

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

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA 1. ČTVRTLETÍ 2018

VÝVOJ NA TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIA A KONTRIBUČNÍ ANALÝZA.....	5
OČEKÁVANÝ VÝVOJ	7

Hodnota aktiv k 31. březnu 2017

Tržní hodnota aktiv ke dni valuace	136 675 424 Kč
Hodnota aktiv přijatých k obhospodařování	133 894 282 Kč
Průměrný objem aktiv přijatých k obhospodařování	122 444 703 Kč
Rozdíl k aktuálnímu ohodnocení	2 781 142 Kč

Dosažené zhodnocení (za uplynulé čtvrtletí 1.1. 2018 - 31. 3. 2018) - objemově váženo

Portfolio	-0,65 %
Benchmark	-1,25 %

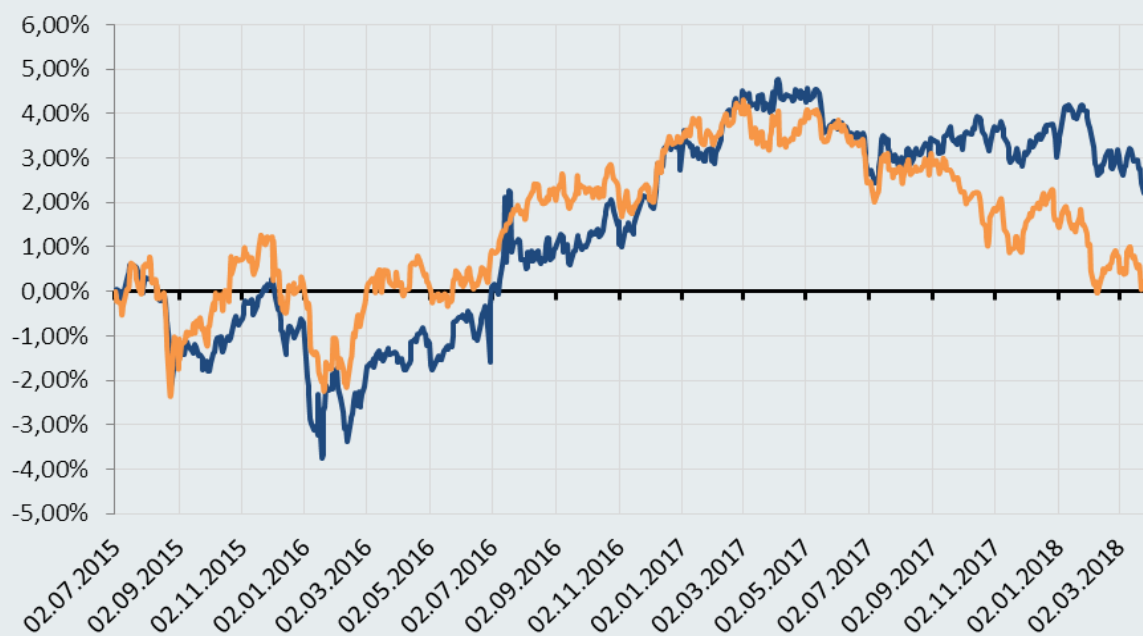
Dosažené zhodnocení (od počátku investiční periody 01. 01. 2018 - 31. 3. 2018) - objemově váženo

Portfolio	-0,65 %
Benchmark	-1,25 %

Dosažené zhodnocení (od počátku spolupráce 02. 07. 2015 - 31. 3. 2018) - objemově váženo

Portfolio	2,27 % (0,82 % p.a.)
Benchmark	0,34 % (0,12 % p.a.)

Výkonnost od počátku spolupráce



VÝVOJ NA TRŽÍCH

Vývoj na globálních dluhopisových tržích

Růst Evropské měnové unie dosáhl ve čtvrtém čtvrtletí tempa růstu 0,6% q/q, oproti předchozímu kvartálu zvolnily všechny velké ekonomiky vyjma Francie. Předstihové indikátory po delší době poklesly a jejich únorové úrovně indikují růst uvěřitelnějším tempem, než tomu bylo v lednu.

Finální strukturální data za 4. čtvrtletí opět ukázala, proč poptávková inflace v Eurozóně zůstává bez trendu. Kvartální růst HDP o 0,6% q/q byl stejný jako v prvním čtvrtletí roku 2017 (a tedy o 0,1 p.b. pomalejší než ve druhém i ve třetím čtvrtletí), struktura však byla hodně neinflační. Kvartální růst byl totiž hnán primárně čistým exportem, což bylo stejné jako ve všech čtvrtletích minulého roku kromě čtvrtletí třetího. Příspěvek poptávky domácností byl jenom 0,1 p.b., což bylo nejméně od prvního čtvrtletí roku 2014. I když to část pozorovatelů připisovala teplejšímu počasí, které ovlivnilo prodeje energií a oblečení, dle nás je to jenom část vysvětlení – poptávka domácností je prostě obecně a dlouhodobě slabá, a to i v Německu, kde je nezaměstnanost již dva roky na úrovni přirozené míry. Problémem je dle nás stále velmi pomalý růst mezd. Ten ostatně vysvětluje i divergenci mezi měkkými indikátory (spotřebitelská důvěra) a tvrdými indikátory (maloobchodní tržby) – domácnosti by, jak tvrdí, klidně utrácely víc, ale nemůžou. Tato divergence zřejmě přetrvávala i v únoru – první data ze Španělska ukázala, že meziroční růst maloobchodních tržeb se v Eurozóně nejspíš udržel jen lehce nad 2%.

