

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

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA 2. ČTVRTLETÍ 2018

VÝVOJ NA TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIA A KONTRIBUČNÍ ANALÝZA	4
OČEKÁVANÝ VÝVOJ	7

Hodnota aktiv k 30. červnu 2018

Tržní hodnota aktiv ke dni valuce	149 233 499 Kč
Hodnota aktiv přijatých k obhospodařování	144 644 391 Kč
Průměrný objem aktiv přijatých k obhospodařování	124 171 799 Kč
Rozdíl k aktuálnímu ohodnocení	4 589 108 Kč

Dosažené zhodnocení (za uplynulé čtvrtletí 31.3. 2018 - 30. 6. 2018) - objemově váženo

Portfolio	1,24 %
Benchmark	0,23 %

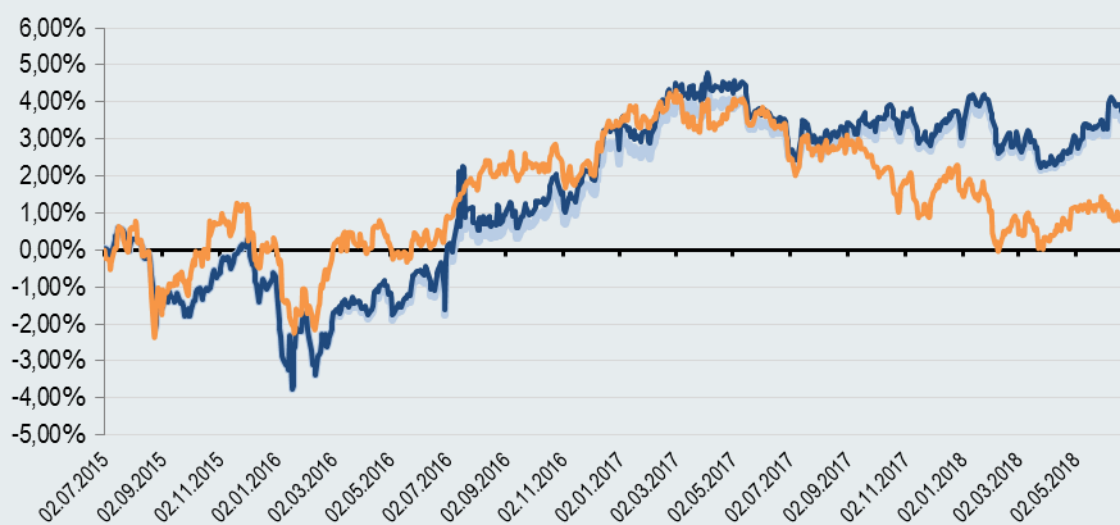
Dosažené zhodnocení (od počátku investiční periody 01. 01. 2018 - 30. 6. 2018) - objemově váženo

Portfolio	0,64 %
Benchmark	- 1.02 %

Dosažené zhodnocení (od počátku spolupráce 02. 07. 2015 - 30. 6. 2018) - objemově váženo

Portfolio	3,70 % (1,22 % p.a.)
Benchmark	0,57 % (0,19 % p.a.)

Výkonnost od počátku spolupráce



VÝVOJ NA TRZÍCH

Vývoj na globálních dluhopisových trzích

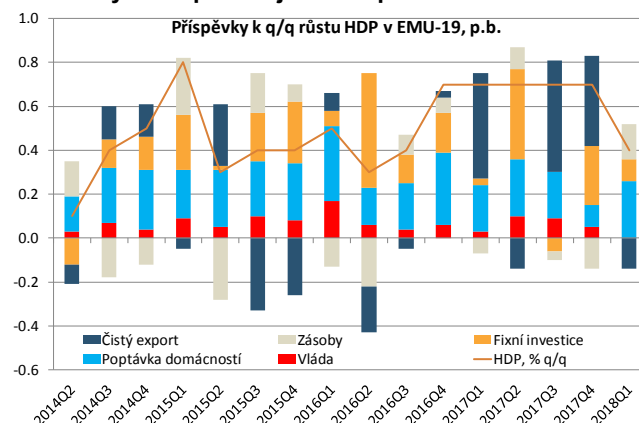
Červnová data nepřinesla nic, proč bychom se měli domnívat, že tempo růstu ekonomiky ve druhém čtvrtletí oproti tomu prvnímu urychlilo. Rozhodnutí ECB o ukončení programu odkupu aktiv je motivováno nikoliv inflačním výhledem, ale politikou.

