

ČCE (B), INVESTIČNÍ FOND S PROMĚNNÝM ZÁKLADNÍM KAPITÁLEM, A.S.

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA 1. ČTVRTLETÍ 2019

VÝVOJ NA TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIA A KONTRIBUČNÍ ANALÝZA.....	5
LIKVIDITA PORTFOLIA.....	8
OČEKÁVANÝ VÝVOJ.....	8

Hodnota aktiv k 31. březnu 2019

Tržní hodnota aktiv ke dni valuce	154 027 376 Kč
Hodnota aktiv přijatých k obhospodařování	146 444 391 Kč
Průměrný objem aktiv přijatých k obhospodařování	128 586 182 Kč
Rozdíl k aktuálnímu ohodnocení	7 582 985 Kč

Dosažené zhodnocení (za uplynulé čtvrtletí 31.12. 2018 - 31. 3. 2019) - objemově váženo

Portfolio	2,43 %
Benchmark	2,97 %

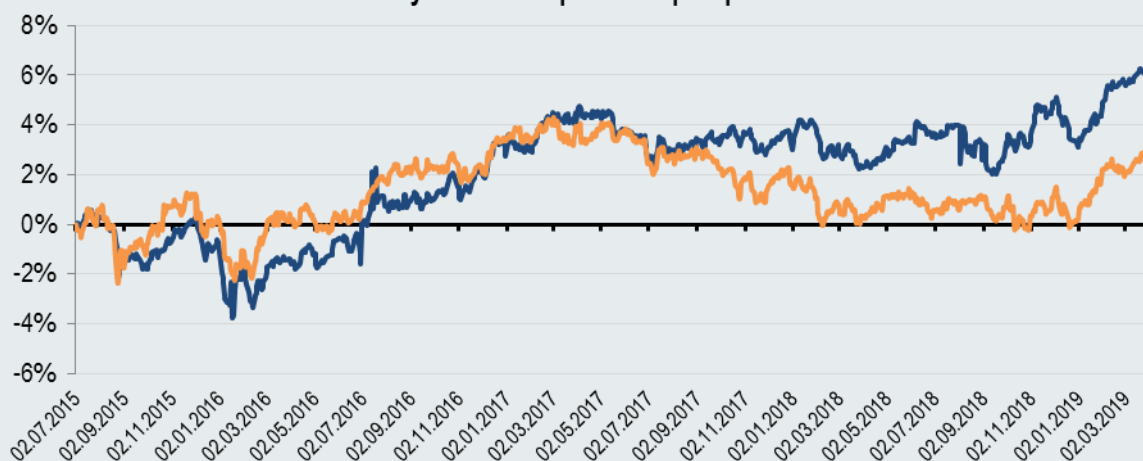
Dosažené zhodnocení (od počátku investiční periody 01. 01. 2019 - 31. 3. 2019) - objemově váženo

Portfolio	2,43 %
Benchmark	2,97 %

Dosažené zhodnocení (od počátku spolupráce 02. 07. 2015 - 31. 3. 2019) - objemově váženo

Portfolio	5,90 % (1,54 % p.a.)
Benchmark	3,17 % (0,84 % p.a.)

Výkonnost od počátku spolupráce



VÝVOJ NA TRŽÍCH

Vývoj na globálních dluhopisových tržích

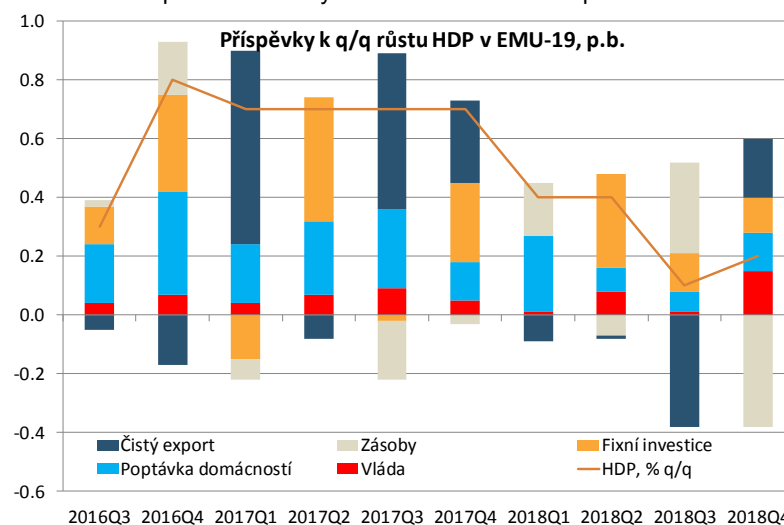
Evropská měnová unie ani v prvním čtvrtletí 2019 růstově moc oproti slabému druhému pololetí minulého roku nepřidala. Inflace se nikam nehýbe, ECB už přiznává, že se mylila.

Finální růstová data za konec 2018 nedoznala oproti předchozím odhadům žádných změn – růst EMU v posledním čtvrtletí dosáhl pouze slabých 0,2% q/q. To bylo sice oproti 3Q18 zlepšení, ale jen nejmenší možné (o 0,1 p.b.), a v každém případě to byl růst výrazně pomalejší než kvartální růstová tempa viděná v roce 2017 (která přesahovala 0,5% q/q). Struktura růstu však byla mírně optimistická. Zaprvé, čisté exporty se poprvé od konce roku 2017 staly čistým pozitivním příspěvatelem k celkovému růstu. Zadruhé, příspěvky všech hlavních složek domácí poptávky ke kvartálnímu růstu byly pozitivní: spotřeba domácností přidala 0,13 p.b., fixní investice 0,12 p.b., příspěvek vlády ve výši 0,15 p.b. byl dokonce nejvyšší od 1. čtvrtletí 2016. Zatřetí, negativní efekt poklesu zásob vytváří prostor pro opačný efekt v dalších kvartálech, tedy, pokud byl pokles zásob koncem roku způsoben tím, že firmy špatně odhadly skutečnou poptávku a ta, protože byla vyšší než aktuální produkce, musela být pokryta ze zásob.

