

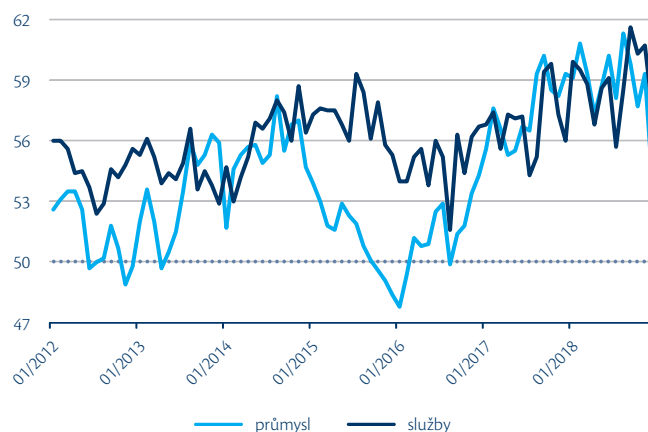


### Jak vidíme svět?

- Návrat optimismu na trhy vyústil v růst světových akcií.
- Ekonomické fundamenty zůstávají nadále silné – podíl akcií ponecháváme na mírně nadvážené úrovni; preferujeme vyspělé regiony.
- Přítomnost zejména politických rizik nás vede současně ke zvýšené opatrnosti.
- 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).

Sněmovna reprezentantů zatím odmítla kývnout Trumpovi na sumu 5,7 miliardy dolarů, kterou z rozpočtu požaduje na stavbu zdi na hranicích s Mexikem (nutno podotknout, že tuto zeď podle Trumpovy předvolební kampaně měli původně platit Mexičané, a ne americká federace). Ekonomický růst USA tímto politickým cvičením zatím nebyl výrazně ohrožen, nevyšly však některé důležité makroekonomické statistiky (vládní agentury, které mají v popisu práce zpracování ekonomických dat, nefungovaly). Pokud by se naplnily výhrůžky amerického prezidenta a uzavření amerických úřadů trvalo v řádu měsíců, mohlo by mít znaitelný dopad na ekonomiku a vést až k odmazání celého ekonomického růstu za první čtvrtletí.

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



Zdroj: Bloomberg.

Americké předstihové indikátory ISM<sup>1</sup>, které signalizují, kam by se ekonomika měla ubírat v následujícím období, vykázaly tentokrát pokles. Nečekaně silně se index propadl ve výrobě, klesl ale také ve službách, kde se ještě v předcházejícím měsíci pohyboval nad 60 body. K dosavadním obavám kolem napjatého trhu práce a dopadu celních válek přibýlo nové riziko déletrvajícího uzavření amerických vládních úřadů a s ním spojená politická nejistota.

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

## 1 EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

Investoři v prosinci panikařili ze zhoršujícího se ekonomického klimatu v kontrastu s naplánovaným rychlým utahováním měnové politiky americké centrální banky. Změna rétoriky Fedu ale obavy uvolnila. Z ekonomik přicházela smíšená data, Německo by podle odhadů mělo těsně uniknout recesi.

### Spojené státy americké

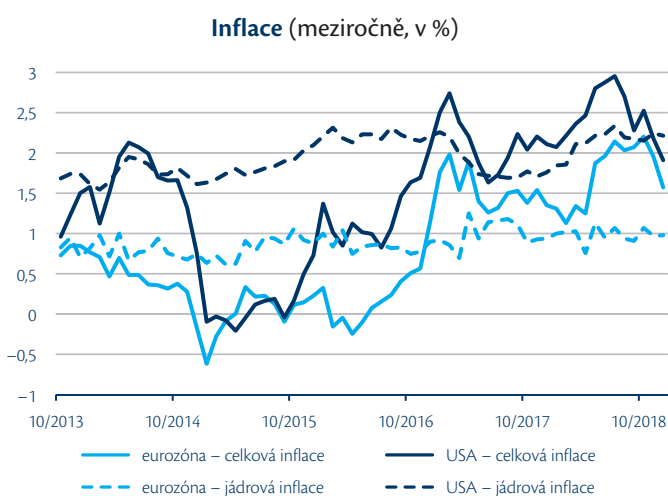
V USA kvůli trvajícím politickým neshodám ohledně financování zdi na hranici s Mexikem většinu ledna pokračovala historicky nejdelší odstávka vládních úřadů (trvala 35 dní a bez platu bylo kolem 800 tisíc státních zaměstnanců). Ke konci ledna se však obě komory amerického Kongresu dohodly na obnovení financování pro úřady. Háček je v tom, že pouze na následující tři týdny (do 15. února). Znovuotevření úřadů umožní vyplacení mezd státním zaměstnancům a mimo jiné vyřešení nejpálčivějších problémů, ke kterým patřil například nedostatek personálu na letištích. Neznamená to však, že jsou politické šarvátky u konce.