Nová data o růstu HDP (tj., data za druhé čtvrtletí) samozřejmě ještě k dispozici nebyla, finální data za první čtvrtletí nepřinesla nic nového – čtvrtletní tempo zpomalilo z 0,7%, kde bylo nepřetržitě od konce roku 2016, na 0,4% q/q (tj., na stejné tempo jako ve 3. čtvrtletí 2016). Ve strukturálních datech o růstu Eurozóny také nebylo žádné překvapení, a to vzhledem k tomu, že strukturální data za jednotlivé velké ekonomiky již byla známá před zveřejněním finálních dat za celou Eurozónu: příspěvek poptávky domácností zůstal dobrý, zpomalily však fixní investice a zejména čistý export.

Druhé čtvrtletí nevypadá o moc lépe. To ostatně naznačovaly už předstihové ukazatele za duben a květen a během června potvrdila i první tvrdá data. **Dubnové ani květnové maloobchodní tržby** nikomu dech nevyrazily – v dubnu přidal maloobchod 0,1% m/m a v květnu dokonce pouze stagnoval, takže jeho meziroční tempo růstu dosáhlo v květnu anemických 1,4%. To je velmi málo na to, aby docházelo k tvorbě poptávkových tlaků, které již nějakou dobu vyhlíží ECB. Nadále tak trvá výrazný rozpor mezi velmi vysokou důvěrou domácností (byť tato v červnu klesla na -0,5 bodu, nejnižší od října 2017) a samotným tempem růstu maloobchodu. **Trh práce** se pomalu zlepšuje, ale tempo jeho zlepšování zpomalilo – nezaměstnanost v květnu dosáhla sice nového pokrizového minima 8,4%, ale to je jenom o 0,8 p.b. nižší hodnota než před rokem. V minulém roce se přitom míra nezaměstnanosti snižovala meziročně o 1-1,1 p.b. **Růst mezd** zůstává nadále slabý, i v Německu dosahuje pouze kolem 2 % r/r (což je ve srovnání např. s českým růstem o 8 % r/r výrazný rozdíl).

Celková inflace v červnu dále mírně vzrostla (+0,1 p.b.) a dosáhla tak meziroční hodnoty 2 %, což je lehce nad cílem ECB („poblíž, ale pod 2%“). Tento růst však byl, podobně jako v květnu, jenom důsledkem růstu cen potravin a cen energií – potraviny přidaly 2,8 % r/r, ceny paliv 8 % r/r (v květnu 6,1 %). Jádrová inflace však zůstala bez změny na 1 %, tj. přesně na té úrovni, kde první pololetí letošního roku začínala, a tedy 0,1 p.b. pod (nad) úrovní z června 2017 (2016). ECB se tak sice může navenek tvářit, že je její inflační cíl splněn, není to však na udržitelném základě.

A ECB se tak skutečně tváří. Navzdory tomu, že jádrová inflace se 4 roky v podstatě nikam nehnula a že zůstává výrazně pod hranicí dvou procent, zahájila ECB v červnu proces ukončování programu odkupu aktiv. Počínaje říjnem sníží ECB tempo odkupu aktiv z 30 mld. eur/měsíčně na polovinu, od ledna 2019 pak odkupy ustanou úplně. ECB si sice ponechala otevřenou ústupovou cestu (svému červnovému slibu dostojí „za předpokladu, že přicházející data potvrdí její inflační výhled“), ale nepředpokládáme, že by ji využila. Ohledně dalšího utahování měnové politiky skrze růst sazeb ECB řekla, že minimálně do léta 2019 zůstanou sazby bez změny. Což, jak popíšeme níže, výrazně překvapilo eurodolarový trh. **Růst HDP v 1Q18 výrazně pomalejší než v předchozích 5 čtvrtletích.**



Zdroj: ECB

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 pásnu 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 spekulovalo, 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

Domácí poptávka zůstává motorem růstu, průmyslová produkce ve vleku Německa výrazně zpomalila. Kvůli slabší koruně zvýšila ČNB sazby dřív, než předpokládala její květnová prognóza.

Dle finálních dat o růstu ekonomiky vzrostla česká ekonomika v prvním čtvrtletí o 4,2 % r/r (0,5 % q/q). Oproti předcházejícím odhadům bylo meziroční tempo mírně nižší, a to díky revizi směrem dolů jak u poptávky domácností (-0,2 p.b. na 4,1 % r/r), tak u fixních investic (-2,3 p.b. na 9,9% r/r). Novou informací byl pokles míry úspor domácností na historické minimum 8,4 % a další pokles, na nejnižší hodnotu za 5 let, u ziskovosti firem. To první reflektuje optimismus domácností (a v podstatě ukazuje, že v dobrých časech se vláda i domácnosti chovají stejně), to druhé rychle rostoucí mzdy zaměstnanců. Mzdy totiž v prvním čtvrtletí vzrostly nominálně o 8,6% r/r, což bylo jejich nejrychlejší tempo růstu od 1. čtvrtletí roku 2008 a čtvrté nejrychlejší od roku 2001; jejich reálný růst (o 6,6 % r/r) byl pak nejrychlejší od 1. čtvrtletí 2003. Růst mezd byl hnán primárně růstem ve veřejném sektoru, kde mzdy rostly dvouciferným tempem (ve veřejné správě a ve vzdělávání kupř. o více jak 12% r/r).