Že tomu tak mohlo skutečně být lze vidět v datech o lednovém průmyslu. Průmyslová produkce totiž v Eurozóně zaznamenala silný růst o 1,4% m/m, který přišel po poklesech v předchozích měsících. Shora popsané naděje vzbuzené strukturálními daty o HDP z konce minulého roku ale kazí fakt, že během celého prvního čtvrtletí se zhoršoval výhled průmyslu měřený indexem nákupních manažerů (PMI). Ten v březnu dále poklesl z beztak slabé (a kontrakci indukující) únorové hodnoty 49,3, a to až na šestileté minimum 47,6. Bylo to zejména v důsledku slabých exportních objednávek: celkové exportní objednávky (vč. objednávek v rámci EU) poklesly nejnižší od srpna 2012.

ECB v závěru kvartálu přiznala, že se věci vyvíjejí odlišně, než čekala. Jen pár měsíců poté, co v prosinci 2018 ukončila program odkupu aktiv, na svém posledním zasedání vyslala dvě jasné holubičí zprávy. Tou první bylo agresivní snížení výhledu inflace i růstu na nejbližší roky vč. roku letošního. To mělo za důsledek odsunutí nejdřívějšího data zvýšení sazeb až do příštího roku (oproti předchozím komentářům, kde si ECB nechávala otevřené dveře pro letošní utažení, když tvrdila, že k růstu sazeb nedojde „před létem 2019“). Tou druhou bylo ohlášení třetího kola tzv. cílených likvidit dodávajících operací (TLTRO). To, že Draghi na tiskovce přiznal, že se výhled definitivně zhoršil a že si nechal dveře otevřené pro případné znovuzavedení QE, už byla jen holubičí třešnička na dortu.

Struktura evropského růstu byla koncem roku mírně optimistická



Zdroj: Eurostat

USA

Americká ekonomika roste, ale proti 4Q18 znatelně zpomalila. FED si tak začal vybírat dlouhou pauzu.

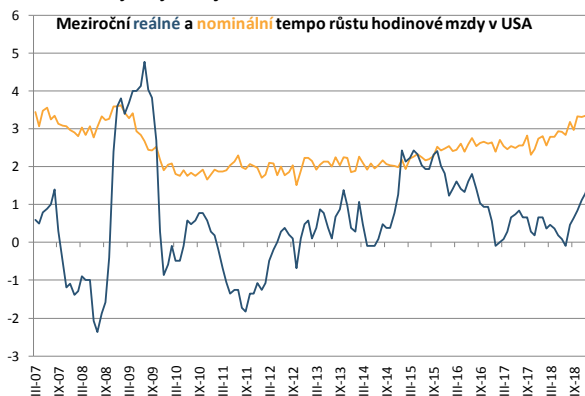
Americká ekonomika vzrostla dle druhého odhadu ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku o 2,2 % (q/q, anualizovaně), tj. o 0,4 p.b. méně než dle odhadu prvního. Revize byla důsledkem poklesu příspěvku poptávky domácností (z 1,9 p.b. na 1,7 p.b.) a příspěvku fixních investic z 0,6 p.b. na 0,5 p.b. Na celkovém příběhu americké ekonomiky, tj., že roste díky poptávce domácností, se nic nezměnilo. Růst v celém minulém roce tak dosáhl 2,9 %, tj. jen o 0,1 p.b. zaostal za tříprocentním cílem prezidenta Trumpa z volební kampaně.

Data zveřejněná během úvodního kvartálu nicméně naznačují zpomalení. Průmyslová produkce v únoru zaznamenala třetí slabý měsíc v řadě. Po dvou malých poklesech o 0,08% a 0,06% v prosinci a v lednu téměř stagnovala v únoru (+0,04%), za poslední tři měsíce se tak nikam nepohnula. U zpracovatelské složky byla situace ještě horší: v posledních dvou měsících (leden, únor) klesla celkem o 0,8 %, což navzdory prosincovému růstu o 0,5 % znamená, že kumulativně za poslední tři měsíce poklesla. Slabost, kterou již nějakou dobu pozorujeme v Evropě, tak, zdá se, dorazila i do Spojených států. Maloobchodní tržby bez aut a paliv byly v posledních měsících na m/m bázi volatilní, ale v datech pozorujeme zpomalení – v polovině roku 2018 rostly tržby měsíčním tempem zhruba 0,5 %, v posledních třech měsících o 0,4 % m/m klesaly. Jistě na tom má zásluhu mnohem menší fiskální stimul v letošním roce.

Jádrová PCE inflace v lednu 2019 poklesla na 1,8%, tj. nejnižší od února 2018, celková inflace klesla na m/m bázi poprvé za dva roky a meziročně se tak dostala až na 1,4%, tj. nejnižší od září 2016. Je tedy evidentní, že inflace je stabilizovaná, že se na ní ani pokrizově nejrychlejší růst mezd, ani (dle shora popsaných kritérií) za dlouhou dobu nejutaženější trh práce příliš nepodepisuje.

FED proto v březnu 2019 ponechal sazby bez změny a přiznal navíc, že ekonomika oproti 4Q18 zpomalila. Zpomalení se týká hlavně poptávky domácností a fixních investic. Protože poklesla, zejména kvůli nižším cenám energií, i inflace, a že inflační očekávání jsou dobře ukotvená, FED ani nenaznačil, že by k dalšímu růstu sazeb mělo v dohledné době dojít.

Reálné mzdy urychlují



Zdroj: BEA.gov

ČR

Česká ekonomika dále roste, v průmyslu jsou však jasné známky slabosti, a ani předstihové indikátory nevypadají dobře. Pilířem růstu zůstává poptávka domácností.

