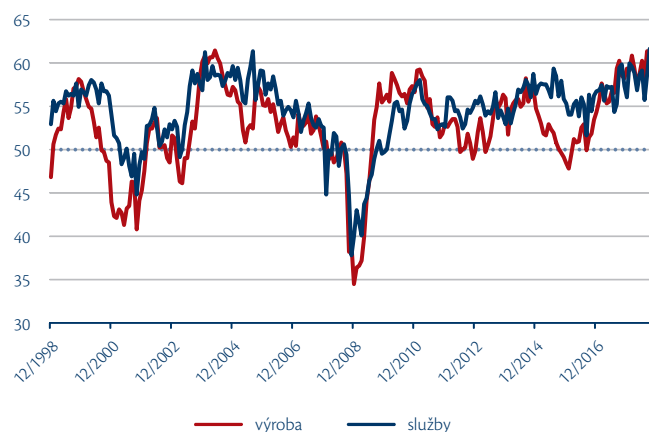




Jak vidíme svět?

- Americké akcie zaznamenaly jeden z nejhorších měsíců v historii
- Poklesům nebyla ušetřena i některá další aktiva, jako například podnikové a bankovní dluhopisy
- Ekonomické fundamenty zůstávají nadále silnými – podíl akcií ponecháváme na mírně nadvážené úrovni; preferujeme vyspělé regiony
- V portfoliích pokračujeme ve zvyšování podílu bezpečných úrokových investic a snižujeme 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.

Americké **předstihové indikátory ISM¹**, které signalizují, kam by se ekonomika měla ubírat v následujícím období, se po poklesu z předchozího měsíce opět zvedly. Jak u výroby, tak ve službách se v současnosti nacházejí v okolí 60 bodů a indikují tak pokračující silný optimismus ohledně budoucí ekonomické situace. Obavy vyvolávají jen napjatá situace na pracovním trhu a hrozba vyšších cel.

Průmyslová produkce za listopad vzrostla o 0,6 % meziměsíčně, do záporného teritoria byla ale revidována data za říjen. Výroba rostla v sektoru těžby a síťových odvětví, a naopak klesla aktivita ve strojírenství a stavebnictví. 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), zdražení vstupů v důsledku růstu cen surovin a v případě produkce na export také relativně silný dolar a slabnoucí ekonomický růst mimo USA, na kterém se podepisují pokračující obchodní války.

V prosinci proběhlo setkání Donalda Trumpa a čínského prezidenta Si Ťin-pchinga na summitu G20. Vážnou hrozbou bylo Trumpem avizované zvýšení cel na čínské zboží v hodnotě 200 miliard USD ze současných 10 % na 25 %, které mělo vejít v platnost od Nového roku. Obě

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

1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Ekonomický sentiment dále trpěl se zhoršujícími se daty z velkých světových ekonomik. Obavy ze zpomalení hospodářského růstu přikrmují nedořešený obchodní konflikt mezi USA a Čínou, chaos v Británii a návrhy na výrazně deficitní veřejné rozpočty v Itálii a Francii.

Spojené státy americké

Americká ekonomika ve třetím kvartále sice zpomalila **růst HDP** o trochu více, než naznačovala předchozí data (+3,4 % mezikvartálně, přepočteno na roční bázi, ve 2Q dosáhla 4,2% růstu), tempo se nicméně udrželo nad 3% cílem Trumpovy administrativy. Mírně negativní revize se dočkaly spotřebitelské výdaje a export. Výraznější byl také nárůst zásob. Ve čtvrtém čtvrtletí lze očekávat další zvolnění růstové dynamiky v důsledku prohlubujícího se deficitu obchodní bilance, zpomalujících firemních investic a slabšího trhu s bydlením. Růst je pro čtvrtý kvartál odhadován na 2,9 %. Pro následující rok je pak třeba počítat s postupným odezněním jednorázových pozitivních dopadů daňové reformy.

mocnosti se dohodly na 90denním obchodním příměří – do března tak mají čas vyjednat obchodní dohodu a nebudou zavádět nová cla. Během prosince Čína oznámila snížení odvetných cel na dovoz automobilů ze Spojených států na 15 % ze současných 40 %. Spojené státy na dovoz osobních vozů z Číny aktuálně uplatňují sazbu 27,5 %.