Ani strukturální data za čtvrté čtvrtletí minulého roku, ani data z maloobchodu a předstihové indikátory z prvního čtvrtletí tohoto roku nenaznačují, že by inflace měla brzy urychlit. Centrální banka sice ze svého vyjádření odstranila zmínku o možnosti rozšíření kvantitativního uvolnění, od skutečného utážení měnové politiky je však stále stejně daleko, jako před měsícem.

Tempo hospodářského růstu navíc zřejmě již dosáhlo svého maxima. Předstihové indikátory totiž v březnu dále citelně zpomalily. Index PMI ve zpracovatelském průmyslu v Eurozóně poklesl na 56,6, tj. je nyní již o 4 body níže než v prosinci 2017. U dominantního sektoru služeb byla březnová hodnota oproti prosinci nižší o 3 body a celkový index PMI tak byl nyní nejnižší za posledních 14 měsíců. Podobný vývoj měl i index IFO v Německu – složka hodnotící stávající situaci sice zůstala velmi vysoko (125,6 bodu, o 2,2 body níže než je maximum z letošního ledna), složka očekávání však klesla nejnižší (104,4) od ledna 2017. Hodnota podnikatelské důvěry v Eurozóně dle indexu ESI rovněž poklesla, zejména v sektorech průmyslu a maloobchodu (a to na nejnižší úroveň od srpna 2017). A tak i když u spotřebitelů zůstala důvěra bez změny na únorových 0,1 bodu (tj., stále jen kousek pod lednovým historickým maximem), zdá se, že růst ve druhém čtvrtletí letošního roku bude přinejlepším stejný, pravděpodobně však slabší, než v předcházejících dvou.

ECB na svém březnovém zasedání nastavení tempa nákupů aktiv ani úrokových sazeb samozřejmě neprovedla. Učinila však první krok směrem k normalizaci měnové politiky v Eurozóně, když ze svého vyjádření po zasedání odstranila zmínku o tom, že je v případě potřeby připravena upravit rozsah, objem nebo trvání programu odkupu aktiv. Tato věta se v zápisu nacházela od roku 2016 a ukazovala, že ECB vnímá inflační rizika spíše směrem dolů. Vzhledem k tomu, že se dle ECB deflační hrozbu podařilo zažehnat, není již tento tzv. „easing bias“ měnové politiky potřeba. I tak však zůstává měnová politika ECB velmi uvolněná – program odkupu aktiv (tzv. PSPP) bude dle ECB pokračovat minimálně do září 2018 a v každém případě pak tak dlouho, jak bude nutné k zajištění návratu inflace na cíl udržitelným způsobem, sazby dle příslibu ECB zůstanou velmi nízko velmi dlouho atd. Na jakékoliv explicitní utážení měnové politiky si tak ještě musíme počkat.

USA

Revize růstu v posledním čtvrtletí minulého roku, pozitivní měsíční data i zlepšená dynamika jádrové inflace znamenají, že letos FED opět svému slibu – trojmu utážení sazeb – skoro jistě dostojí.

Po růstu o 3,2% (q/q, anualizovaně) ve třetím a o 3,1% ve druhém čtvrtletí 2017 vzrostla ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí dle finálního odhadu o 2,9%, což bylo přece jen znatelně lepší než první (2,6%) resp. druhý odhad (2,5%); změna byla primárně důsledkem nahoru revidované poptávky domácností a menšího negativního vlivu zásob. Zpomalení v posledním čtvrtletí oproti předchozímu čtvrtletí tak bylo nakonec pouze kosmetické a bylo důsledkem vysokého růstu dovozu, který oproti pozitivnímu příspěvku (+0,1 p.b.) k růstu ve 3Q17 růstu ve 4Q17 ubral 2 p.b.

Jádrová PCE inflace se pozvolna sune k cíli FED-u. Od minima v srpnu 2017 (1,3%) je nyní již o 0,3 p.b. výše (1,6%), oproti předchozím 4 měsícům (kdy dosáhla shodně 1,5%) se tak v únoru zvedla o 0,1 p.b. I měsíční dynamika naznačuje, že očekávání FED-u, že se letos inflace k jeho cíli vrátí, je vcelku realistické. Meziměsíční růst jádrové PCE inflace dosáhl v posledních 3 měsících průměrného tempa 0,23%, tj. nejrychlejší kvartální dynamiky od listopadu 2007.

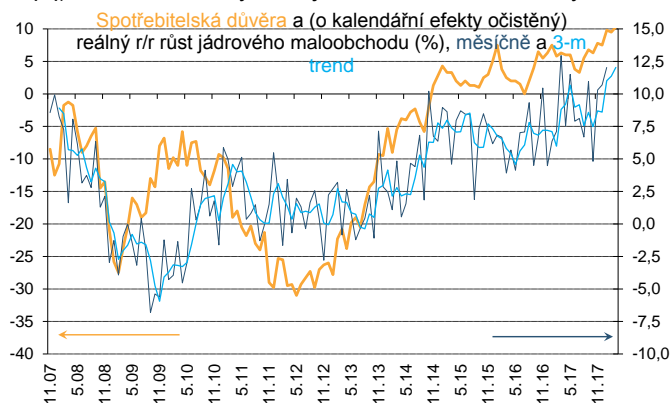
FED na svém březnovém zasedání přistoupil k obecně očekávanému zvýšení sazeb (FED funds je tak nyní v pásmu 1,50%-1,75%). Bylo to první zasedání pod vedením nového prezidenta FED-u J.H. Powella. Prohlášení po zasedání ani prognóza nebyla nijak rozdílná oproti nedávné minulosti – i když se na trhu spekovalo, že FED posune očekávanou trajektorii sazeb pro letošní rok nahoru (na celkové utážení o 100 b.b.), nestalo se tak. Mírného nárůstu se dočkala trajektorie sazeb pro rok 2019 (+25 b.b. oproti předchozí prognóze).