Finální data o růstu ekonomiky ve 4Q18 nepřinesla žádné překvapení. Drobná revize tempa růstu ve 4Q18 z 0,9% na 0,8% q/q je nevýznamná, růst za celý minulý rok tak bez desetiny procentního bodu dosáhl tří procent. Jedinou novou informací ve třetím a finálním odhadu HDP za 4Q18 tak bylo zveřejnění dat o míře úspor domácností a o míře ziskovosti nefinančních podniků. V případě prvního z ukazatelů došlo k další normalizaci, míra úspor domácností vzrostla oproti 4Q17 o více než 2 p.b. na 11,7%, což je historicky průměrná a obvyklá hodnota. Dá se tak říct, že dluhový boom let 2016-18 skončil. V případě míry ziskovosti firem došlo k jejímu dalšímu poklesu, a to na historicky nejnižší úroveň nejméně od roku 2008 (což je období, za které máme tato data). Zde se zrcadlí jak (veřejným sektorem hnaný) růst mezd, tak slabost v průmyslu.

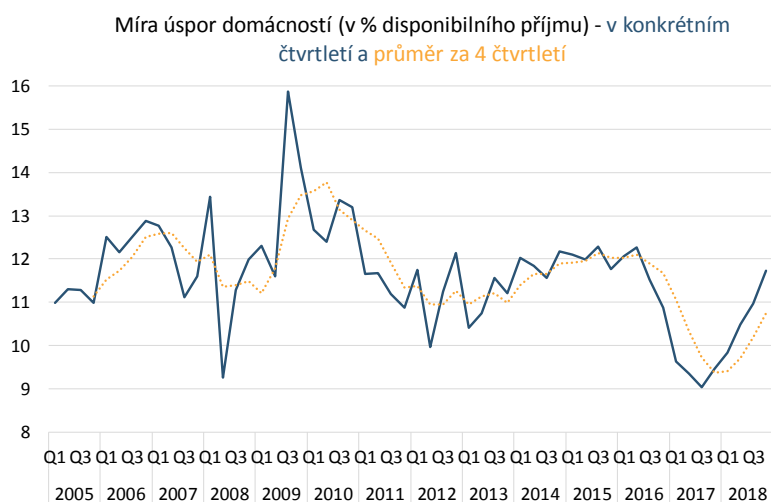
Průmyslová produkce totiž „konečně“ (konečně proto, že v Německu byla slabá data už měsíce předtím) poklesla. Po poklesu o procento v prosinci klesla produkce o dalších 1,3% v lednu letošního roku, což v meziročním vyjádření znamenalo pokles o 1,1%. Pokud ignorujeme červenec 2016 a jeho krátkodobý pokles o 5,7% způsobený pouze jiným časováním dovolených v automobilkách, jedná se o nejméně výraznější meziroční pokles od jara 2013. Zpracovatelská složka průmyslu poklesla o 2,7% r/r. Maloobchodní tržby si naopak vedly velmi dobře, v únoru 2019 vzrostly o 3,4% r/r celkem, což bylo nejrychlejší od léta minulého roku. Protože jádrové tržby, tj. bez aut, paliv a potravin, přidaly 7,4%, což je přesně průměr předchozích 13 měsíců, je evidentní, že celkové tržby se zlepšily jen díky zlepšení tržeb za jiné kategorie, v tomto případě za auta (které po 6 měsících poprvé rostly, byť mírně) a za paliva.

Předstihové indikátory nejsou moc optimistické. Index nákupních manažerů PMI dále poklesl, 47,3 v březnu je jeho nejslabší výsledek od konce roku 2012. Průměrná hodnota v 1Q19 byla také nejslabší od 4Q12. Popáté v řadě totiž klesly objednávky, a to nejvíce od října 2012, což se následně projevilo v největším poklesu poptávky po zaměstnancích od ledna 2013. Pokles objednávek společně s nejslabší důvěrou od konce roku 2012 naznačují další zpomalení růstu ve druhém čtvrtletí a nejspíš i ve druhé polovině roku, a to jak skrze slabou produkci, tak skrze slabší investice. Podobný obrázek o situaci v průmyslu potvrdily i průzkumy ČSÚ.

Spotřebitelská (měnově-politická) inflace v únoru dále vzrostla. Celková inflace poskočila o 0,3 p.b. na 2,7%, poptávková inflace zůstala na 3%. To by mohlo na první pohled vyvolat očekávání, že ČNB okamžitě přikročí k utažení měnové politiky, protože poptávkové tlaky se vymknuly kontrole. Při bližším pohledu se však ukáže, že jediným faktorem, který za růstem cen v únoru stál, byl – jako v minulých měsících – segment bydlení. Ten přidal k růstu 1,4 p.b.; dalším nepoptávkovým faktorem byly ceny alkoholu a tabáku, které přidaly 0,3 p.b. Bez růstu cen sektoru bydlení a alkoholu + tabáku by inflace v únoru 2019 dosáhla pouze 1%, což na široké poptávkové tlaky neukazuje.

ČNB na svém zasedání koncem března ponechala sazby bez změny, pro jejich růst podobně jako v únoru hlasovali jen dva členové BR ČNB, A.Michl a V.Benda. Zasedání to bylo celkem nudné, žádné nové informace jsme se nedozvěděli. Rizika únorové prognózy vyhodnotila Bankovní rada jako vyrovnaná – proti-inflační dopady slabší globální ekonomiky kompenzuje v očích centrálních bankéřů možnost delší slabosti koruny.