**Průmyslová výroba** za prosinec vzrostla o 1,1 %, nejrychleji za posledních 10 měsíců. Největší příspěvek zajistil růst produkce motorových vozidel. Dobrá čísla tak zahnal bezprostřední obavy z prudkého zpomalení výroby, které v prosinci obcházely trhy. Nahoru byla revidována také data za listopad ze stagnace na 0,1% růst.

**Maloobchodní tržby** a některé statistiky z **nemovitostního trhu** kvůli uzavření vládních úřadů zatím nevyšly. Z trhu bydlení tak máme pouze údaj o prodejích starších domů, které v prosinci poklesly na minimum za poslední tři roky (-6,4 % meziročně). Na vině jsou hlavně vyšší úroky z hypoték a nedostatečná nabídka nemovitostí. Dobré zprávy však přinesl mírný pokles úroků z hypoték v druhé polovině prosince, zpomalení růstu cen domů a zlepšení indikátoru sentimentu na realitním trhu NAHB, který se před měsícem pohyboval na více než tříletém minimu.

Report z **trhu práce** za prosinec přinesl skvělá čísla – 312 tisíc nových pracovních míst překonalo všechny dostupné odhady (naposledy bylo vytvořeno přes 300 tisíc pracovních míst loni v únoru) a potěšil také rychlejší růst mezd (3,2 % meziročně). Míra nezaměstnanosti se mírně zvedla na 3,9 %.

Celková **inflace** na rozdíl od jádrové inflace (bez cen energií a potravin) zpomalila na 1,9 % meziročně. Důvodem byl prudký pokles cen komodit.



Zdroj: Bloomberg.

Zatímco americká centrální banka Fed ještě na prosincovém zasedání působila neústupně, a navzdory tržním výprodejům a obavám ze zpomalení ekonomiky nemínila slevit ze své naplánované cesty vícečetného zvyšování **úrokových sazeb** v roce 2019, její vystupování se na lednovém zasedání výrazně změnilo. Šéf Fedu oznámil, že americká centrální banka bude v roce 2019 se svými měnově-politickými rozhodnutími trpělivá a flexibilní v závislosti na příchozích makrodatech. To se navíc může týkat nejen úrokových sazeb, ale i plánů na postupné vyfukování bilance (aktuálně Fed prodává dluhopisy v objemu 50 miliard dolarů měsíčně). V důsledku této mírné změny kurzu čekáme pro rok 2019 již pouze jedno zvýšení sazeb Fedu o 25 bazických bodů (trh v současnosti nepočítá ani s jedním).

## Eurozóna

Pouze 0,2% mezikvartální růst **HDP** za 4Q 2018 (1,2 % meziročně) potvrdil odhady, že eurozóna rostla v závěru roku nejpomalejším tempem za poslední 4 roky. Italská ekonomika se propadla do recese, daň si vybraly především politická nejistota, spory ohledně fiskální politiky s EU a z toho plynoucí zvýšené výpůjční náklady. Německá ekonomika by měla vykázat slabý růst a těsně tak uniknout technické definici recese (dvě po sobě jdoucí čtvrtletí poklesů HDP).