Maloobchodní tržby tento vývoj samozřejmě reflektují. **Jádrové** maloobchodní tržby (bez aut, bez paliv, bez potravin) **přidaly v dubnu reálně 9,4 % r/r**, což je v souladu i s tím, jak vysoko byla v dubnu spotřebitelská důvěra (tehdejší historické maximum 10 bodů, v květnu posléze překonáno dalším růstem na 11,3 bodu). Proto zůstává nadále překvapením, že klesají tržby za automobily – po poklesu o 4,2% r/r v březnu klesly také (o 3,5%) v dubnu. Naopak, navzdory růstu ceny paliv pokračují v solidním růstu tržby za pohonné hmoty (7% r/r).

Spotřebitelská inflace v květnu přidala 0,5 % m/m, meziročně se tak dostala na 2,1 %. Květnový meziměsíční nárůst byl způsobený nejrychlejším růstem (4,1% m/m) od června 2016 u cen paliv a také návratem k pozitivnímu m/m růstu u cen potravin (0,7% m/m). Co ale bylo důležitější, byl vývoj jádrové inflace – kvůli slabší koruně a pokračujícímu růstu cen nemovitostí

(které se do spotřebitelské inflace promítají skrze imputované nájemné) urychlilo anualizované tempo jádrové inflace na 3 %.

ČNB tak na svém červnovém zasedání zvýšila dvoutýdenní repo sazbu o dalších 25 b.b na 1 %, i když její nedávná (květnová) prognóza po takovém kroku volala až pro samý závěr letošního roku. Inflace však byla jenom jeden z faktorů, a to spíše z řady těch méně důležitých (podobně jako Českou národní bankou také zmíněný růst cen zahraničních producentů reflektující ceny ropy). Nejdůležitějším faktorem byla samozřejmě koruna, která zcela v rozporu s poslední prognózou zamířila nikoliv pod hranici 25, nýbrž k 26 korunám za euro.