Míra úspor domácností v roce 2018 vzrostla na historicky typické úrovni



Zdroj: ČSÚ

Dluhopisy

Vývoj na vyspělých dluhopisových trzích byl v důsledku pauzujícího FEDu a od zpřísnění měnové politiky ustupujícího guvernéra ECB Draghiho (který se tak pravděpodobně stane prvním guvernérem ECB, který za své funkční období nezvýší sazby) ve směru poklesu výnosů. Americké výnosy pokračovaly v poklesu a dostaly se až k úrovni 2,4 % na desetiletých splatnostech. Výše zmíněný vývoj měl v Evropě za následek, že poprvé od září 2016 se

německá desetiletka výnosově dostala opět do záporu. Koncem března totiž klesly desetileté výnosy až k úrovni -10 b.b. Samozřejmě to znamenalo, že celá výnosová křivka Německa až do této splatnosti byla záporná, na krátkém konci výnosy klesly až na - 60 b.b. Tlak na pokles výnosů byl i ve zbytku Eurozóny, klesly dokonce i italské výnosy, a to na desetileté splatnosti o necelých 30 b.b. na 2,45%.

V centru zájmu investorů byly v začátku kvartálu i české státní dluhopisy. Na trhu se projevila agresivní poptávka zejména zahraničních investorů, sázejících na víceméně konec cyklu utahování měnové politiky ČNB a ochlazení ekonomického růstu. Tomu nahrála opatrná vyjádření některých centrálních bankéřů, zejména Tomáše Holuba. Následný vývoj ve zbytku čtvrtletí byl ale pod taktovou vyšších inflačních čísel, která část trhu přesvědčila, že ČNB s utahováním měnové politiky ještě neskončila. Desetileté české výnosy se tak vrátily k úrovni 1,85 %, zhruba o 20 bps. výše proti únorovým minimům.

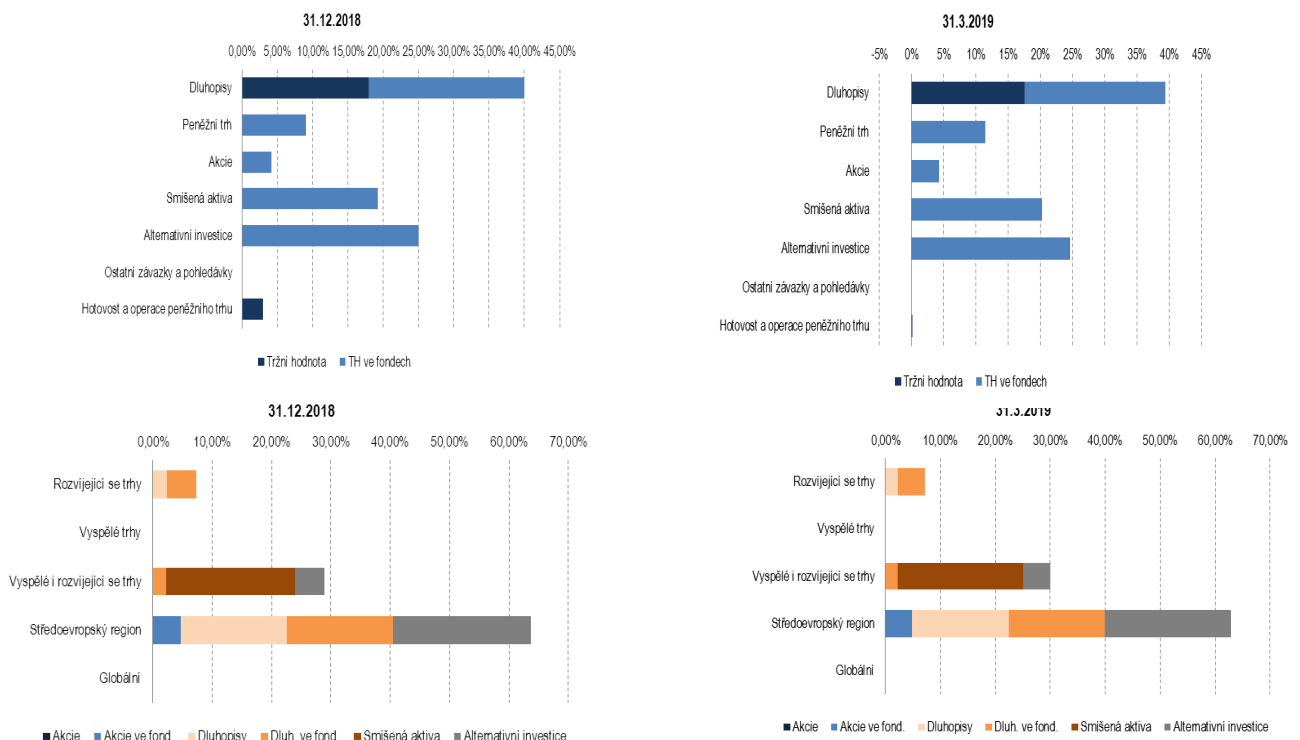
Akcie

Ve světle ne zcela růžového globálního makroekonomického obrázku byl vývoj na akciových trzích nad očekávání pozitivní. Globální index MSCI All Country World velice silně posiloval již od začátku ledna. Ukázalo se, že výprodeje z konce loňského roku byly pravděpodobně přehnané, především technického rázu, kdy velcí institucionální investoři snižovali riziko ve svých portfoliích před koncem roku, aby se přizpůsobili právě slabšímu makroekonomickému vývoji. Přetrvávající rizika v podobě obchodních sporů, zpomalování ekonomického růstu v Číně a Evropě, Brexit a umírněná inflace vedly k silně holubičímu postoji amerického Fedu i evropské ECB.

Globální akciové trhy silně rostly a doháněly špatnou výkonnost z prosince, když index MSCI All Country World posílil o 9,9 % (v CZK o 12,6 %). Z regionálního pohledu se dobře dařilo jak akciovým trhům rozvinutých zemí (MSCI World +12,9 %; v CZK + 14,7 %), tak i akciovým trhům rozvíjejících se zemí (MSCI Emerging Markets +9,6 %; v CZK 12,2 %). Index pražské burzy PX nezaostal o moc víc, když připsal zisk 8,9 %. Stejně tak zbytek středoevropského regionu, i když zde byla výkonnost již slabší – maďarský BUX +6,8 %, polský WIG +3,8 %, rumunský BET 6,5 %.