ČR

I začátkem roku 2018 pokračuje ekonomika v silném růstu. Zatímco u průmyslu je na obzoru zpomalení, u poptávky domácností žádné podobné signály – alespoň z maloobchodu – zatím nepozorujeme.

Finální data o růstu ekonomiky v posledním čtvrtletí přinesla revizi již tak silného údaje směrem nahoru. Ekonomika tak ve 4Q18 rostla o 0,8% q/q, meziročně přidala 5,5%, a za celý minulý rok tedy 4,6%, což bylo druhé nejrychlejší tempo růstu od roku 2007. Revize směrem nahoru byla důsledkem revize spotřeby vlády, která oproti třetímu čtvrtletí vzrostla o 1,7%. tj. nejrychlejším tempem od prvního čtvrtletí roku 2013. Poptávka domácností naopak rostla nejpomaleji za celý minulý rok (0,6% q/q), což částečně vysvětluje absenci inflační hrozby.

Maloobchodní tržby začaly rok 2018 také velmi dobře. Jádrový maloobchod, tj. bez aut, paliv a potravin vzrostl v lednu o 12% r/r, což znamená, že v posledních 10 letech jsme viděli rychlejší tempo růstu jen jednou (v březnu 2017). Není to však překvapením – pokračuje silný růst reálných mezd (ve 4Q17 5,3% r/r a nezdá se, že by v letošním roce docházelo ke zpomalení), spotřebitelská důvěra je na historických maximech (v březnu dosáhla nejvyšší hodnoty vůbec) a nezaměstnanost je stále nejnižší v EU.



Spotřebitelská inflace však přesto v únoru dále zpomalila. Měnově-politická inflace klesla na 1,8%, tj. nejnižší od listopadu 2016 (kdy, pro připomenutí, ČNB ještě stále intervenovala proti koruně za účelem odvrácení údajné hrozby deflace). Poptávková (jádrová) inflace zůstala na 1,7%, tj. nejnižší od prosince 2016 a její měsíční dynamika je o hodně slabší než touto dobou v minulém roce. Zatímco průměrné meziměsíční tempo růstu jádrové inflace v posledních třech

měsících (únor a leden 2018, prosinec 2017) dosáhlo 0,2% m/m, před rokem to bylo 0,5% m/m. Navíc, nebýt toho, že ČSÚ opět zvýšil váhu imputovaného nájemného ve spotřebitelském koši (z 8,7% na 10,4%), klesla by jádrová inflace v únoru ještě víc. Desinflační tlaky pak znovu potvrdily i dovozní ceny – v lednu poklesly o 0,6% m/m a o 5,8% r/r. Navíc, dovozní ceny spotřebitelského zboží klesly o 7% r/r a klesly tak kromě jednoho měsíce ve všech z 13 posledních měsíců. Žádnou inflaci si tak ze zahraničí nedovážíme, právě naopak.

ČNB na svém posledním zasedání proto ponechala sazby bez změny, trhům pak vyslala mírně holubičí poselství. Guvernér sice mluvil o tom, že koruna neposiluje tak, jak si představuje ČNB, což je prý rizikem pro větší růst sazeb v letošním roce (pro připomenutí, ČNB očekává, že kurz koruny proti euru dosáhne 25,4 v prvním čtvrtletí, 24,9 ve druhém, 24,7 ve třetím a 24,6 ve čtvrtém), ale v zápisu se zároveň objevilo, že skutečná inflace je navzdory tomuto neposilování „výrazně pod prognózou centrální banky“. A to je pak jasné anti-inflační riziko poslední, tedy únorové prognózy. Celkově se pak tyto dva efekty do určité míry kompenzují, ne však úplně - ČNB hodnotila celková rizika únorové prognózy jako mírně proti-inflační.