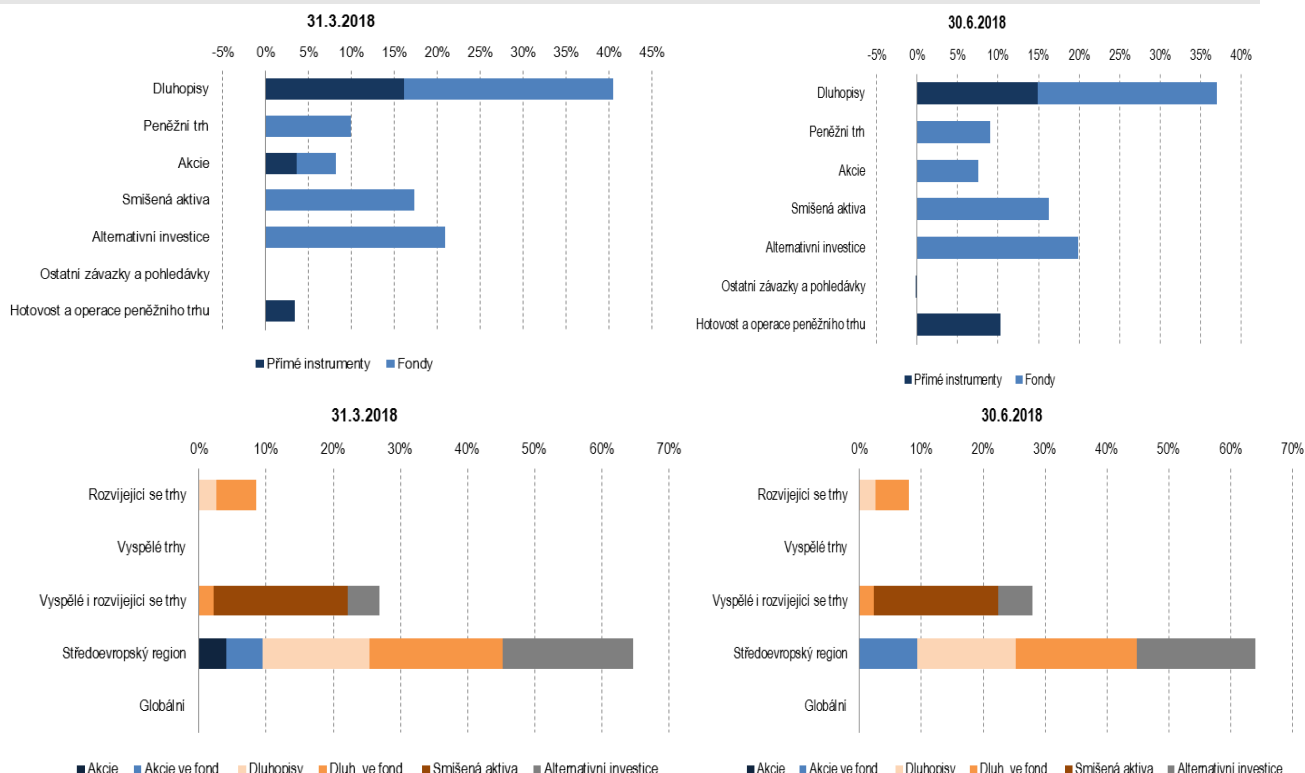
Akcie

Výkonnost hlavních vyspělých akciových trhů se pohybovala oběma směry. Americké akcie zřejmě při zvýšené rizikové averzi benefitovaly na úkor rozvíjejících se trhů. I v průběhu kvartálu nejvíce rezonovaly hrozby obchodních válek, zvýšení základní úrokové sazby FEDem, hrozba rozpadu vládní koalice v Německu a obavy z výše státního dluhu Itálie a chování tamní vlády. Index amerických akcií S&P500 si před začátkem výsledkové sezóny, bez výraznějších kurzotvorných zpráv, připsal 2,9 %. Mírně horší byl celoevropský index DJ STOXX 600 (2,4 %). Není překvapením, že mezi sektory s nejhorší výkonností patřily automobilové společnosti. Výkonnost středoevropských indexů nešla jedním směrem. Ve ztrátě skončil maďarský index BUX (-3 %). Největší burze ve střední Evropě se dařilo ještě méně. Polský index WIG30 skončil 3,6 % v mínusu. Převážně za to mohl negativní sentiment panující na globálních rozvíjejících se trzích a pravděpodobně přílišný vliv státu na chod některých společností.

Pražskou burzu (index PX -5,3 %) táhly dolů bankovní tituly. Ne úplně zdařilý prodej akcií jedním z významných investorů znamenal propad akcií Kofola o téměř 17 %, čehož jsme využili k navýšení pozice v rámci našeho Conseq akciového fondu. Na současných úrovních se akcie Kofoly obchodují s 50 % diskontem vůči svým konkurentům, přičemž na spotřebitelskou společnost nabízí slušný 5 % dividendový výnos. Naopak při dobré ekonomické kondici a růstu cen televizní reklamy se dařilo akciím mediální skupiny CME a také defenzivnímu výrobci cigaret Philip Morris.

STRUKTURA PORTFOLIA A KONTRIBUČNÍ ANALÝZA

ALOKACE AKTIV



V průběhu kvartálu jsme uspořádání portfolia neměnili. Předchozí snížení akciové složky jsme provedli na konci prvního kvartálu a realizovali tak část zisků v globální akciové složce a její podíl jsme 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.

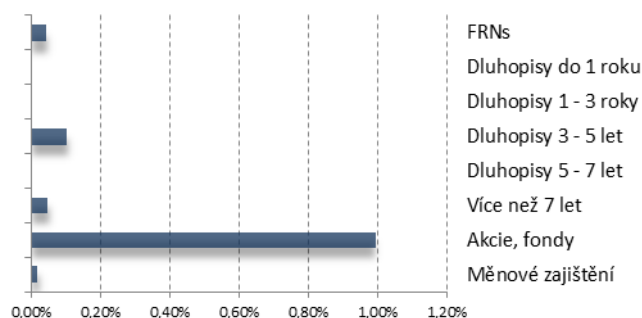
V rámci alokace aktiv jsme tak nyní podváženi z pohledu akciové složky a stále i úrokového rizika (byť v tomto ohledu již méně) a stále preferujeme rozvíjející se trhy (emerging markets) oproti trhům rozvinutým (developed markets).

Portfolio za uplynulý kvartál připsalo zisk 1,24 %, srovnávací index vzrostl o 0,23 %.