STRUKTURA PORTFOLIA A KONTRIBUČNÍ ANALÝZA

ALOKACE AKTIV



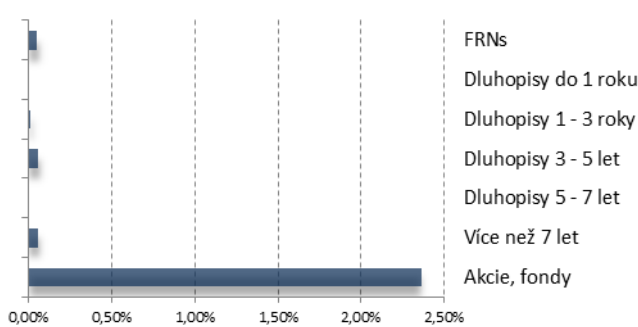
V průběhu kvartálu jsme strukturu fondu upravili pouze mírně. **Situace na peněžním trhu České republiky se díky rostoucím sazbám začíná konečně pozvolna zlepšovat. Objevují se příležitosti, na které proto reaguje náš nový fond Conseq depozitní Plus.** Ten jsme v průběhu března zařadili do portfolia a budeme ho využívat pro přechodné uchování a alespoň částečné zhodnocení volné hotovosti. Fond investuje převážně do REPO operací ČNB a je tedy prakticky bezrizikový.

Portfolio za uplynulý kvartál připsalo zhodnocení 2,43 %, srovnávací index 2,97 %. Od počátku spolupráce se výkonnost pohybuje na úrovni 5,9 %, benchmark od července 2015 přidal 3,17 %.

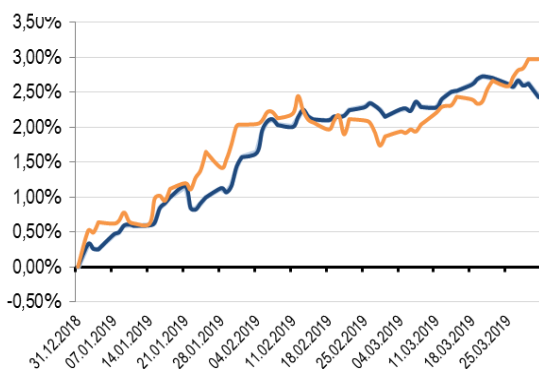
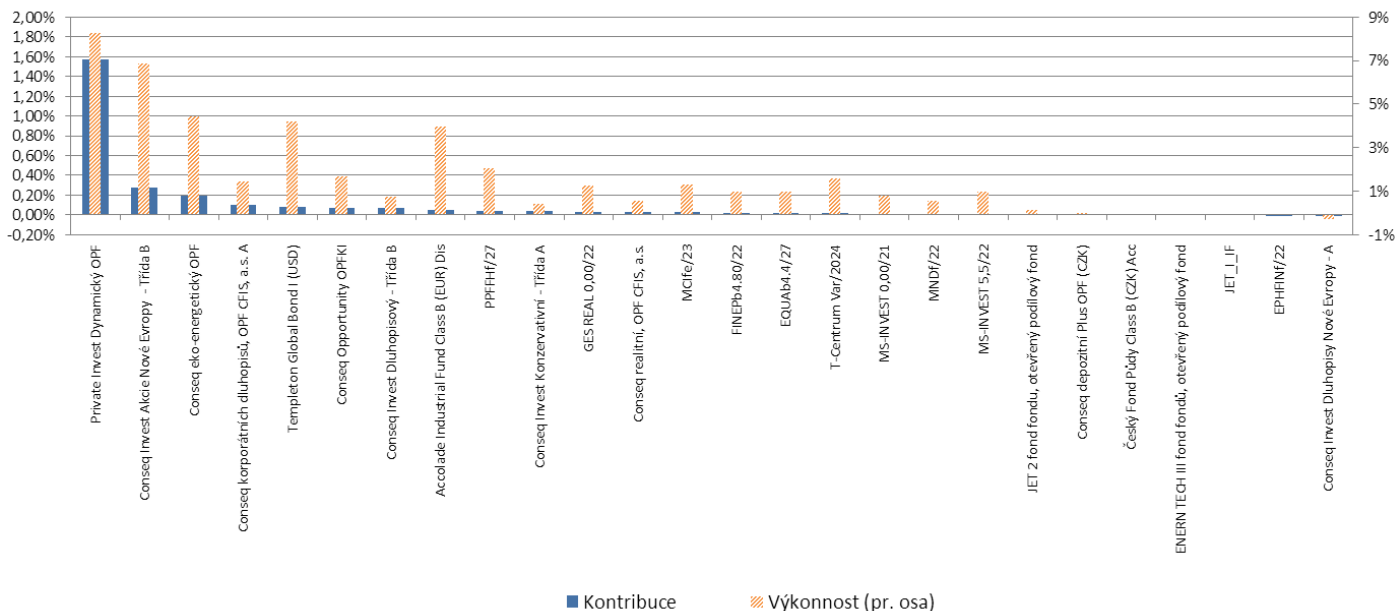
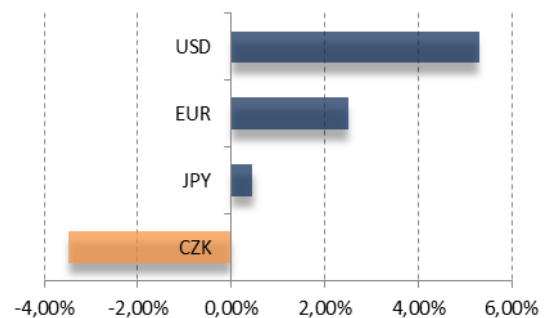
KONTRIBUCE JEDNOTLIVÝCH POZIC

V uplynulém čtvrtletí

Kontribuce portfolia dle tříd aktiv



Kontribuce fondu Private Invest Dynamického dle měn



Portfolio v uplynulém čtvrtletí přidalo 2,43 %, srovnávací index byl o cca 0,5 p.b. lepší. Na výsledku se největší měrou podílel vývoj fondu Conseq Private Invest Dynamického a fondu Conseq Invest Akcie Nové Evropy a to v důsledku silných růstů akciových trhů po prosincových propadech. Nižší durace v rámci dluhopisových fondů pak zapříčinila zaostání za srovnávacím indexem.