Ekonomické zpomalení v eurozóně má řadu důvodů. Německá automobilová produkce pokulhává kvůli neschopnosti automobilek rychle

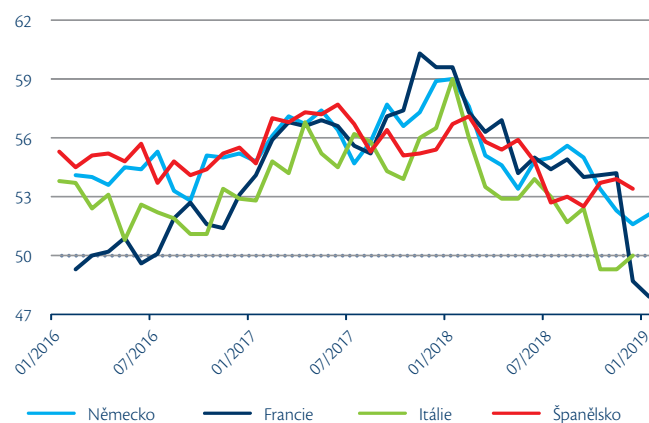
se přizpůsobit novým emisním standardům. V Itálii zvyšuje nedůvěru investorů populistická vláda, která se snaží probrat zadluženou ekonomiku opět vyššími státními výdaji. Francii zbrzdily masivní protesty žlutých vest. Exportně zaměřená ekonomika EU také nemůže přehlížet zhoršující se ekonomické klima v zahraničí. Těžkou vahou oslabující zahraniční poptávku je zpomalující růst čínské ekonomiky, na kterou dopadají obchodní války s USA.

Příliš nepotěšily ani **indexy nákupních manažerů (PMI)** eurozóny. Zhoršovala se situace ve výrobě i ve službách a kompozitní indikátor klesl na 50,7 bodu. PMI v některých zemích (Itálie, Francie a Německo ve výrobě), sklouzly pod 50bodovou hranici, což naznačuje očekávání recese.

Náladu manažerů nadále podryvá strach z příchodu recese světové ekonomiky. Nepomáhá ani politická nejistota plynoucí ze stále nejasné podoby brexitu (stoupá pravděpodobnost nového referenda, není však zatím známo, jak by bylo formulováno) a přetrvávají fiskální problémy Itálie a Francie. Italská vláda sice mírně ustoupila ze svých štedrých rozpočtových plánů, po velkých protestech „žlutých vest“ ale s porušením evropských kritérií počítá nově i Francie. Fiskální pakt z roku 2012 předepisuje, aby deficit státních rozpočtů zemí nepřesáhl 3 % HDP, zároveň však požaduje udržovat strukturální rozpočtový schodek (očistěný o ekonomický cyklus) do 1 % HDP u zemí s vládním zadlužením „výrazně“ pod 60 % a pouze 0,5 % HDP u zemí, kde je 60% dluhový limit překročen. Pokud vlády pravidla nerespektují, mohou očekávat „napomenutí“ od Evropské komise, následované hrozbou sankcí v případě „neuposlechnutí“. Itálie v současnosti hospodaří se zhruba 130% dluhem ve vztahu HDP, přičemž se snažila prosadit 2,4% deficit státního rozpočtu.

## Indexy nákupních manažerů (PMI)

(recese < 50; expanze > 50)



Zdroj: Bloomberg.

**Maloobchodní tržby** v eurozóně se v listopadu výrazně zvedly (+1,1 % meziročně) a podstatně výše byla revidována také data za říjen (z 1,7 % na 2,3 %).

Opačný obrázek přinesla **průmyslová produkce**, která se v listopadu po předchozím růstu propadla meziročně o 3,3 %.

U **registrací nových vozidel** v EU přetrvává negativní vliv nové regulace, které se automobilky zatím nebyly schopny přizpůsobit. Po říjnových a listopadových poklesech přišel v prosinci další propad o 8,4 % (meziročně). Může se již také projevat nasycení poptávky po letech růstu prodejů aut, v současnosti ale z čísel nelze zcela očistit dočasné vlivy spojené se změnou emisních pravidel.