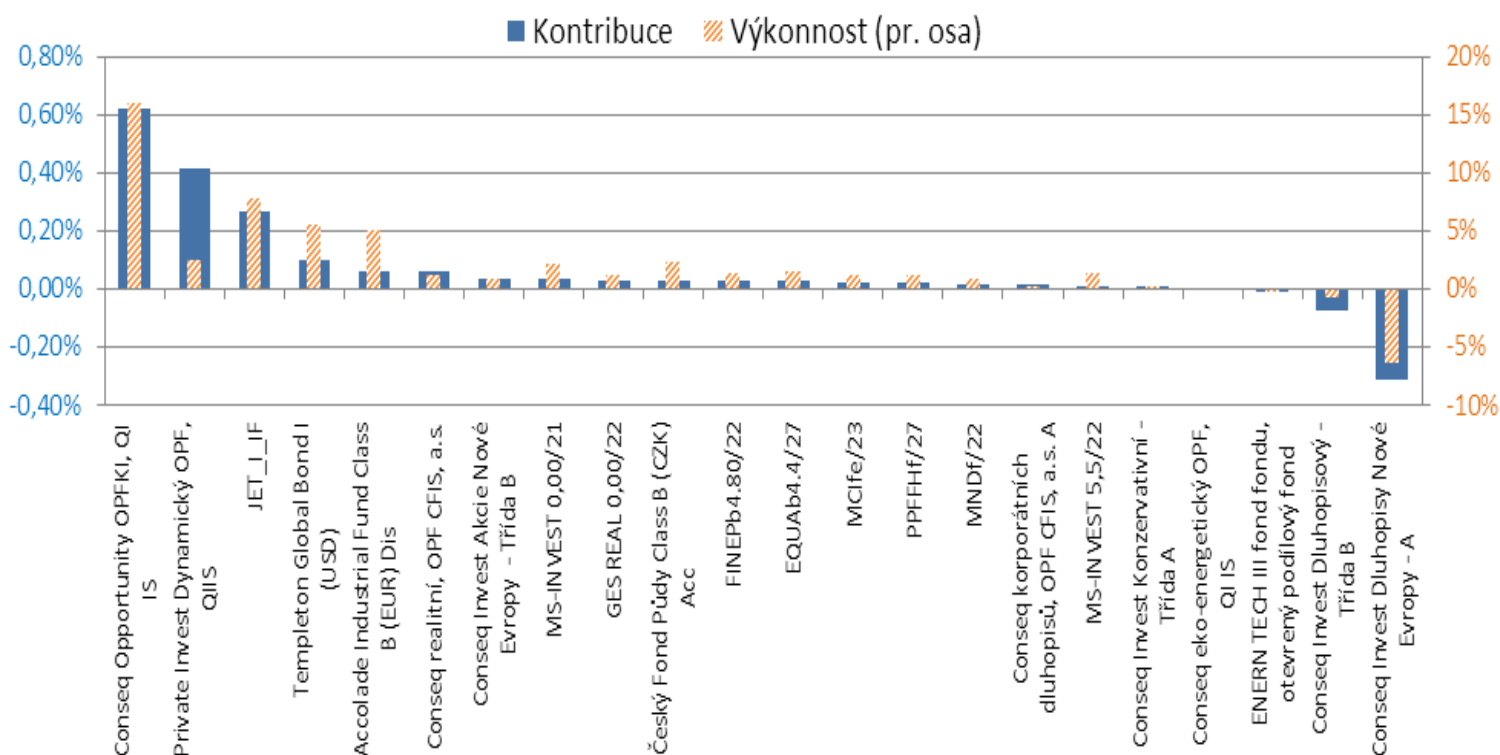
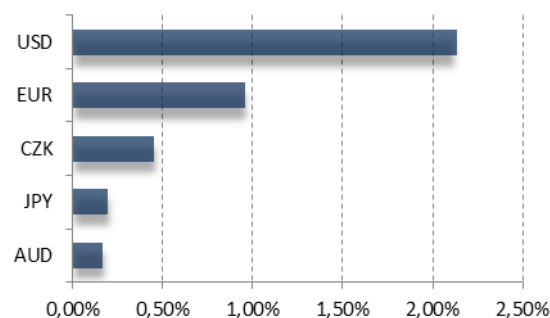
KONTRIBUCE JEDNOTLIVÝCH POZIC

V uplynulém čtvrtletí

Kontribuce portfolia dle tříd aktiv



Kontribuce fondu **Private Invest Dynamického** dle měn





Výkonnost q/q	Název
nejlepší 3	
15,9%	Conseq Opportunity OPFKI, QI IS
7,7%	JET_I_IF
5,5%	Templeton Global Bond I (USD)
nejhorší 3	
-6,3%	Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A
-0,8%	Conseq Invest Dluhopisový - Třída B
-0,2%	ENERN TECH III fond fondu, OPF

Portfolio v uplynulém čtvrtletí připsalo silná 1,2 % a o 1 procentní bod si vedlo lépe, než srovnávací index. Na výsledku se největší měrou podílel vývoj ceny akcií Gorenje a tím pádem výkonnost fondu Conseq Opportunity (+16 % mezikvartálně).