Maloobchodní tržby se navzdory obavám ze zpomalení světové ekonomiky v listopadu výrazně zvedly (meziměsíčně o 0,9 %), očekával se daleko mírnější růst. Pozitivní revize (z 0,8 % na 1,1 %) se navíc dočkala říjnová data. Při započtení volatilnějších složek, jako jsou například prodej pohonných hmot, by byl růst maloobchodu pouze 0,2 % kvůli poklesu cen benzínu v důsledku kolapsu trhu ropy. Ve třetím kvartále se spotřeba zvedla o 3,6 % anualizovaně.

Nemovitostní trh po delší době převážně potěšil. Zahájené stavby, stavební povolení a prodeje starších domů meziměsíčně vykázaly růst. Negativně ale vyzněl index sentimentu na realitním trhu NAHB, který se propadl na více než tříleté minimum, a to navzdory mírnému poklesu úrokových sazeb hypoték.

Z **pracovního trhu** přišla smíšená data. Míra nezaměstnanosti podle očekávání setrvala na minimech za téměř půlstoletí (3,7 %), výraznější byl i růst mezd, který pokračoval rychlým tempem 3,1 % meziročně. V americké ekonomice však vzniklo jen 155 tisíc pracovních míst (přičemž se čekalo 198 tisíc).

Celková **inflace** se vyrovnala jádrové inflaci (bez cen energií a potravin) zpomalením na 2,2 % meziročně.

Americká centrální banka Fed nedala na naléhání Donalda Trumpa o pozastavení procesu normalizace měnové politiky a z plánované trajektorie růstu **úrokových sazeb** příliš neslevila. Přistoupila k očekávanému zvýšení úroků na pásmo 2,25–2,50 % a na příští rok naplánovala další dva kroky po 25 bazických bodech. K tomu všemu dále postupně snižuje svoji bilanci. Normalizace úroků měla původně pokračovat v příštím roce rychlejším tempem, Fed však změnil odhad své cílové dlouhodobé sazby z 3 % na 2,80 % v důsledku snížení predikce ekonomického růstu a inflace. Centrální banka za celý letošní rok očekává růst HDP ve výši 3 % a v roce 2019 pouze 2,3 %.

Od 22. prosince jsou americké federální úřady částečně paralyzovány v důsledku sporů mezi Bílým domem a Demokraty ohledně financování stavby zdi na hranicích s Mexikem, které se snaží do rozpočtu prosadit Donald Trump. V týdnu mezi svátky by se mělo o této otázce hlasovat v Senátu a nalézt kompromisní řešení, aby mohl být chod amerických úřadů obnoven v plné míře.

Eurozóna

Důvěra měřená ukazateli ZEW a IFO se v Německu stejně jako v předchozích měsících zhoršila. Výrazně negativní vývoj zaznamenaly také výsledky **indexů nákupních manažerů (PMI)** eurozóny. Zhoršovala se situace ve výrobě i ve službách a kompozitní indikátor klesl na 51,3 bodu. Náladu manažerů nadále podryvá nejistota z dopadů obchodních válek a slabší ekonomická kondice emerging markets a jejich poptávka po evropském exportu. Nepomáhá ani politická nejistota plynoucí ze stále nejasné podoby brexitu (stoupá pravděpodobnost nového referenda, není však zatím známo, jak by bylo formulováno). Otazníkem také zůstává situace v Itálii a Francii. Zatímco italská vláda by měla ustoupit ze svých plánů na 2,4% deficit státního rozpočtu a spokojit se s deficitem 2 %, vrásky na čele Evropské komise nově přiděluje Francie. Po velkých protestech „žlutých vest“ musel prezident Macron upustit od plánů na zvýšení daní na pohonné hmoty a slíbit naopak navýšení státních výdajů v jiných oblastech. Francii se kvůli tomu zvedne deficit ve vztahu k HDP v příštím roce na 3,4 % a nebude plnit maximální 3% limit Evropské unie.