Zpomalení evropského ekonomického růstu může zvuklat ECB při načasování prvního zvýšení **úrokových sazeb** v letošním roce. ECB se zatím zavázala držet sazby na současné nízké úrovni minimálně do léta tohoto roku, pokud však ekonomika eurozóny sklouzne do recese, mohla by trvání závazku prodloužit. Mario Draghi se nakonec může stát prvním

## Kdy jindy investovat, než teď?

Po problematickém roce 2018, v němž nakonec byla ve zpětném pohledu relativně nejlepší volbou z hlediska výkonnosti hotovost, je pro řadu investorů obtížné odhodlat se k větším investicím. Díky výraznému zlevnění akcií může být ale právě teď ta nejlepší doba pro vstup do akciových pozic nebo založení pravidelné investice.

### Každý den není posvícení

Nabízí se paralela například se zasazením stromku. Mladý strom časem zesílí, vyraší první listy, které sice s podzimem opadne, ale s postupem času se opět zazelená. O několik let později se dočkáme pěkného vzrostlého stromu. Podobné je to i s investicemi. Ne vždy se nám podaří inkasovat výnos v rámci jednoho roku, vzpomeňme na loňské ztráty na téměř všech aktech.

Investoři by rádi vychytali pro svou jednorázovou investici ideální okamžik pro nákup. Ten nejlepší moment je ale téměř nemožné předpovědět, a když se to občas podaří, jde spíše o šťastnou náhodou než o perfektní úsudek. Ve většině případů to se snahou časovat trhy v reálu bohužel dopadá opačně – v době, kdy jsou trhy na dně, jsou investoři vydešení a otálejí s nákupy v očekávání dalšího zlevnění cen.

Je to trochu paradox: říká se, že Češi milují slevy, akciový trh je ale jediné místo, kde výrazné slevy vyženou zákazníky z obchodů. A funguje to analogicky i se spekulativními bublinami a nákupními horečkami. Mimo chodem vzpomínáte ještě na předloňskou mánií kolem bitcoinu a emotivní nákupy těch, kteří na základě velmi krátké historické výkonnosti očekávali další raketový nárůst ceny?

Vhodným řešením, jak aspoň částečně vyzrát na emoce, jsou pravidelné investice. U nich se investor nemusí z propadů trhů vůbec stresovat, ba naopak – pořizovací cena se mu v dobách tržních poklesů průměruje směrem dolů a investor tak využívá atraktivních nákupních příležitostí, které jsou nestejně rozprostřeny v čase a které stěží zachytí s cílenými jednorázovými nákupy.

Ti, kteří si v silných akciových výprodejích na konci roku dokoupili levněji, ať už jednorázově nebo v rámci pravidelka, nyní sčítají zisky. Ti, kteří v panice prodali, možná svých činů už trochu litují (v čase psaní těchto řádek je na trzích opět mnohem veselejší nálada).

### Co můžeme letos čekat?

I když ekonomické ukazatele ukazují na zpomalování ekonomiky (zpomalování růstu, ne pokles hospodářství), firemní výhledy zůstávají střízlivě optimistické. Společnosti v Evropě i Americe slibují zhruba 8% růst zisků. V kombinaci s faktem, že ocenění trhů se opět dostalo pod své dlouhodobé průměry, se akciová investice jeví příznivě a nabízí vhodný způsob, jak zachovat kupní sílu peněz v inflačním prostředí.

S trhy by mohla zamávat pokračující Trumpova tvrdohlavost a obnovení částečného uzavření amerických vládních úřadů. Pokud by trvalo delší období, mohlo by se negativně promítnout do spotřebitelské poptávky. Zprávy ohledně vyjednávání mezi Čínou a Amerikou budou přitahovat pozornost a způsobovat volatilitu a na výsledek si zřejmě ještě počkáme. Naopak kroky italské vlády načas vypadly ze záře reflektorů. Brexit se možná odsune, my investice do Velké Británie raději omezujeme.