Hlavní událostí, stojící za téměř 18% čtvrtletním zhodnocením, bylo oznámení nabídky na odkup akcií Gorenje čínskou společností Hisense. Vzhledem k tomu, že Conseq napříč svými portfolii držel významný akcionářský podíl, účastnil se portfoliomanážer akciového fondu, Martin Pavlík, přímo jednání o konečné prodejní ceně. Výsledných 12 eur/akcií (což je valuace, odpovídající očekávanému nárůstu marže po restrukturalizaci a začlenění do skupiny Hisense) je zejména jeho zásluhou. Proces prodeje celé pozice byl dokončen začátkem července.

Vzhledem k pokračujícímu růstu sazeb úrokových swapů se daří i této strategii (za 2q18 cca +0,9 % do celkového výsledku). Další vývoj bude záviset na tempu růstu výnosů v Evropě, s tím, jak bude ECB postupně trhy připravovat na růst sazeb. Stěžejním domácím faktorem pak bude postoj centrální banky a volnější emisní kalendář Ministerstva financí, které v prvním pololetí na trh tlačilo velké množství dluhopisů. Výhled na pokles českých výnosů však nadále komplikuje situace na devizovém trhu, konkrétně přetrvávající překoupenost české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž stále uložena právě v českých dluhopisech.

Naproti tomu ztrácely turecké a polské dluhopisy, jejichž negativní vliv byl zesílen oslabením tamních měn (-3,5 % qoq kontribuční). To se projevilo na ztrátě fondu Conseq Invest nové Evropy a z části i Conseq Invest Dluhopisového fondu. Turecko již delší dobu táhne dolů nejistota, pramenící z politického vlivu osoby prezidenta na měnovou politiku centrální banky. Díky tomu došlo k masivnímu odlivu zahraničních investorů, který vyústil v silný růst požadovaných dluhopisových výnosů a kontinuálnímu oslabování měny. Náš výhled na turecké dluhopisy je opatrně pozitivní, když počítá s potvrzením nezávislosti centrální banky a odklonem od politického vměšování do jejího rozhodování.

Negativní kontribuce v případě polských aktiv byla dána zejména oslabením zlotého. Ten ztrácel díky nárůstu politických rizik, pramenících z reformy tamní justice a strachu z jejího ohrožení. Vše pak dokreslil negativní investorský sentiment ohledně rozvíjejících se trhů a stahování zejména dolarové likvidity.

Dynamická složka – akciové trhy

Během kvartálu jsme snižovali expozici na Rusko a tyto prostředky investovali v Turecku. Jednalo se tedy pouze o změnu alokace v rámci regionu východní Evropy. Toto rozhodnutí jsme učinili s ohledem na levnější turecký trh a nyní na srovnatelná politická rizika, která byla dříve spíše na straně Turecka. Dále jsme snížili zastoupení složky krátkodobých investic ve

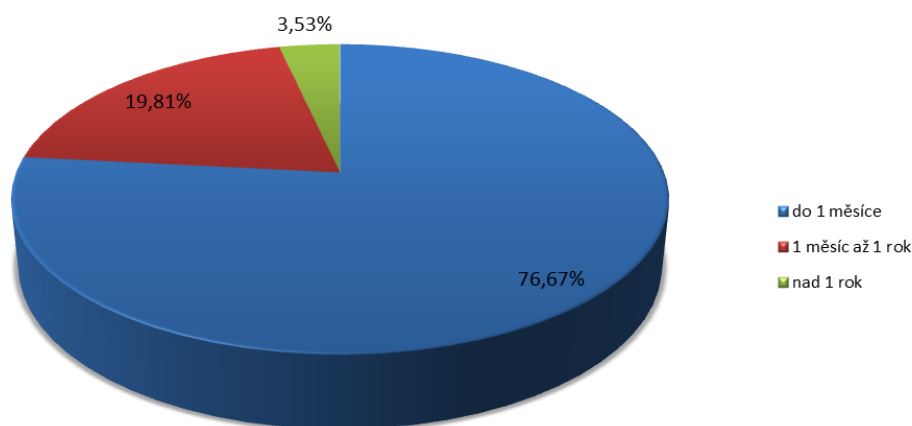
prospěch dluhopisů s vyšší durací v českých korunách a alternativních investic. Poslední změnou bylo zvýšení zajištění dolarové pozice do eura na 50 % z celkové dolarové expozice. Po krátkodobém posílení dolaru očekáváme v delším období jeho oslabení.