Akcie

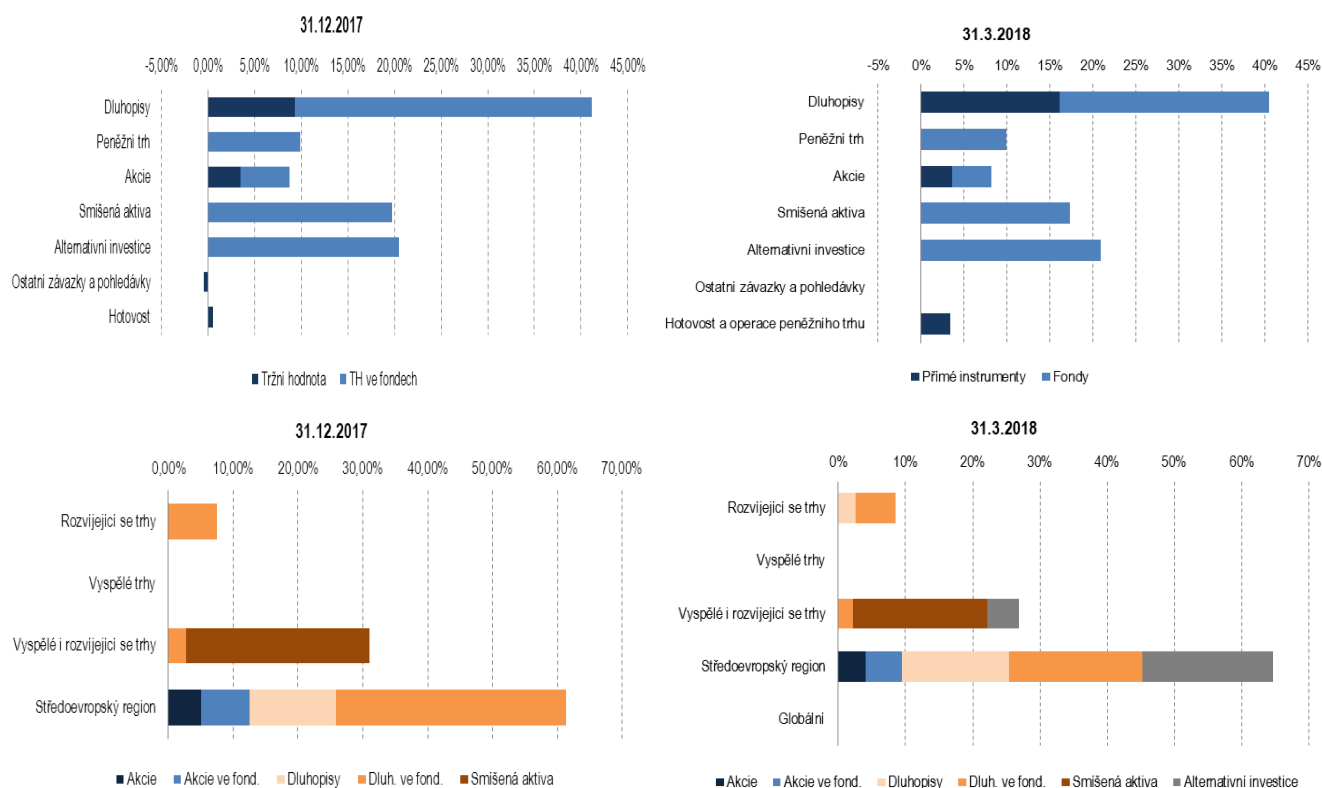
Na akciových trzích panoval globálně negativní sentiment a probíhalo vybírání zisků napříč většinou trhů. Za korekcí bylo pravděpodobně uvědomění si dosažení vrcholu v globální hospodářské aktivitě a zároveň, s inflací blízko cílů centrálních bank, také postupná normalizace měnových politik v podobě zvyšování úrokových sazeb. Akcie amerických společností ztratily od konce prosince 1,2 % (měřeno indexem S&P 500; v CZK pak 3,9 %). Korekce většiny lednových zisků proběhla i přes dobrou výsledkovou sezónu za 4. čtvrtletí loňského roku, kdy se dařilo především společnostem ze sektoru technologií, zdravotnictví, průmyslu nebo těžebního. Při růstu sazeb v USA se naopak nedařilo společnostem z telekomunikačního sektoru. Silné euro, březnové parlamentní volby v Itálii a očekávané zpomalení hospodářské aktivity v Evropě znamenaly ztráty i pro ceny evropských akcií (index DJ STOXX 600 -4,7 %; v CZK -5,21 %). Zveřejněné kvartální výsledky také v Evropě potvrdily dobrou ziskovost sektorů těžby, technologií a spotřebitelského. A zaostání sektorů utilit a telekomunikací.

Také akcie na rozvojových trzích korigovaly předchozí zisky, od počátku roku ale stále zůstávají v plusu (1,1 %). Index MSCI Emerging Markets po raketovém růstu v lednu (+8,3 %) postupně odepisoval ze svých maxim (-4,7 % v únoru a -2 % v březnu). Korekce zasáhla prakticky všechny trhy. Dobře naopak dopadla Brazílie, kde investoři po počátečním propadu nabyli důvěru v tamní stále se zotavující se ekonomiku, následkem čehož trh nakonec přidal přes jedenáct procent. Na rozvíjející se trhy se tak naplno přelily obavy z vyspělých trhů z očekávaného zpomalování světové ekonomiky a vyšší inflace.

Středoevropské akcie následovaly dění ve světě. Vzhledem k největší likviditě trhu a proxy na středoevropský region pro zahraniční investory největší propady zaznamenal polský trh (index WIG30 -9,5 %). Ztrácely téměř všechny akcie. Třiceti jedna procentní propad zaznamenal kvůli propuštění CEO těžař uhlí společnost Bogdanka a kvůli špatným kvartálním výsledkům odepsala potravinářská společnost Eurocash téměř 12 %. Zajímavou událostí bylo potvrzení spekulací o možném sloučení dvou největších polských chemických společností PKN Orlen a Lotos. Propady se nevyhnuly ani dobře hospodařícím společnostem z maloobchodního sektoru. Český index PX byl stál stranou tržních propadů, když od počátku roku přidal přes 4 %. V Maďarsku se, stejně jako zbytku regionu s výjimkou ČR, nedařilo tamnímu indexu (-5,4 %).