Maloobchodní tržby v eurozóně se v říjnu mírně zvedly (+0,3 % mezi- měsíčně), a to hlavně vlivem růstu cen pohonných hmot. Zářij bylo ale revidováno níže ze stagnace na 0,5% pokles.

Podobný vývoj zaznamenala také **průmyslová produkce**, která v říjnu po předchozích propadech meziměsíčně rostla o 0,2 %, především díky větší produkci výrobních zařízení. Za září byla ale revidována hlouběji do záporu.

Růst HDP eurozóny byl za 3Q revidován nepatrně níže na 0,6 % (mezi- čtvrtletně, anualizovaně). 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.

U **registraci nových vozidel** v EU přetrvává negativní vliv nové regulace, které se automobilky nebyly schopny včas přizpůsobit. Po říjnovém poklesu o 7,3 % přišel další propad o 8 % (meziročně).

Zpomalení evropského ekonomického růstu nezvklalo ECB k přehodnocení plánů 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 fiskální politiky Itálie a Francie, mohla by trvání závazku prodloužit.

Index spotřebitelských cen v listopadu díky poklesu cen energií zvolnil tempo na 1,9 % z předchozích 2,2 %. Jádrová inflace (nezahrnující kolísavé složky jako energie a potraviny) rovněž mírně zpomalila z 1,1 % na 1,0 % 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 | 2,0 | 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

| | | 12/2018 | 06/2019 | 12/2019 |
|-----|------------------------|---------|---------|---------|
| ČR | Základní sazba | 1,75 | 2,00 | 2,50 |
| | 10letý výnos dluhopisu | 1,91 | 2,60 | 2,90 |
| | USD/CZK | 22,66 | 21,45 | 20,84 |
| | EUR/CZK | 25,83 | 25,10 | 24,80 |
| EMU | Základní sazba | 0,00 | 0,00 | 0,25 |
| | 10letý výnos dluhopisu | 0,24 | 0,80 | 1,10 |
| USA | Základní sazba* | 2,50 | 2,75 | 3,00 |
| | 10letý výnos dluhopisu | 2,80 | 3,40 | 3,50 |
| | EUR/USD | 1,14 | 1,17 | 1,19 |

*) Horní hranice pásma.

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

Investiční strategie, disciplína a selský rozum

Konec roku obvykle vybízí k bilancování. Nejinak tomu bude i v tomto, posledním letošním vydání Ekonomiky a trhů. Nicméně tentokrát to bude ještě trochu jiné v tom, že se jedná o poslední vydání i pro mne jako investičního stratéga ČSOB AM. Proto bych bilancování pojal trochu šířeji a vrhnul se rovnou na celou desetiletku, po kterou jsem měl tu čest přenášet své investiční názory na všechny, kteří mé sloupky rádi čtli.

Finanční krize byla kapitolou sama o sobě, nicméně i po krizi jsme zažili několik zajímavých období. Nejdříve krizi eura, pak trhy vykojil brexit nebo Trump. Kromě brexitu jsme na všechna tržní zakolísání reagovali dokupováním akcií. A i na brexit jsme tak reagovali měli – viděli jsme, že události tohoto typu mají jen krátkodobý vliv a ten dlouhodobý se materializuje pomalu a postupně, přičemž se globální trh na novou situaci stejně stihne adaptovat.

Mnohem větším problémem byly po celé období nízké výnosy dluhopisů a hotovosti. Nepoznaná situace zasáhla zejména opatrná portfolia na citlivém místě. Chyběl polštář tlumící kapitálové pohyby jak akcií, tak dluhopisů a ostatních druhů aktiv. Navíc až nulový výnos velmi poškodil výnosnost opatrnějších produktů, čímž umocnil hon za zdánlivým bezpečím rizikových dluhopisových investic, jejichž rozuzlení nás čeká v následujících letech.