V průběhu června jsme dále snížili akciovou expozici, jelikož fundamentální pohled naznačuje, že se nacházíme již na konci hospodářského cyklu. Dále si myslíme, že výkonnost akciových trhů nebude v letošním roce nijak závratná, ba naopak spíše převažují potenciální rizika. Namísto toho jsme prozatím navýšili zastoupení krátkodobých investic. Provedli jsme také restrukturalizaci v rámci amerických akcií a zajistili dalších 25 % dolarové expozice proti euru.

Akciové trhy mají po devíti letech pravděpodobně svá nejlepší období za sebou. V budoucnu se dá očekávat postupné zpomalení světové ekonomiky a růstu korporátních zisků, což jsou pro akciovou výkonnost negativní faktory. I z těchto důvodů jsme již v akciové složce strategicky mírně podváženi. V letošním roce očekáváme jen mírně pozitivní výkonnost akciových trhů. Největší rizika spatřujeme v aktuálně nervózní náladě přetavenou do vyšší volatility, dále v dopadu obchodních válek a v ochlazení ekonomického růstu. Pozitivní by pro akcie mohly být případně další fiskální impulzy Donalda Trumpa, uvolněná měnová politika v eurozóně a stále dobrá makroekonomická, byť již zpomalující aktivita. Rozvíjející se trhy by mohly těžit ze sílícího spotřebitele, konvergence k vyspělým ekonomikám a skutečnosti, že jsou oproti trhům rozvinutým relativně levnější.

Conseq Private Dynamický za uplynulé čtvrtletí přidal 2,52 %.

LIKVIDITA PORTFOLIA



OČEKÁVANÝ VÝVOJ

Dluhopisový trh ČR

Poté, co se uklidní situace na středoevropských dluhopisech (tj., poté, co se stabilizuje euro proti dolaru), by mělo dojít k utažení rizikové premie mezi německými a českými dluhopisy. Stane se tak zdola (tj., růstem německých výnosů) i seshora (mírným poklesem českých výnosů). Pokles dlouhých českých výnosů bude ve světle toho, že ČNB přistoupila k utažení měnové politiky dřív, než jí to diktovala poslední (květnová) prognóza, menší, než jsme původně očekávali. Vzhledem k tomu, že čekáme, že německá ekonomika už dále zpomalovat nebude a že ECB postupem času začne připravovat investory na to, že přece jen sazby zvedne, by mělo dojít k vzestupu německých výnosů někde k úrovni 0,8 – 1% v nejbližším roce. Výhled na pokles českých výnosů však nadále komplikuje situace na

devizovém trhu, konkrétně přetrvávající překoupenost české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž stále uložena právě v českých dluhopisech – v květnu nerezidenti drželi 35 % všech a 40 % korunových dluhopisů, a ačkoliv během června jistě došlo ke snížení těchto podílů, držba dluhopisů nerezidenty i po červnu zůstane signifikantní. Další stovky miliard korun z intervencí, které jsou v rukou zahraničních investorů, jsou pak v jiných instrumentech. Jinými slovy, dluhopisy podobně jako koruna zůstávají velmi náchylné na zhoršení sentimentu.

Dluhopisový trh Polsko

Poté, co desetileté polské dluhopisy dosáhly během dubna nejnižší úrovně (3%) od listopadu 2016, se prosadila určitá růstová korekce. Polská jádrová inflace v prvních 4 měsících letošního roku klesala, což způsobilo, že pravděpodobnost růstu sazeb v nejbližších kvartálech je nyní velmi nízká. Naproti tomu silný ekonomický růst (byť později tlačící inflaci na vyšší hodnoty) se bude dle našeho očekávání nadále promítat do příznivého fiskálního obrázku, konkrétně mj. do nižší emisní aktivity Ministerstva financí, a tím do poklesu kreditní marže vůči bezrizikovým (německým) vládním dluhopisům EMU. Polské vládní dluhopisy by tedy měly v dalším období výkonnostně překonávat své německé protějšky.