Úvodní kvartál roku 2019 se u dluhopisových fondů Conseq nesl v pozitivním duchu. **Conseq Invest dluhopisový a Conseq Invest konzervativní dluhopisový fond** přidaly v prvních třech měsících 0,7 %, resp. 0,4 %. V průběhu čtvrtletí jsme využili opětovně atraktivních kreditních marží a příležitosti na primárním trhu korporátních emisí a zařadili několik nových titulů. Jednalo se o emitenty z regionu CEE (Škofin, realitní Ghelamco, PPF Arena) a v případě Dluhopisového fondu a fondu Korporátních dluhopisů i o podniky ze severní Evropy.

Šlo o emitenty z oblasti těžby ropy, nábytkářského průmyslu, metalurgie a telekomunikací. Z našeho regionu se jednalo o zajímavou emisi společnosti Gevorkyan (splatnost pět let, výnos 5 % p.a.), specializující se na výrobu součástek pro různá odvětví průmyslu pomocí práškové metalurgie. Společnost dodává do více než 30 zemí světa, je schopna vyvinout více než 150 nových výrobků ročně a vyrobit 5 milionů součástek měsíčně. Dále o emisi zastřešující telekomunikační divizi PPF group se sedmiletou splatností a výnosem mírně nad 3 %, která přilákala solidní zájem zahraničních investorů. Z mezinárodního energetického segmentu jsme využili příležitosti v primárních emisích těžaře Siccar Point a dále financování transakce prodeje metalurgické divize Saint Gobain, kterou nově vlastní fond soukromého kapitálu, specializující se na odvětví těžkého a chemického průmyslu. Společnost Siccar Point Energy byla založena v roce 2014 se strategií vybudovat portfolio rozsáhlých ložisek v Severním moři, s nízkými náklady na provoz, dlouhou životností, provozovatelných napříč ekonomickým cyklem. Společnost získala jedny z posledních zbývajících ropných polí v britském kontinentálním šelfu. Zbývajících životnost polí je v průměru 25 let a budou schopny produkce až do let 2040-2050. SPE nyní participuje na jedné z největších projektů z pohledu zbývajících rezerv i z pohledu denní produkce. Ve druhém případě je emitentem bývalá divize Saint Gobain (nyní vlastněná fondem Open Gate capital), zabývající se produkcí silikonových písků, abraziv, příměsí do metalurgického průmyslu a tailor-made hi-tech výrobou v oboru letectví, vojenství, energetickém průmyslu a produktů pro filtrační čištění. Produkční kapacity jsou umístěny v Norsku a Jižní Americe. Hlavní část produkce tvoří příměsí s využitím pro hutní průmysl/metalurgii (do litin, povrchové úpravy, palivo pro vysoké pece) a brusné směsi (pro kotouče atd.) – převážně v Jižní Americe. Dále pak výrobu s vysokou technickou náročností a vyšší přidanou hodnotou, zahrnující výrobky pro filtraci (filtry pevných částic, čištění vody) a hi-tech výrobky pro aerospace, military a energetiku (zrcadla pro teleskopy, helmy, příměsí do baterií) – v Evropě.

Korporátním dluhopisům se také dařilo. Ústup centrálních bank od jestřábích komentářů a přetrvávající přebytek likvidity táhly jejich ceny nahoru. Eurový index korporátních dluhopisů investičního stupně posílil o cca 3,5 % a eurový index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně (high-yield) o 5 %. Fond **Conseq Korporátních dluhopisů** nicméně díky nižší úrokové citlivosti přidal mírnějších 1,4 %.

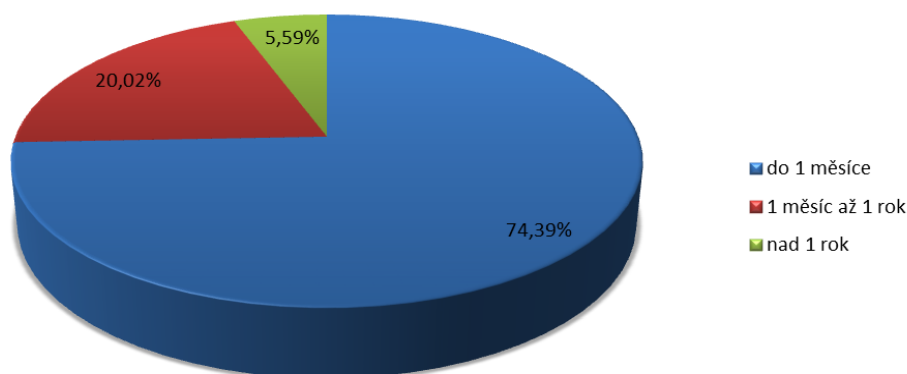
Dynamická složka – Private Invest Dynamický