- Ukázalo se však, že správně diverzifikovaná portfolia dokážou překlenout i velmi špatná období, zvláště v kombinaci s disciplinovaným pravidelným investováním. A jakékoli chyby v rozložení rizik se tvrdě vymstí. Přílišná láska k jakémukoli odvětví nebo oblasti, i když se třeba zdá být na první pohled oprávněná, nevede k dobrým výsledkům. A je jedno, jestli jde o přílišnou expozici na trh v malém Česku nebo na trh mnohem větší Evropy, případně extra zaměření na ropu nebo technologie.
- Ukázalo se, že k úspěchu nevedou ani pokusy vyhnout se kolísavosti a vařit oběd zdarma – tedy připravit řešení, které má dodat pěkný výnos bez kolísavosti nebo skrytých rizik. V tomto kontextu se také ukázalo, že dražší nutně neznamená lepší – zvláště v nízkourokovém prostředí dokážou taková řešení nejen neuvařit oběd zdarma, ale naopak již zakoupený oběd celý sníst.
- Ukázalo se na druhou stranu, že ČSOB AM dokázal najít pro klienty správné řešení a vytvořit dobré a úspěšné produkty. Měl jsem velkou radost, že jsme to skvěle předvedli v soutěži Finparáda, kde nešlo jen o poměrování produktů, ale celého řešení pro klienta.

Diverzifikace a disciplína v dodržování investičního horizontu by měly být cestami k úspěchu. Možná i s nějakou rezervou – jak nás učí právě poslední období.

A co výhled na rok 2019? Očekávání na jeden rok dopředu je vždy diskutabilní záležitost –

je to ještě horší, než prognózovat počasí. U počasí je alespoň jasné, že v létě nebude mrznout a bude svítit sluníčko, zatímco finanční trhy si z léta vůbec nic nedělají.



Dá se očekávat ještě určité utahování měnových politik ve vyspělém světě s adekvátním brzdícím dopadem na ceny aktiv, zejména dluhopisů, ale i třeba zlata. Naopak, ve světě posledních výprodejů, je možná očekávání kladného výnosu u akcií odvážné, ale vzhledem k vývoji firemních výsledků celkem oprávněné. Nemyslím si, že je příliš kostlivců ve firemních skříních a ti, kteří tam jsou, ještě příští rok vypadávat nebudou.

Hrozbou zůstávají čínské dluhy, italské banky a zejména celní bariéry, které mohou zmrazit světový obchod. Optimální portfolio pro rok 2019 vidím v kombinaci krátkodobých dluhopisů a akcií.

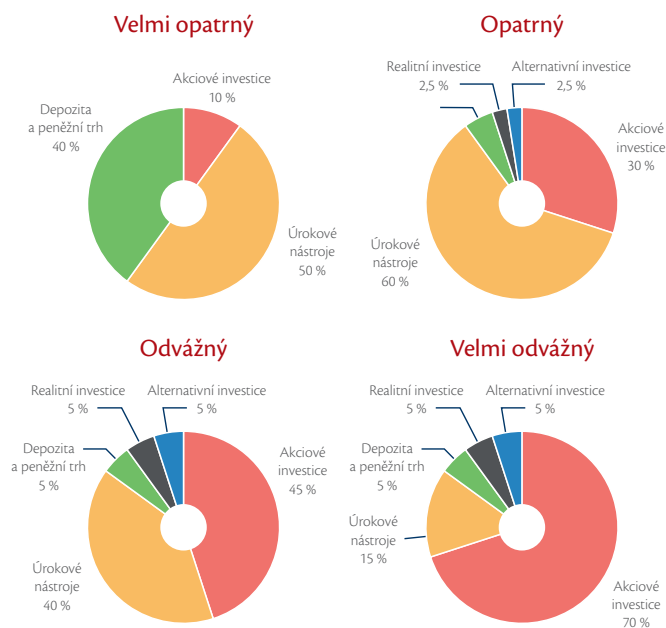
Všem současným i budoucím investorům přeji, aby se vyvarovali investičních chyb a investování jim přineslo to, co by v konečném důsledku mělo – finanční nezávislost, která znamená více svobody nejen ve finanční oblasti.