Očekáváme utahování měnové politiky z rukou Fedu (navzdory tržnímu očekávání) a snad se konečně dočkáme i podobného kroku z dílny Evropské centrální banky. Právě ECB by po letech nekonvenčních měnových opatření potřebovala svou politiku normalizovat, aby měla pro případ příští recese dostatek munice. Utvzování měnové politiky bude mít mírné brzdící dopad na dluhopisy (vyšší výnosy znamenají pokles hodnoty dluhopisů), nové dluhopisové emise ale budou nabízet čím dál atraktivnější výnos s přihlédnutím ke kreditnímu riziku. To nejhorší máme již za sebou na dluhopisech amerických i českých, a právě lokální české dluhopisy se opět stávají přijatelnou investiční variantou. ČNB nás zřejmě nepřekvapí dalším zvýšením sazeb v únoru,



další kroky bankovní rady jsou však zahaleny v oparu nejistoty a vnějších vlivů.

Optimální smíšené portfolio pro rok 2019 bychom namíchali z krátko- až střednědobých dluhopisů (především v korunách a dolarech) a akcií ze západní Evropy (raději bez Británie) a Ameriky. Přestože dluhopisy do smíšeného portfolio patří zejména díky schopnosti vyrovnávat volatilitu akciových trhů, nelze tuto obecnou poučku aplikovat na každou emisii.

Mnozí investoři se v poslední době nechávají lákat relativně vysokými kupóny rizikovějších korporátních dluhopisů nebo dluhových papírů exotických zemí, přičemž si možná plně neuvědomují rizika takovýchto investic. Rizikovější dluhopisy svou výkonností korelují s výkyvy sentimentu na akciových trzích a neplní tak funkci „bezpečného přístavu“ jako státní dluhopisy vyspělých zemí nebo korporátní dluhopisy bonitních emitentů s vysokým ratingem. V rámci dluhopisového trhu je tak důležité rozlišovat mezi domnělým a skutečným bezpečím. Zvýšená míra obezřetnosti je na místě u investičních produktů, které nejsou oceňovány tržně, ale na základě expertních odhadů. Jejich cena delší dobu nemusí odrážet zhoršující se kreditní kvalitu podkladových instrumentů a pravda se může ukázat až ve chvíli, kdy se emitenti nakoupených dluhopisů dostanou do platební neschopnosti.

Jaroslav Vybiral, hlavní investiční stratég,  
ČSOB Asset Management

Michaela Toperczerová, finanční analytik,  
ČSOB Asset Management

guvernérem Evropské centrální banky, který za trvání svého mandátu ani jednou nezvedl sazby (v čele ECB bude do konce října 2019).

**Index spotřebitelských cen** v prosinci vzhledem k dalšímu poklesu cen energií zvolnil tempo na 1,6 % z předchozích 1,9 %. Jádřová inflace (nezahrnující kolísavé složky jako energie a potraviny) rovněž stagnovala 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	1,8	1,5	1,8	1,6
USA	2,9	2,5	2,4	2,2

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg.

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

		01/2019	07/2019	01/2020
ČR	Základní sazba	1,75	2,00	2,25
	10letý výnos dluhopisu	1,73	2,30	2,60
	USD/CZK	22,61	21,45	20,84
	EUR/CZK	25,77	25,10	24,80
EMU	Základní sazba	0,00	0,00	0,25
	10letý výnos dluhopisu	0,20	0,60	0,80
USA	Základní sazba*	2,50	2,50	2,75
	10letý výnos dluhopisu	2,73	2,95	3,15
	EUR/USD	1,14	1,17	1,19