Většina akciových trhů se již dostala na cenové úrovně z loňského roku a hodnotově se nyní obchodují blízko svých dlouhodobých historických průměrů. Pozitivem by mohlo být, že došlo k růstu korporátních zisků a další růst se očekává pro letošní i příští rok. Akcie by mohly těžit i ze zlepšení hospodářské kondice ve druhém pololetí nebo z rétoriky centrálních bank, naznačující uvolněnější měnovou politiku. Kladně můžeme vnímat i blížící se prezidentské volby v Americe, kde by si Donald Trump prostřednictvím mírnější zahraniční politiky, mohl začít připravovat půdu pro své znovuzvolení. Mezi zajímavé akcie řadíme ty evropské, které by mohly reflektovat slabé euro a nadále uvolněnou měnovou politiku ECB. Ještě zajímavější jsou dle nás akcie na rozvíjejících se trzích, které mohou těžit se silícího spotřebitele a konvergence k vyspělým

ekonomikám. Investor by ovšem neměl zapomínat na potenciální rizika, mezi které řadíme případné výrazné zvýšení inflace, rychlejší zpomalování globální ekonomiky, rychlejší normalizaci monetární politiky důležitých centrálních bank, obchodní války, ale také zadlužení periferních států eurozóny, či geopolitická rizika na blízkém východě, v Argentíně a Venezuele. Další problém by mohl způsobit silný dolar v kombinaci s rostoucími úrokovými sazbami.

Conseq Private Dynamický si za úvodní tři měsíce roku 2019 připsal zhodnocení 8,29 % a odmazal tak ztrátu za loňský rok.

LIKVIDITA PORTFOLIA



OČEKÁVANÝ VÝVOJ

Vývoj českého dluhopisového trhu bude i nadále ovlivňován dvojicí faktorů. Zaprvé, vývojem nastavení měnové politiky v Eurozóně a v ČR. Vliv Eurozóny je klíčový pro dlouhodobou tendenci vývoje výnosů dluhopisů – jinými slovy, dlouhodobý růst výnosů musí přijít zvenčí. Makroekonomická data z Eurozóny však odsunula scénář, kdy ECB přistoupí ke zpřísnění úrokové komponenty měnově-politických podmínek, dále za konec roku 2019. To samozřejmě odkládá růst německých výnosů, na který by nemohly české dluhopisy nereagovat. ECB sice nepřestane úplně mluvit o tom, že jednou sazby zvedne, zdá se však, že to bude nejdříve v roce 2020, a i tak bude utahování jenom pomalé. To na výraznější růst desetiletých německých výnosů prozatím nejspíš stačit nebude. U ČNB je pravděpodobné, že pauza, kterou si ve své měnově-politické utahovací kampani vybírá, bude delší, než původně centrální banka i trh očekával. Důvodem pro možný růst požadovaných výnosů však může být zhoršení fiskální situace při výraznějším ekonomickém zpomalení. Vzhledem k tomuto námi vnímanému riziku neočekáváme, že riziková prémie nad německé dluhopisy (na desetileté splatnosti kolem 200 b.b.) v dalších měsících klesne, spíše naopak. Zde je hlavním rizikem nízká přirozená likvidita trhu a vysoký podíl držby zahraničními investory.

Druhým faktorem totiž je, jako po celý minulý rok, situace na devizovém trhu, konkrétně přetrvávající překoupenost české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž stále uložena právě v českých dluhopisech – koncem února 2019 drželi nerezidenti 35,8 % všech a 39,6 % korunových dluhopisů, což jsou stále velmi vysoké podíly. Jinými slovy, dluhopisy podobně jako koruna jsou velmi náchylné na zhoršení sentimentu.

Dluhopisový trh Polsko

V Polsku se k růstu sazeb centrální banka v nejbližším roce, dost možná dokonce v nejbližších dvou letech, nedostane. To limituje prostor pro růst výnosů tažený polskou

měnovou politikou. V Eurozóně to, jak jsme již zmínili, na růst sazeb také hned tak nevypadá. Polská riziková prémie v březnu dále překvapivě narostla (na 2,9 p.b. na deseti letech). Dle nás je tak zde v letošním roce prostor pro její snížení k hranici 2 - 2,2 p.b., zejména pokud by inflační vývoj v Polsku přetrvával a přinesl spekulace na možný *pokles* sazeb (což je vzhledem k tomu, že Německo zpomaluje, což se Polsko nakonec přece jenom dotkne, a vzhledem k tomu, že polská inflace je hluboko pod cílem, teoreticky možné).

Dluhopisový trh Turecko

Věříme, že po zvýšené volatilitě a ztrátách tureckých aktiv před březnovými regionálními volbami dojde k opětovnému uklidnění situace a odmazání těchto ztrát. Turecko má nyní před sebou více než 4 roky bez voleb. Toto období by jeho vedoucí představitelé měli začít protřními reformními kroky, směřujícími k rebalancování největších chronických problémů turecké ekonomiky – vysoké inflace a schodku běžného účtu platební bilance. Předpokladem je také stabilizace v předvolebním období zhoršené fiskální situace. Půjde také o to, zda centrální banka odolá politickému tlaku a bude držet dostatečně utaženou měnovou politiku. V současnosti jsou její klíčové úrokové sazby na úrovni 24%, inflace je však prozatím stále vysoko (nad 20%) a bude klesat postupně. Naplňování kredibilní hospodářské a měnové politiky by mělo vést k opětovnému otvírání pozic nyní rekordně podvážených zahraničních investorů a příznivému cenovému vývoji tureckých aktiv. Důležité ale budou také externí faktory, zejména vývoj globální rizikové averze v souvislosti s výhledy ekonomického růstu, měnové politiky Fedu či eskalace/uklidnění obchodních válek mezi USA a Čínou. V úhrnu jsme poměrně optimističtí a věříme, že turecká aktiva ve zbylé části letošního roku dosáhnou atraktivního zhodnocení.