Aleš Prandstetter, hlavní investiční stratég, ČSOB Asset Management



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

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



Dluhopisy

Úrokové sazby byly doposud udržovány nízko prostřednictvím uvolněné monetární politiky předních světových centrálních bank. Centrální banky se ale po letech nekonvenčních opatření na podporu ekonomiky vydávají cestou normalizace měnové politiky, která s sebou nese růst úroků i dluhopisových výnosů.

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 v prosinci, dle očekávání, ponechala sazby beze změny (1,75 % p.a.), v příštím roce ale předpokládáme jejich další zvýšení.

Podíl státních dluhopisů od druhé poloviny roku postupně ve vybraných portfoliích navyšujeme. Jejich výběr ale prozatím doposud omezuje výhradně na variabilně úročené tituly.

V rámci segmentu vysoce konzervativních investic se vůči riziku růstu úroků vymezujeme i zvyšujícím se podílem termínovaných vkladů, případně tzv. reverzními repo operacemi. Tyto nástroje peněžního trhu považujeme v daném prostředí za vhodný investiční nástroj dostatečně limitující úrokové riziko.

Náš výhled na portfolia

V závěru roku akcelerovaly výprodeje napříč rizikovými aktivy. Prosinec, který bývá tradičně z pohledu výkonnosti akciových trhů ve vztahu k jiným měsíčním hodnocením spíše nadprůměrně, se tentokrát potýkal s nadměrnou volatilitou a zakončil výraznými akciovými propady. Americké akcie dokonce zaznamenaly jeden z nejhorších měsíců v historii. Co bylo ale příčinou takových bezprecedentních poklesů? Vždyť světová ekonomika stále vykazuje příznivá tempa růstu a zaměstnanost dosahuje v řadě zemí, včetně té naší, historicky nejvyšších hodnot. Rostoucí reálné mzdy současně zvyšují chuť spotřebitelů utrácet a míra firemních i osobních bankrotů je na historických minimech. Ve světle proběhnuvších událostí se nám nepodařilo nalézt konkrétní příčinu, která by svou povahou ospravedlňovala takto výraznou korekci, spíše ji vidíme jako důsledek souhry faktorů, z nichž většina vzešla právě z amerického trhu, kde byla i ostatně reakce trhů nejvýraznější.

Obchodní války, které trumpova administrativa vede vůči rivalům (Čína), tak i tradičním spojencům (Německo), nebyly sice pro investory ničím novým, jejich průběh, bez jakýchkoliv známek konstruktivního řešení, se ale podepsal na vzrůstajícím negativním tržním sentimentu.

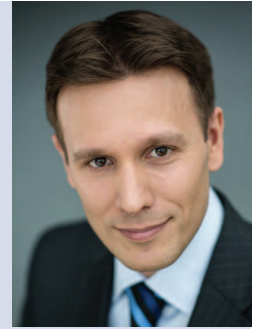
Souběžně s eskalací obchodních vztahů je přehodnocen i výhled světové ekonomiky, což potvrzují i některé předstihové ukazatele, které ukazují na potenciální ochlazení ekonomik. To přirozeně vzbuzuje obavy široké investorské veřejnosti o udržitelnosti firemních zisků i cen akcií, na druhou stranu je nutno dodat, že hodnoty těchto ukazatelů jsou stále daleko od pásem indikujících recesi. Přílišné obavy tak v současné době nejsou namístě.

Stále častěji skloňovaným tématem se v závěru roku stává měnová politika. Bilance čtyř hlavních centrálních bank (amerického Fedu, evropské ECB, japonské Bank of Japan a britské Bank of England) bude totiž poprvé od roku 2009 viditelně klesat. Makroekonomické a tržní důsledky této měnové restrikce jsou pro globální ekonomiku v současné době jen stěží odhadnutelné a měřitelné. Nižší likvidita, která byla v minulosti na trhy skrze bilanci těchto institucí hojně dodávána, může vytvářet tlak na celou řadu aktiv, což v některých posilovalo averzi k riziku, a to jak vůči akciovým, tak i vybraným dluhopisovým trhům.