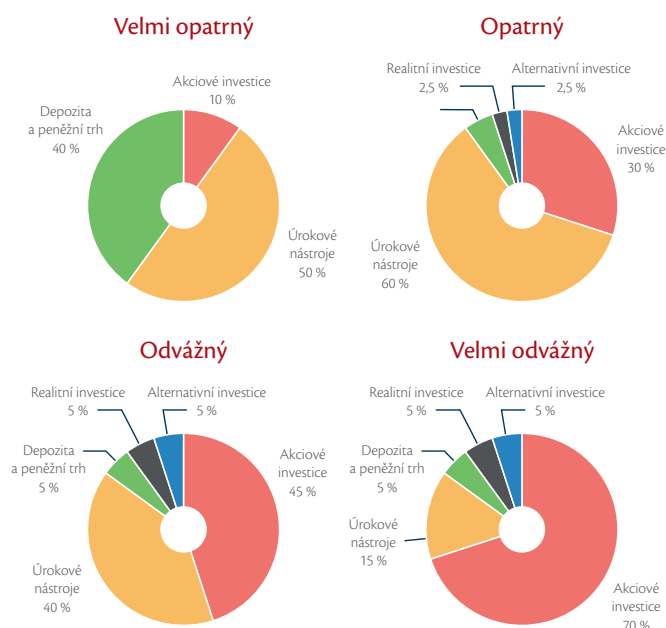
\*) Horní hranice pásma.

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



Finanční trhy vstoupily do nového roku plny optimismu. Vedle rostoucích akciových trhů působily na portfolia příznivě i klesající rizikové marže bankovních a podnikových dluhopisů, které vedly k růstu jejich cen. Optimismus trhů ale jakoby mírně kontrastoval s příchodními makroekonomickými daty, které hovořily spíše ve prospěch pomalejšího tempa zisků.

V závěrečných měsících minulého roku byly trhy pod silným tlakem, což vychýlilo ceny řady aktiv mimo jejich fundamentální úroveň. Významnou část zisků investičních aktiv, kterých bylo dosaženo v uplynulém měsíci, tak přisuzujeme zejména výraznému podhodnocení, které přirozeně přitáhlo pozornost široké investorské veřejnosti.

Do nového roku vstupujeme s vyšším podílem bezpečných úrokových investic a mírně nadváženými akciemi. Růst úroků napříč ekonomikami je již dlouho důvodem k vyššímu důrazu na variabilně úročené emise, které v odpovídající míře kombinujeme s instrumenty peněžního trhu (termínované vklady, případně repo operace). Tím jednak potlačujeme citlivost dluhopisové části portfolií na očekávaný růst úrokových sazeb, současně ale snižujeme riziko poklesu jejich cen vlivem růstu kreditních marží, pokud by současně došlo k návratu ekonomických i politických rizik.

Právě přítomnost politických rizik nás vede ke zvýšené opatrnosti, a to i navzdory příznivému lednovému vývoji. Probíhající jednání mezi USA a Čínou ve věci obchodních sporů jsou sice vesměs pozitivní, je ale otázkou, do jaké míry bude úsilí znehodnoceno probíhající kauzou údajných podvodů spojených s osobou finanční ředitelky a dcery zakladatele společnosti Huawei. Nejistotu mohou v příštích týdnech prohloubit i britské parlamentní diskuse o podmínkách vystoupení Spojeného království z EU.

Akcie zůstávají ve srovnání se svými dlouhodobými průměry spíše podhodnocené, kvůli zmíněným rizikům ale jejich podíl nadvážujeme jen mírně. Rizika průběžně monitorujeme a v případě nových skutečností jsme připraveni uvedená stanoviska přehodnotit.

Jan Bureš, portfolio manažer, ČSOB Asset Management

### Dluhopisy

Úrokové sazby byly doposud udržovány nízkou 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 uplynulém roce zvýšila sazby celkem pětkrát. V letošním roce předpokládáme dvojnásobné zvýšení, trh ale zůstává v otázce načasování poměrně nejednotný.

Podíl státních dluhopisů ve vybraných portfoliích zhruba od poloviny minulého roku postupně navyšujeme. Jejich výběr jsme ale doposud prozatím soustředili výhradně na variabilně úročené tituly. Výhledově

předpokládáme portfolio státních dluhopisů rozšířit i o fixně úročené emise. Nevylučujeme, že podíl státních dluhopisů budeme v portfoliích dále navyšovat, případně je budeme kombinovat s jinými typy bezpečných investic. V rámci segmentu takto konzervativních investic hodláme využívat zejména instrumenty peněžního trhu, jakými jsou termínované vklady a reverzní repo operace. Tyto investice považujeme v daném prostředí za vhodný nástroj dostatečně eliminující úrokové riziko.

