poptávkou) poslaly trh s ropou do medvědího trendu. Ještě koncem října se cena ropy Brent pohybovala nad 76 USD za barel, tedy na dostřel 4letých maxim, aby jen o měsíc později spadla pod psychologickou hranici 60 USD za barel.

V následujících měsících očekáváme kolísání ceny ropy v okolí současných úrovní. Drahá ropa již delší dobu negativně dopadala na poptávku (zejména emerging markets dovozy drahé ropy omezovaly). Vyšší ceny ropy také umožnily obnovit těžbu americkým „břidličáři“, jejichž mezní náklady jsou vyšší než v případě arabských producentů. Díky břidlicové revoluci se USA staly po více než 40 letech opět největším producentem surové ropy a v tomto roce budou samy s to uspokojit celý přírůstek globální poptávky po ropě (přibližně 1,5 milionu barelů denně).

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 nespoteřebává, 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 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 30. 11. 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.

Výběr investiční strategie

V rámci tohoto měsíčního komentáře k vývoji trhů a portfolií pod správou ČSOB Asset Management obvykle přinášíme spíše věcné postřehy a informace související s řízením portfolií a naplňováním jednotlivých investičních strategií. V aktuální situaci ale považujeme za vhodné nabídnout i širší obchodní pohled a následující úvahu o vhodnosti vybrané investiční strategie a její případné revizi. Vycházíme přitom nejen z potřeby poskytnout vám aktuální, praktické informace právě v době výraznějších poklesů akciových trhů v říjnu a potom i druhé polovině listopadu, ale zároveň i z reality rostoucích úrokových výnosů v posledních měsících. Ty se po zatím posledním zvýšení základní dvoutýdenní reposazby ČNB 1. listopadu bezpečně usadily v pásmu 1–2 %, což zároveň s očekáváním postupného dalšího růstu opět umožňuje zahrnout do okruhu možných investičních strategií i varianty využívající pouze nejkonzervativnější investice s úrokovým výnosem.

Dovoluji si proto shrnout dostupné informace a nabídnout ke zvážení následující pohled:

- **Analytické argumenty o stále dobré výkonnosti jednotlivých firem atd. dávají smysl,** relativně rychlé zotavení lze navíc očekávat v případě konsolidace americko-čínských vztahů, řešení brexitu apod. (Přestože různé předstihové ukazatele indikují, že i na úrovni jednotlivých firem může být další růst, nebo přinejmenším jeho tempo oproti posledním rokům méně přesvědčivé.)
- Zároveň ale platí: **někteří investoři své strategie s určitou akciovou expozicí** (ať už otevřenou nebo zabezpečenou) v minulých letech zvolili v době, kdy nulové sazby nebyly atraktivní a úroková složka portfolií jen tlumila volatilitu (kolísání) akcií, od nichž jediných se dal očekávat výnos. Smíšené portfolio s podílem akcií odrážejícím tehdejší možnosti bylo tedy logickým řešením.
- **Pokud by se ale rozhodovali dnes,** tzn. už s možností jednoduššího využití opět docela zajímavých úrokových sazeb, **možná by zvolili konzervativnější variantu** – nebo i čistě úrokovou strategii. Tu jsme v minulých měsících vrátili i do základní nabídky investičních strategií ČSOB AM – právě v reakci na vyšší úrokové sazby, které to opět umožnily. (Rozšiřuje se i naše nabídka adekvátních úrokových fondů nebo přímo dostupných likvidních dluhopisů či investičních certifikátů s plovoucí úrokovou sazbou apod.)

Z uvedeného vyplývá, že v některých případech – především u investorů s kratším investičním horizontem a výrazně konzervativní orientací – nemusí už být stávající investiční strategie tou nejlepší volbou. Řešením by mohla být úprava investiční strategie s adekvátním snížením neutrální akciové expozice. (Výnosový potenciál portfolia by to sice snížilo, na druhé straně ho ale zároveň zvyšují současné úrokové sazby. Finální dopad na očekávané výnosy by tedy nemusel být vyloženě negativní, zvláště kdyby to zároveň znamenalo snížení investičního rizika.)

Naznačená úprava investiční strategie by byla jednoduchým řešením, bohužel však ne úplně optimálním, protože by to zároveň znamenalo okamžitou realizaci ztrát z posledních týdnů a rezignaci na výnos vyplývající z očekávaného zotavení trhu. Lepší nám připadá provést případnou úpravu postupně, a tím snížit riziko nevhodného načasování a zároveň zachovat možnost podílet se na výnosech akcií, pokud se jejich (přinejmenším krátkodobě) příznivé vyhlídky opravdu naplní.

To je přijatelný scénář, i když připustíme možnost opravdové krize v dalších letech, protože po postupném snížení dynamiky portfolia proběhne podle vývoje trhů některý z následujících scénářů:

- Přejde krize, před kterou jsme tedy investice lépe ochránili (tzn. oproti výchozímu nastavení pozitivní výsledek).

Nebo:

- Krize nepřijde a případného dalšího růstu ještě využijeme. Navíc budeme klidnější a lépe připravení na dobu, kdy budou rizika aktuálnější (tzn., také přijatelný výsledek).

Pro vyloženě konzervativní klienty tedy win-win strategie, obecně **námět ke zvážení**, přestože v obecné rovině stále platí, že **smíšené portfolio s přiměřeným podílem akcií vykazuje dlouhodobě nejlepší výsledky.**

Proto bych výše uvedenou úvahu a případnou konzultaci úpravy současné investiční strategie doporučil především těm investorům, kteří prostřednictvím finančních trhů usilují spíše jen o efektivní využití dostupných úrokových sazeb, třeba i s kratší perspektivou, a pro které byla v minulosti akceptovaná akciová expozice jen přechodným východiskem z nouze a dočasným ústupkem v reakci na minimální úrokové sazby.

Pro ostatní a především pro klienty s delším investičním horizontem platí, že pro překonání inflace bývá i konzervativní smíšené portfolio oproti čistě úrokové strategii efektivnější. Dlouhodobý přírůstek stabilního smíšeného portfolia obvykle překonává výnosy oportunistických strategií, které v praxi narážejí na problémy s přesným odhadem a načasováním opakovaných vstupů na trh a výstupů z něho. **Navíc i smíšená portfolia mohou těžit z vyšších úrokových sazeb a aktuální preference emisí s kratší dobou splatnosti nebo plovoucí úrokovou sazbou, výhodné právě v době rostoucích úrokových sazeb.**

Jaroslav Rozehnal,
obchodní ředitel pro institucionální klientelu,
Wealth Office ČSOB Private Banking