Ke zvýšené volatilitě trhů přispívala i otázka dalšího vývoje ve věci Brexitu. Britská premiérka Theresa Mayová sice doma ustála hlasování o nedůvěře, představitelé EU ovšem její záměr vyjednat nové lepší podmínky „rozvodové“ smlouvy jednotně smetli ze stolu. Unie tak jasně dala najevo, že podmínky nebudou měněny a že si je premiérka bude muset před domácím publikem obhájit v nezměněné podobě.

Domníváme se, že reakce trhů neodpovídala významu výše uvedených rizik. Nadále věříme v silný ekonomický fundament a z uvedeného důvodu tak pokračujeme v naší strategii. Mírně nadvažujeme akcie, preferujeme vyspělé regiony. Snižujeme podíl méně bonitních dluhopisových investic, naopak navyšujeme zastoupení bezpečných titulů.

Jan Bureš, portfolio manažer, ČSOB Asset Management



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 napříč portfolii průběžně navýšovat podíl vysoce konzervativních investic. Postupný přechod k bezpečným dluhopisům se osvědčil, zvláště pak v kontextu zvýšené volatility rizikových aktiv v posledním čtvrtletí. Vyšší podíl bezpečných investic tak 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, a to 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 bonitních 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 nabíhající výnos do splatnosti dluhopisové části portfolií je tak ve srovnání s počátkem roku vyšší o cca 1,5 %, 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 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. V uplynulých měsících jsme podíl této složky mírně snižovali, a to ve prospěch instrumentů peněžního trhu.

Záměrně jsme tak snižovali jak úrokovou (citlivost na růst globálních úrokových sazeb), tak i kreditní (riziko) duraci portfolia.

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 (tento podíl ale s ohledem na současná rizika naplňujeme jen z malé části a nahrazujeme je bezpečnějšími investicemi). 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 tak běžně využíváme i konzervativních nástrojů, jakými jsou termínované vklady a reverzní repo operace. Aktuální nabíhající úrokový výnos fondu je 2,5 % p. a. při duraci 1,7 roku.

Nejpočetnější skupinu rizikových investic fondu **ČSOB Institucionální dluhopisový** tvoří tzv. high yield fondy (cca 9 %). Jejich podíl jsme ale v uplynulých měsících v reakci na růst globálních rizik výrazně snížili. Investice do této skupiny 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 v omezené míře (3 %) i dluhopisový fond podřízených dluhopisů (**KBC Europe Financial Opportunities**). Prostřed-

ky fondu jsou investovány zejména do podřízených dluhopisů finančních společností (banky, pojišťovny), které oproti tradičním dluhopisům týchž 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 podstoupené riziko je pro investora vyšší očekávaný výnos takovéto investice.

Hodnota fondu **ČSOB Institucionální dluhopisový** v uplynulém měsíci vzrostla o 0,06 %. Nejziskovějším byl fond **KBC Bonds Emerging Markets** (+ 1,73 %), který profitoval z klesajících dolarových sazeb.

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.

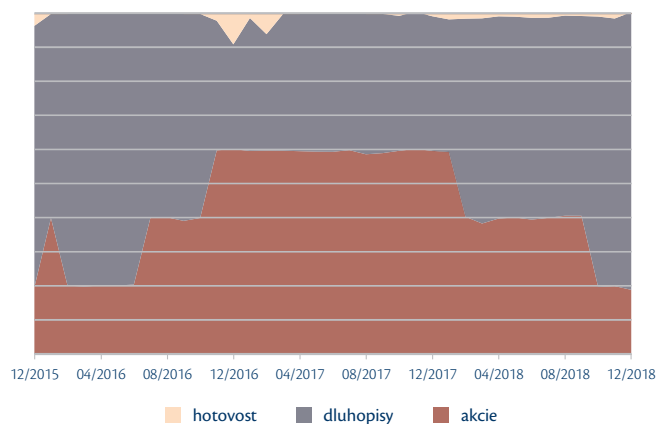
| Strategie | Nabíhající úrokový výnos p. a. | Durace v letech |
|-----------|--------------------------------|-----------------|
| DUO 1 | 1,65 % | 0,99 |
| DUO 2 | 1,68 % | 0,99 |
| DUO 3 | 1,77 % | 0,99 |
| TRIO1 | 2,08 % | 0,89 |
| TRIO2 | 2,21 % | 1,10 |
| TRIO3 | 2,25 % | 1,15 |
| PPF10 | 2,10 % | 0,85 |
| PPF20 | 2,18 % | 0,96 |
| PPF30 | 2,36 % | 1,20 |