STRUKTURA PORTFOLIA A KONTRIBUČNÍ ANALÝZA

ALOKACE AKTIV



V průběhu kvartálu jsme v rámci alokace aktiv na velice atraktivních cenových úrovních postupně realizovali část zisků v globální akciové složce a následně jsme její podíl dále snížili i proti neutrální váze srovnávacího indexu. Na akciových trzích, po výrazných růstech v uplynulém roce a letošním lednu, proběhla zdravá korekce. Vzhledem k materializaci obchodních a geopolitických rizik, jež by mohla vést k dalšímu prohloubení poklesu cen a dle nás i pokročilé fázi ekonomického cyklu, jsme na akciové trhy nyní opatrnější a přistupujeme k podvážení dynamické složky proti neutrálnímu rozložení.

Investiční akce jsme koncentrovali do nákupu českých státních dluhopisů (v tomto případě v rámci dluhopisových fondů), jejichž ceny dle našeho názoru budou mít, vzhledem k přehnaným očekáváním o zpříšňování měnové politiky ze strany ČNB, prostor k růstu.

V rámci akciové složky stále preferujeme rozvíjející se trhy (emerging markets) oproti trhům rozvinutým (developer markets).

Do portfolia jsme přidali nově emitované čtyřleté dluhopisy developera Finep. Trh rezidenční výstavby v Praze bude v následujících ovlivněn skutečností, že povolovací řízení a legislativa pražských stavebních předpisů jsou vysoce rigidní, a lze tedy předpokládat, že v tomto období bude nabídka nových nemovitostí v Praze spíše stagnovat. Komplexnost, časová náročnost, potřebná odbornost a znalost legislativních podmínek (či jejich změn) je důležitým předpokladem pro úspěšnou stabilizaci (tj. získání potřebných povolení pro výstavbu) pražských stavebních pozemků, což klade nároky na developerské skupiny, ale současně pro odborně zdatné a zkušené developery je toto obchodní příležitost. Společnost v uplynulých letech velmi silně roste a to jak z pohledu celkových aktiv, tak tržeb. Tento růst je doprovázen také silným cash flow a neexistencí dluhu. Z pohledu kvantifikovatelných finančních ukazatelů můžeme bonitu emitenta/ručitele hodnotit jako velmi silnou. Silný obchodní model a dlouhodobé zkušenosti s developerskou výstavbou v kombinaci s lokálními specifiky pražského bytového trhu budou v následujících letech pozitivním faktorem.

Na druhé straně stojí závislost na ekonomickém cyklu a vysoká konkurence. Vzhledem k výše uvedenému vnímáme tuto emisi jako atraktivní.

Fundamenty emitenta/ručitele odpovídají internímu kreditnímu hodnocení stupněm A.

Dále jsme do portfolia zařadili dluhopisy, vydávané polským private equity fondem MCI, rozvíjejícím aktivitu v oblasti e-commerce.

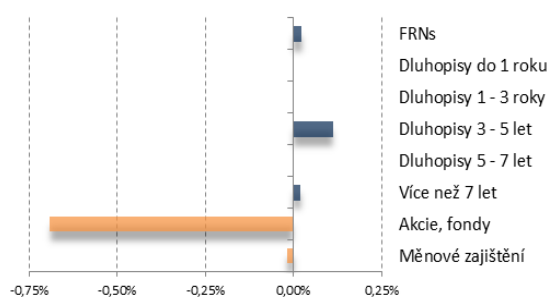
Posledním přírůstkem byly podřízené dluhopisy PPF holdingu (výnos 4,5 %, pravděpodobná dřívější splatnost po pěti letech). Skupina PPF je mezinárodní subjekt, založený v roce 1991 v České republice. V současnosti působí v 16 zemích. Hlavními obory podnikání jsou bankovníctví, finanční služby, telekomunikace, realitní služby a biotechnologie.

Portfolio za uplynulý kvartál odepsalo mírných 0,65 %, srovnávací index klesl o 1,3 %.

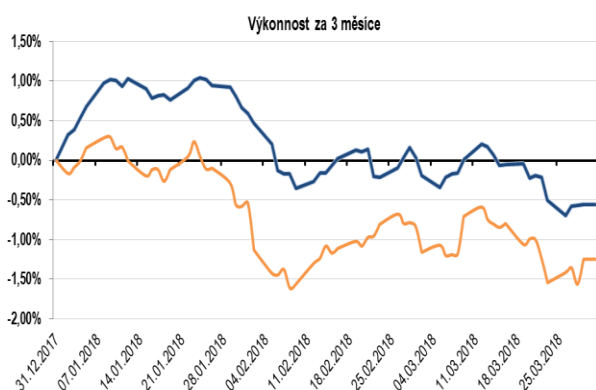
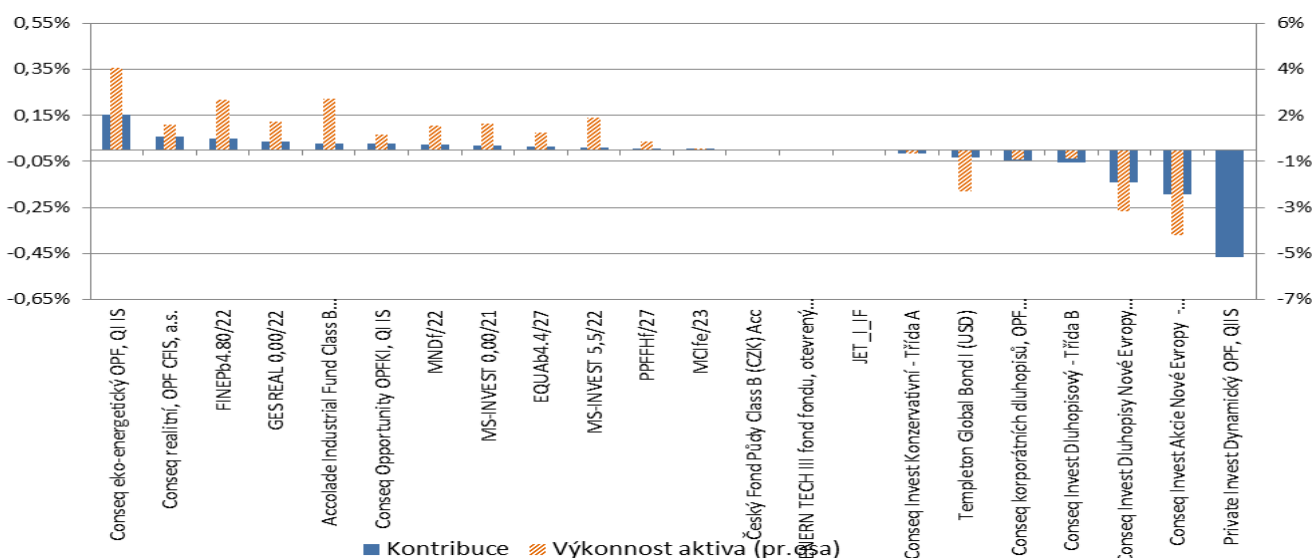
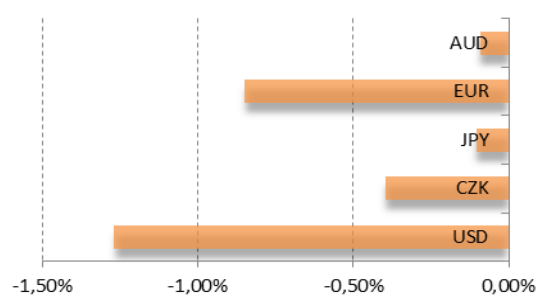
KONTRIBUCE JEDNOTLIVÝCH POZIC