Zajímavou bezpečnou investicí je fond **ČSOB Institucionální úrokový**, který je svým zaměřením určen zejména vysoce konzervativním investorům. Jeho aktiva jsou investována převážně do kombinace výše uvedených aktiv a vysoce bonitních podnikových a bankovních dluhopisů. Aktuální nabíhající úrokový výnos fondu je 1,9 % p. a. při duraci 0,3 roku. Pro investory s otevřeným přístupem k riziku využíváme v rámci individuálních portfolií i 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 napříč portfolii postupně navýšit podíl konzervativních investic. Přechod k bezpečným úrokovým investicím tak zásadním způsobem přispívá ke snížení volatility úrokové složky portfolií.

### 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 započatý v minulém 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 minulého roku vyšší o cca 1,5 %, při současně nižší úrovni durace (citlivosti ceny dluhopisů na změnu úrokových sazeb).** To se týká jak individuálních strategií, tak i strategií typu UNO, 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 snížili, a to ve prospěch korunových instrumentů peněžního trhu. Vedle úrokového rizika jsme tak přispěli k snížení kreditního rizika úrokové části portfolií.

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 i jejich případného negativního vlivu na hodnotu portfolií.

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 fond 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 podobně jako u jiných portfolií jej nahrazujeme bezpečnějšími investicemi. Zhruba 70 % 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 které jsou jím dále 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 minulém 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 3,3 % p. a. při duraci 1,9 roku.

Nejpočetnější skupinu rizikových investic fondu **ČSOB Institucionální dluhopisový** tvoří tzv. high yield fondy (cca 7 %), jejichž podíl jsme v uplynulém roce v reakci na růst globálních rizik průběžně snižovali. Investice do této skupiny rizikových dluhopisů jsou záměrně realizovány výhradně prostřednictvím fondů, čímž výraznou 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 v omezené míře (3 %) 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 podstoupené riziko je pro investora vyšší očekávaný výnos takovéto investice.

Hodnota fondu **ČSOB Institucionální dluhopisový** v uplynulém měsíci vzrostla o 0,53 %, a to vlivem příznivého vývoje všech jeho složek.

## 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 blízke 26 korun za euro jsme u vybraných portfolií s odpovídajícími limity využili v polovině minulého roku ke vstupu do měnové pozice spekulující na posílení domácí měny. Tuto pozici držíme i nadále, 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.

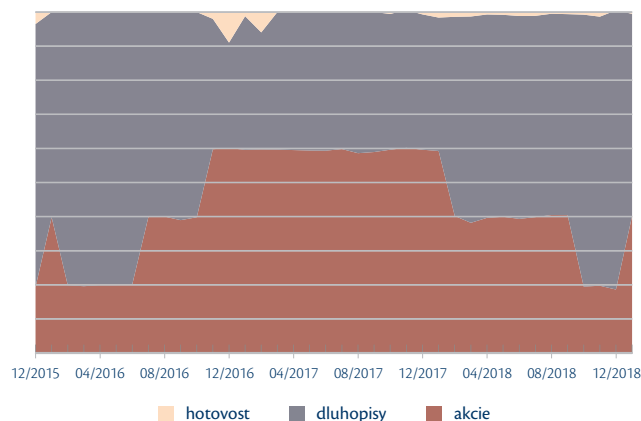
Strategie	Nabíhající úrokový výnos p. a.	Durace v letech
UNO	1,91%	0,27
DUO 1	2,08%	0,43
DUO 2	2,10%	0,47
DUO 3	2,18%	0,56
TRIO1	2,24%	0,78
TRIO2	2,40%	0,94
TRIO3	2,47%	0,96
PPF10	2,15%	0,75
PPF20	2,22%	0,84
PPF30	2,37%	1,04

## Zabezpečené investice

### ČSOB IN Portfolio Plus

Hodnota fondu ČSOB IN Portfolio Plus vzrostla v uplynulém měsíci o 2,36 %. Podíl akciové části fondu byl v polovině měsíce resetován k neutrální úrovni 40 %, což v kontextu rostoucích trhů přispělo k jeho solidní výkonnosti.