Zabezpečené investice

ČSOB IN Portfolio Plus

Hodnota fondu **ČSOB IN Portfolio Plus** poklesla o 1,3 %. Podíl akciové části fondu byl v kontextu akciových výprodejů dále aktivně snížen na 18,5 %. Nižší podíl akcií (do 20 %) je ostatně v portfoliu fondu udržován již od října tohoto roku, což značnou měrou přispělo k snížení jeho volatility v prostředí klesajících akciových trhů.

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. Hlavním důvodem celkového nadvážení akcií v portfoliích zůstává příznivý výhled růstu korporátních zisků. Z hlavních regionů mírně favorizujeme americké akcie, u kterých předpokládáme, že budou těžit zejména z 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 sektor zdravotní péče.

Ekonomická data spolu s firemními fundamenty nám dohromady skládají obrázek, že jsou akcie v současnosti spíše levné než naopak. Alternativa v podobě dluhopisů, které by měly trpět další postupnou normalizací měnových politik centrálních bank, rozhodně nepůsobí atraktivněji. I tak ale musíme konstatovat, že máme za sebou jeden z investičně složitějších roků.

Na příští rok sice vidíme pokračování trendu ústupu investorů od rizika, ne však v akciích. Přestože nervozita bude pokračovat, akcie by neměly upadnout do delšího medvědího trendu. Pokud se neprojeví některé z latentních rizik více, než by bylo zdrávo (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.

Americké předstihové indikátory předpovídají pokračování dobře našlápnutého růstu americké ekonomiky. Období ekonomické konjunktury může navíc dále prodloužit loni schválená daňová reforma, která hospodářství zajistila 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.

S eurozónou je sice spojena řada rizik, tomu ale odpovídá velmi atraktivní ocenění akcií v porovnání s ostatními rozvinutými trhy. Politická rizika regionu v porovnání s obdobím eurokrize výrazně klesla, exportně zaměřeným firmám svědčí relativně slabé euro vůči americkému dolaru, což by se mohlo projevit již v následující výsledkové sezóně.

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 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 nájmu.

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

Komodity v současnosti nepreferujeme, protože neočekáváme tak silný růst cen, který by v dlouhodobém horizontu kompenzoval náklady rolování při držbě futures kontraktů. Vhodnější cesta, jak participovat na pozvolném růstu jejich cen, vede přes akcie těžářských firem.

Od ledna 2017 je v platnosti dohoda OPEC o omezení těžby ropy, ke které se přidali i významní producenti mimo kartel. Na pravidelném setkání členů OPEC a Ruska ve Vídni počátkem prosince byly limity v reakci na jeden z nejprudších propadů cen ropy od dob finanční krize opět upraveny. Zúčastnění se dohodli na snížení produkce o 1,2 milionu barelů denně v prvních 6 měsících roku 2019. Z dohody jsou vyňaty Írán, Venezuela a Libye. Naopak Nigérie se ke kvótám tentokrát připojí.

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.

Listopad však přinesl naprostou změnu sentimentu. Strach ze zpomalení světové ekonomiky (postihující stranu poptávky) přikrmovaný horší-

mi 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 necelé dva měsíce později spadla pod psychologickou hranici 55 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 „břidličářům“, 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).

V současnosti se na ropném trhu opět objevil efekt tzv. contanga, který při rolování kontraktů přináší dodatečný náklad (budoucí kontrakty na dodávku ropy jsou oceněny výše v porovnání se spotovým trhem). V současnosti komodity nedoporučujeme a expozici na ně v portfoliích získáváme raději přes akcie těžářů.

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 1 260 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. 12. 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.