V uplynulém čtvrtletí

Kontribuce portfolia dle tříd aktiv



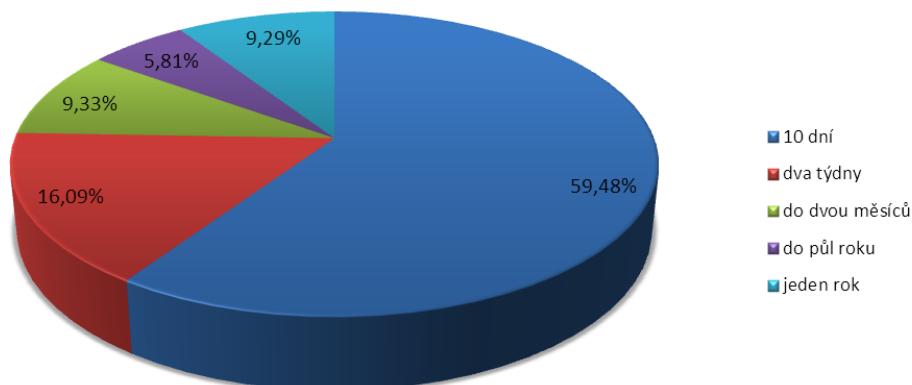
Kontribuce fondu Private Invest Dynamického dle měn



Výkonnost q/q	Název
nejlepší 3	
Conseq eko-energetický OPF, QI IS	3,5%
Accolade Industrial Fund Class B (EUR) Dis	2,2%
FINEPb4.80/22	2,2%
nejhorší 3	
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	-3,7%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	-2,7%
Private Invest Dynamický OPF, QI IS	-2,4%

Portfolio v uplynulém čtvrtletí odepsalo 0,5 % a o 0,7 procentního bodu si vedlo lépe, než srovnávací index. Na výsledku se největší měrou podílel pokles akciových trhů (Conseq Invest Akcie Nové Evropy a Private Invest Dynamický) a vývoj cen tureckých aktiv (Conseq Invest nové Evropy). Velmi se naopak dařilo alternativním složkám v podobě Eko-energetického fondu a fondu průmyslových nemovitostí Accolade.

LIKVIDITA PORTFOLIA



OČEKÁVANÝ VÝVOJ

Dluhopisový trh ČR

Ohledně krátkodobého vývoje cen českých státních dluhopisů zůstáváme opatrně pozitivní. Inlace v ČR ani v Eurozóně nebude takovým problémem, jak ji nyní ještě stále vidí trh. Březnová čísla potvrdila pokračování klesajícího inflačního trendu a ani v následujících měsících nelze čekat akceleraci, která by vedla k výraznějšímu překonání inflačního cíle ČNB. Ta tak dle nás bude s utahováním měnové politiky postupovat opatrně, přičemž ani v Eurozóně nejsme blízko růstu inflace (a samozřejmě už vůbec ne blízko růstu sazeb). Trh bude na tuto realitu během dalších měsíců nucen reagovat. S tím, jak se ukáže, že inflační situace není nijak dramatická, se do českých vládních dluhopisů budou dále vracet čeští institucionální investoři, v současnosti stále překypující volnou nezainvestovanou hotovostí.

Uvedený fundamentální výhled je však nadále komplikován situací na devizovém trhu, konkrétně přetrvávající překoupeností české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž nadále uložena právě v českých dluhopisech – v únoru nerezidenti drželi 33 % všech a 38 % korunových dluhopisů.