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



## Akcie

Zlevnění akcií v poměru k očekávaným ziskům nás v posledních měsících vedlo k nadvážení akciové složky. Po výprodejích v posledním kvartálu loňského roku akcie ještě více zlevnily. 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 a finanční sektor.

Ekonomická data spolu s firemními fundamenty nám dohromady skládají obrázek, že jsou akcie v současnosti spíše levné než naopak. V posledních sedmi výsledkových sezónách vykazují společnosti příznivý trend růstu zisků. Náš odhad letos počítá v průměru s vyšším jednociferným růstem celoročních zisků. Výsledková sezóna za čtvrtý kvartál v USA zatím potvrzuje všeobecně dobrou kondici firem.

Z amerického indexu S&P 500 zatím reportovala za čtvrtý kvartál svá čísla více než čtvrtina firem. Téměř tři čtvrtiny společností vykázaly zisky nad odhady analytiků. V průměru jim rostly zisky o 12,5 % a tržby pak o necelých 5 %. V úvodu výsledkové sezóny oznamovaly svá čísla především velké finanční společnosti. Dařilo se jim na úrovni zisků (+15 %), o něco méně pak na úrovni výnosů (+4 %). V posledních dnech na řadu přišly také technologické společnosti, mezi nimiž byly nejvíce ostře sledované výsledky Applu. Technologický gigant nepřinesl příliš povzbudivé zprávy, když mu poprvé za posledních deset let ve vánoční sezóně poklesly příjmy, jedním z hlavních problémů byla slabá poptávka z Číny.

V Evropě byla tempa růstu zisků v roce 2018 nižší než v USA, což bylo spojeno s absencí Trumpovy daňové reformy a zároveň negativním efektem protekcionismu. Zlepšení však u evropských firem čekáme v letošním roce, kdy by celoroční růst zisků mohl předstihnout USA díky stimulu slabého eura pro evropské exportéry a pozitivnímu dopadu klesajících cen ropy na rostoucí kupní sílu evropských spotřebitelů.

V rámci evropských témat sázíme na Německo, a to zejména díky extrémně stlačeným valuacím (německý akciový index DAX v tržních výprodejích zlevnil oproti posledním maximům o více než 20 %!). Německé podniky si zachovávají velkou konkurenceschopnost díky vysoké přidané hodnotě produkce. Rizikem německé ekonomiky je velká koncentrace automobilového průmyslu a vysoká míra otevřenosti trhu, která v současnosti představuje nevýhodu kvůli silně protekcionistické politice USA. I tak ale nevidíme závažný důvod, proč by po slabším druhém pololetí 2018 měla německá ekonomika dále zaostávat.

## 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 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

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 těžařských 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 2018 byly limity v reakci na jeden z neprudších 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.

Vývoj cen ropy během roku 2018 několik měsíců 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 amerických vztahů s Íránem a Venezuelou. Poslední měsíce ložského roku ale přinesly naprostou změnu sentimentu. Strach ze zpomalení světové ekonomiky (postihující stranu poptávky) přikrmovaný horšími ekonomickými daty z Číny – největšího importéra ropy na světě a opětovný nárůst zásob (důkaz převisu nabídky nad poptávkou) poslaly trh s ropou do medvědího trendu. Aktuálně se cena ropy Brent pohybuje kolem 60 USD za barel a v následujících měsících očekáváme její kolísání v okolí dnešních úrovní.

V současnosti komodity nedoporučujeme a expozici na ně v portfoliích získáváme raději přes akcie těžařů.

## Zlato

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

Z ekonomického hlediska nedává smysl zlato držet, jakmile se jeho cena pohybuje nad mezními náklady. Ty se nacházejí kolem 950 USD za unci. Kromě toho se tento drahý kov skutečně nespotebovává, takže jeho celosvětové zásoby jen rostou. Zlato je také citlivé na „přestřelování“: během eurokrize v roce 2011 dosáhla jeho cena 1 900 dolarů za unci. Aktuálně se obchoduje kolem 1 300 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. 1. 2019). 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.*