Měny

Vzhledem k tomu, že vývoj kurzu přesně odpovídá našim dřívějším představám a že se nedomníváme, že by Eurozóna jako celek měla spadnout do recese (tj., že nečekáme dramatický obrát v měnové politice ECB), neměníme ani náš výhled kurzu eura proti dolaru. Očekáváme tedy, že v nejbližších dvou čtvrtletích se kurz **eura proti dolaru** bude pohybovat kolem 1,14. Pro výrazně vyšší úroveň (=pro slabší dolar) nadále nenacházíme v současných ani v očekávaných diferenciálních měnových politik na opačných stranách Atlantiku (což je primární faktor kurzu v posledním desetiletí) žádné odůvodnění. FED s největší pravděpodobností bude v dalších čtvrtletích v klidu, ECB se k růstu sazeb nedostane dost možná ani v příštím roce. Ztráta dynamiky růstu Eurozóny a persistentně nižší než očekávaná inflace naopak zvyšují pravděpodobnost, že ECB měnovou politiku dokonce dále uvolní (ostatně, zavedení TLTRO de facto uvolněním politiky je). Proto, pokud k nějakému pohybu od hranice 1,14 v dalších měsících dojde, čekali bychom, že bude směrem k silnějšímu dolaru.

Vývoj v posledních měsících stále potvrzuje, že **koruna** to s dalším posílením k hranici 25 korun za euro resp. pod tuto hranici - což je to, co již delší dobu od ní čeká nejenom ČNB, ale i trh - nebude mít nijak jednoduché. Korunu bude navíc v letošním roce utahování měnové politiky ČNB podporovat mnohem méně než v roce 2018, dost možná pak vůbec. Jejím výraznějšímu posílení také bude nadále bránit tendence zahraničních investorů z koruny vystupovat hned, jak se naskytne příležitost. Tato tendence bude dle nás tím více patrná, čím blíže bude k hranici 25 korun – čím více koruna posílí, tím více bude mít tendenci se kvůli vybírání zisků vracet na slabší úroveň. Posílení koruny bude rovněž limitováno vysokým podílem zajištěných vývozu a zpomalováním průmyslu. Náš výhled tak je koruna setrvala a po většinu letošního roku ztelně nad 25 korunami za euro, přičemž výrazné oslabení může v případě vyostření situace na trzích přijít velmi lehce. Dlouhodobým trendem kvůli vyššímu růstu produktivity v ČR ve srovnání s EMU nadále zůstává posilování koruny, a to tempem zhruba 1,5 - 2% ročně.

U polského zlotého nadále očekáváme posílení. Slabá inflace sice nedovolí centrální bance zvyšovat sazby, což limituje prostor pro jeho výraznější posílení, ale stávající úrokový diferenciál a solidní makro by měly trhy přesvědčit, že hodnoty nad 4,30 jsou příliš slabé. V nejbližších dvou čtvrtletích tak očekáváme návrat k úrovním 4,20.

Maďarský forint má dle nás fundamentální potenciál posílit k – či dokonce pod – hranici 300. Stávající hodnoty nad 320 jsou fundamentálně neodůvodnitelně slabé a vzhledem k tomu, že maďarská centrální banka již přistoupila k utahování politiky, čekáme jejich brzkou korekci směrem k hranici 310, poté, ve druhé polovině roku, až k hranici 300.

Akciový trh

Akciové trhy pokračovaly rostoucím trendu. Pro následující měsíce budou stěžejní příchozí makrodata, jež naznačí vývoj v druhé polovině roku, a rétorika centrálních bankéřů. Koncem letošního roku můžeme očekávat akceleraci ziskových marží, což povede k ztraktivně hodnotových ukazatelů akcií, které se nyní obchodují blízko svých dlouhodobých historických průměrů. Evropské akcie by zároveň mohly reflektovat slabé euro a nadále uvolněnou měnovou politiky ECB. Je však zřejmá určitá opatrnost evropských společností s hrozbou obchodních válek v plánování investičních výdajů. **Pozitivní jsme na hospodaření společností z rozvíjejících se trhů**, které budou těžit ze sílícího spotřebitele a konvergence k vyspělým ekonomikám. Mezi klíčová rizika našeho základního scénáře patří: neočekávané a výrazné zvýšení inflace a inflačních očekávání, rychlejší než očekávané postupné zpomalování globální ekonomiky, obchodní války, oproti aktuálnímu očekávání výrazně rychlejší normalizace monetárních politik klíčových centrálních bank (FED, ECB, BOJ, PBoC), vysoké zadlužení periferních států eurozóny, hlavní geopolitická rizika v čele s Blízkým východem, Argentinou a Venezuelou a pro rozvíjející se trhy silný americký dolar ve spojení s rostoucími úrokovými sazbami.

Na mnoho akcií ze střeoevropského regionu jsme velice pozitivní. Největší potenciál nyní vidíme u slovinských, rumunských a některých českých akcií. Z akcií na českém trhu jsme, vzhledem ke kladným úrokovým sazbám a silnému spotřebiteli, pozitivní na akcie finanční tituly Erste Bank a Vienna Insurance Group a producenta tabákových výrobků Philip Morris Czech. Pozitivní jsme i na akciový titul AVAST a rychle se oddlužujícího se majitele Nova, mediální skupinu CETV. Na českém trhu momentálně neočekáváme výrazný propad u žádné z obchodovaných akcií. Ze segmentu START, části pražské burzy, jsme pozitivní na akcie výrobce strun do 3D tiskáren, Fillamentum, výrobce obuvi Prabos a také na producenta bezpilotních letadel Primoco. Z polských titulů se nám líbí prodejce bot CCC, mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, banky Pekao a Alior nebo leasingová společnost Prime Car Management. V Rumunsku jsme pozitivní na akcie síť zdravotnických zařízení MedLife, plynárenskou společnost Romgaz a Petrom, a producenta vína Purcari, ve Slovinsku jsou to akcie farmaceutické společnosti Krka, banky Nova Ljublanska Banka, síť čerpacích stanic Petrol a přístavu Luka Koper.

Jan Schiller
Portfolio Manager