Dluhopisový trh Polsko

Výrazné překvapení směrem dolů u polské inflace znamená, že se výrazně snížila pravděpodobnost brzkého utahení měnové politiky. Tento vývoj však již celkem reflektovaly polské výnosy, a to jak na krátkém, tak na dlouhém konci. Protože se nedomníváme, že by inflace měla dále klesat, ale že by se přece jenom měla postupně začít zvedat, vidíme prostor pro další pokles polských výnosů jako omezenější. Nicméně vzhledem k setrvalé holubičí centrální bance, by opatrný růst cen polských státních dluhopisů měl prozatím přetrvat. Potenciál polských aktiv pak ztraktivňuje výhled na posílení zlatého v důsledku solidního ekonomického růstu.

Dluhopisový trh Turecko

Turecký obligační trh se nachází ve složité situaci, domníváme se však, že by postupně mělo dojít k jeho stabilizaci a postupnému ústupu v současnosti zvýšených požadovaných výnosů (12,0 – 14,0%) na nižší úroveň. Spouštěčem tohoto vývoje by mohl být dezinflační vývoj počátkem letošního roku. Na poli inflace minimálně z titulu bazického efektu nastává obrat k lepšímu, jež by měl pokračovat v další části prvního pololetí směrem k jednociferným hodnotám. Fundamentální obrázek na druhou stranu začal opět komplikovat prohlubující se deficit běžného účtu platební bilance, což vždy bylo problematické místo turecké ekonomiky. Měnová politika proto musí zůstat minimálně v současném nastavení (sazby centrální banky jen tak neklesnou), doplněná opětovnou stabilizací nyní uvolněné fiskální politiky a v neposlední řadě alespoň částečným zklidněním geopolitických rizik, zejména nyní krizí procházejícího vztahu Turecka se Spojenými Státy. Na turecké dluhopisy, spolu s fundamentálně extrémně slabým kurzem liry, zůstáváme opatrně pozitivní.

Měny

U kurzu eura proti dolaru nadále v krátkodobém výhledu očekáváme návrat pod 1,20. Pro současné úrovně (1,225), ač rozumnější než 1,25, nenacházíme v současných ani v očekávaných diferenciálních měnových politikách na opačných stranách Atlantiku (což je primární faktor kurzu v posledním desetiletí) odůvodnění. FED letos přistoupí k nejméně dalším 2 zvýšení sazeb (k prvnímu již došlo na březnovém zasedání), a to s tím, jak se inflace stabilizuje lehce pod 2% - ostatně, k trojnásobnému zvýšení přistoupil FED i loni, a to se inflace sesunula až k 1,3%. Naopak, ECB se k žádnému utužení politiky nechystá, i když se dluhopisový i měnový trh stále chovají, jakoby k němu mělo dojít již velmi brzy. V březnu zveřejněné předstihové indikátory v Eurozóně navíc ukázaly, že dynamika růstu již svého vrcholu dosáhla, což je také jisté proti-inflační riziko. Střednědobé faktory však již pro kurz dolaru zdaleka tak příznivé nejsou – jedná se zejména o negativní fiskální vývoj, podtržený schválenou daňovou reformou Trumpovy administrativy, jež pravděpodobně významně prohloubí deficitní hospodaření americké ekonomiky, navíc ve spojení s deficitem obchodní bilance. Je nicméně otázka, jako úlohu v této rovnici budou hrát toky kapitálu, mj. v souvislosti s pravděpodobnou částečnou repatriací zdrojů amerických korporací.

Koruna navzdory našim očekáváním stále nijak výrazně neoslabila. Z logiky věci by vzhledem k její masivní překoupenosti oslabit měla, zahraniční spekulanté však zatím své zisky, které nyní od dubna minulého roku dosahují skoro 9%, nevybírají a je nejasné, kdy tak učiní. Vývoj kurzu koruny v únoru a v březnu sice naznačil, že další posílení již nebude tak jednoduché jako tomu bylo v minulých měsících (a jak to ve své prognóze očekává ČNB), zůstává však nadále nepopiratelným faktem, že k žádnému výprodeji nedošlo, a to ani pod vlivem tržních turbulencí na světových trzích. To naznačuje, že investoři koruně věří, což v případě návratu optimismu na světové trhy může vést k jejímu dalšímu posílení.

Čím níže se však kurz EURCZK dostane, tím větší je pravděpodobnost korekce, a to ze dvou důvodů. Zaprvé, koruna se jakýmkoliv dalším posílením ze stávajících úrovní bude vzdalovat svým fundamentálním úrovním, které vidíme kolem 25,50. Zadruhé, inflační data za poslední měsíce ukázala, že česká inflace není takovým problémem, jak to ČNB ještě nedávno viděla. Nadto, spekulativní kapitál se v koruně stále nachází a zvyšuje její zranitelnost. Dle nás tak není otázkou zda, ale kdy koruna oslabí. Dlouhodobým trendem kvůli vyššímu růstu produktivity v ČR ve srovnání s EMU nadále ale zůstává posilování koruny, tempem zhruba 1,5-2% ročně.

V případě polského zlotého očekáváme letos pokračování apreciační tendence z roku 2017 – byť aktuální inflační vývoj výrazně snížil pravděpodobnost utužení měnové politiky v letošním roce, ostatní makroekonomické fundamenty hovoří ve prospěch silnější měny. Jde zejména o stabilní solidní vývoj vnější bilance a citelně zlepšenou fiskální situaci v prostředí robustního hospodářského růstu. Domníváme se, že zlotý má ve středoevropském regionu nejlepší pozici k postupnému posilování vůči společné evropské měně.

Maďarský forint má dle nás také fundamentální potenciál posílit k - či dokonce pod - hranici 300. Dojde k němu však až v situaci, kdy centrální banka přejde do módu utužení měnové politiky. Vzhledem k vývoji posledních měsíců je však evidentní, že takový moment je velmi daleko na

to, aby se v dohledné době projevilo ve vývoji kurzu forintu proti euru. V nejbližší době tak bude forint oscilovat kolem 310.

Akciový trh

Co se globálního akciového výhledu týče, domníváme se, že po devíti letech globálního býčího trhu již pravděpodobně mají akciové trhy to nejlepší za sebou. Dynamika světové ekonomiky a růst korporátních zisků budou velice pravděpodobně v následujících dvou letech postupně mírně zpomalovat, což bude pro akciovou výkonnost negativním faktorem. Z tohoto důvodu jsme již v akciové složce našich portfolií strategicky podváženi, byť prozatím jenom mírně. Za celý rok 2018 v našem základním scénáři očekávaného vývoje počítáme pouze s mírně kladnou výkonností globálních akciových trhů.

Co se týče ocenění globálních akciových trhů neboli valuací tržních cen akcií ve vztahu k fundamentálním veličinám jako zisky (P/E), tržby (P/S) či cash flow (P/CF), ty jsou momentálně z historického srovnání mírně nadprůměrné, proto u valuací v letošním roce očekáváme postupný mírný pokles. Ten by měl být na druhou stranu vyvážen stále velice silným růstem korporátních zisků, jež by se měl v letošním roce pohybovat kolem 10 %. Když k tomu přičteme globální dividendový výnos kolem 2,5 %, za celý letošní rok to ve výsledku odpovídá očekávané mírně pozitivní akciové výkonnosti.

Z krátkodobého pohledu je investiční nálada na akciových trzích dosti nervózní a proto další mírnou korekci v následujících měsících rozhodně nemůžeme vyloučit. V každém případě musíme i nadále počítat s výrazně vyšší krátkodobou volatilitou oběma směry s tím, jak budou na trhy postupně přicházet nové významné kurzotvorné zprávy.

Pokud se podíváme na náš investiční názor na klíčové akciové trhy z regionálního pohledu, tak co se týče největšího akciového trhu v USA, americké korporace by dále měly profitovat z reformy Donalda Trumpa (fiskální stimuly, snížení korporátních daní na 20%). Přesto máme na americké akcie spíše negativní názor a to zejména kvůli vysoce nadprůměrným valuacím. Na evropské akcie, v západní Evropě i našem regionu střední a východní Evropy (CEE), máme vesměs neutrální názor. Evropské společnosti by přitom měly těžit ze stále poměrně dobré makroekonomické dynamiky, byť již mírně zpomalující, a stále velice uvolněné měnové politiky ECB. Vesměs neutrální názor máme rovněž na akcie z rozvíjejících se trhů (emerging markets), které budou i nadále těžit ze sílícího spotřebitele a konvergence k vyspělým ekonomikám v podobě přibližně dvojnásobného růstu HDP a to v čele s Čínou a Indií. Ovšem i zde již pravděpodobně dosáhly klíčové makroekonomické indikátory na konci loňského roku v rámci aktuálního hospodářského cyklu maxima.

Z akcií na českém trhu se nám líbí akcie většiny finančních institucí. Dobré makro prostředí s rostoucími výnosy by měly být pozitivním stimulem pro provozní zisky většiny bank a pojišťoven. Největší potenciál vidíme u akcií Moneta, jejímž cílem je stát se digitálním lídrem na českém trhu. V letošním roce by se Monetě měly stabilizovat výnosy z úroků, přičemž silný kapitálový polštář umožní výplatu štědré dividendy přinejmenším v letošním a příštím roce. Akcie Erste Bank a Vienna Insurance Group by také měli těžit z atraktivních hodnotových ukazatelů a zvyšování sazeb Českou národní bankou. Na českém trhu momentálně neočekáváme výrazný propad u žádné z obchodovaných akcií, i když například u akcií ČEZ nevidíme výrazný stimul pro další růst cen akcií. Z polských titulů se nám líbí mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, zpracovatel masa Tarczynski, finanční společnost GetBack, banky Pekao a Alior nebo leasingová společnost Prime Car Management. V Rumunsku jsme pozitivní na akcie rumunského restitučního fondu Fondul Proprietatea, zdravotnického konglomerátu MedLife, plynárenskou společnost Romgaz a Petrom, ve Slovinsku jsou to akcie výrobce domácích spotřebičů Gorenje, farmaceutické společnosti Krka a přístavu Luka Koper.

Mezi klíčová rizika našeho opatrně pozitivního základního scénáře očekávaného vývoje globálních akciových trhů v roce 2018 patří 1) zásadní vyostření situace v mezinárodním obchodě, zejména ve vztahu mezi dvěma největšími světovými ekonomikami USA a Čínou, 2) rychlejší než aktuálně očekávané postupné zpomalování globální ekonomiky z cyklického

vrcholu, jehož bylo dosaženo na přelomu loňského a letošního roku, 3) neočekávané a výrazné zvýšení inflace a inflačních očekávání, 4) oproti aktuálnímu očekávání výrazně rychlejší normalizace monetárních politik klíčových centrálních bank (FED, ECB, BOJ) a 5) oproti aktuálnímu očekávání výraznější zpomalení čínské ekonomiky, případně kreditní krize (v rámci stínového bankovníctví).

Jan Schiller
Portfolio Manager