Dluhopisový trh Turecko

Turecká centrální rozhodným způsobem reagovala na dramatický nárůst tržních obav z přehřívající se turecké ekonomiky doplněné zvýšenou politickou nejistotou, která volbami minimálně zčásti ustoupila. Aktuální nastavení měnové politiky (klíčová repo sazba na úrovni 17,75%) by za současného opětovného zpřísnění politiky fiskální mělo být jednak dostatečně atraktivní, aby postupně přilákala zpět zahraniční investory (a vedlo k postupné reálné apreciaci TRY), jednak dostatečně přísné na to, aby zchladilo přehřívající se tureckou ekonomiku, která v posledních kvartálech rostla tempem nad 7% (7,4% v roce 2017). Klíčový nicméně bude, jak se k hospodářské politice a nezávislosti centrální banky postaví vedoucí představitelé vlády a zejména prezident Erdogan. Před volbami investory ujišťovali, že zpřísní prováděnou fiskální politiku v souladu s měnově-politickým utažením a střednědobým vládním ekonomickým plánem. Pokud těmto slibům dostojí, investoři se na výnosově extrémně atraktivní turecký trh začnou vracet, což povede k posílení měnového kurzu, ukotvení inflačních očekávání a rebalancování vnější nerovnováhy díky ochlazení ekonomického růstu. To by postupně umožnilo setrvalejší pokles požadovaných výnosů tureckých vládních dluhopisů (z extrémně vysokých úrovní až téměř 20%) a růst jejich cen ze současných významně snížených úrovní.

Měny

Vzhledem k dosažení našeho letošního cíle a vzhledem k tomu, že nás nové informace k přehodnocení našeho názoru nevedou, očekáváme u kurzu **eura proti dolaru** po zbytek letošního roku setrvání kolem stávajících hodnot, tj. na úrovních mezi 1,15 – 1,20. Pro vyšší úrovně (=pro slabší dolar) nenacházíme v současných ani v očekávaných diferenciálech měnových politik na opačných stranách Atlantiku (což je primární faktor kurzu v posledním desetiletí) odůvodnění. FED ve druhé polovině roku totiž přistoupí k dalším 2 zvýšením sazeb, a to s tím, jak se inflace postupně přesahuje cíl ve výši 2%. Naopak, ECB se k žádnému utažení politiky nechystá, a nedojde k němu nejspíš ani v roce 2019. Ztráta dynamiky růstu, kterou během prvního pololetí ukázaly předstihové indikátory a kterou potvrdila i růstová data, a nižší než očekávaná inflace naopak zvyšují pravděpodobnost, že sazby ECB zůstanou na nízkých úrovních delší dobu. Střednědobé faktory však již pro kurz dolaru 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.

Koruna po dlouhé době konečně oslabila, zatím „jen“ k úrovni 26 korun za euro. Vzhledem k tomu, že se v ní stále nachází velké množství intervenčních spekulantů, je nadále velmi zranitelná. Otázkou tak zůstává, zda se může spustit nekontrolovatelná lavina prodejů korun. Dle nás nemusí být koruna od takového bodu zlomu zas tak vzdálená – na hodnotách nad 26 korun, na kterých už skoro je, by u zahraničních investorů mohlo dojít k přehodnocení pozice a jejich názoru na dlouhodobé nepřerušované posilování koruny. V dalších měsících tak nečekáme posílení koruny, nýbrž stagnaci na stávajících úrovních resp. její možné další oslabení. Tomu nahrává i skutečnost, že exportéři jsou nyní měnově zajištěni nad dlouhodobými průměry, tj. žádnou další výraznější poptávku po koruně už jen tak nevygenerují. Jediným faktorem, který by v nejbližších měsících mohl způsobit posílení koruny, by byla agresivnější reakce ČNB, která by mohla pohrozit, že pokud koruna neposílí, zvýší sazby opět a více než plánuje její poslední prognóza. 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 zlatého očekáváme posílení. Slabá inflace sice nedovolí centrální bance zvyšovat sazby, což limituje prostor po výraznější posílení zlatého, ale nedávné oslabení až ke 4,40 neodpovídá silnému růstu ekonomiky, ani celkovému stavu polské ekonomiky. Letos tak očekáváme návrat k úrovni 4,20.

Maďarský forint má dle nás fundamentální potenciál posílit k - či dokonce pod - hranici 300 HUF/EUR. Stávající hodnoty kolem úrovně 325 HUF/EUR jsou podobné jako u polského zlatého neodůvodnitelně slabé a korekci těchto hodnot směrem k hranici 310 očekáváme v druhém pololetí. Dopomoci by tomu mělo i to, že se konečně ze svého holubičího spánku probírala maďarská centrální banka. Ke zvýšení sazeb má sice stále daleko, ale aspoň už neříká, že je spíše nakloněna měnovou politikou dále *uvolnit*, jak tomu bylo až do června.

Akciový trh

Na akcie amerických společností máme neutrální názor. Ve prospěch hovoří dobrá kondice americké ekonomiky, růst korporátních zisků a daňová reforma Donalda Trumpa. Hodnotové ukazatele se však pohybují nad dlouhodobými historickými průměry, dochází k pozvolnému růstu úrokových sazeb a nejistota také přichází s hrozbou obchodních válek. Hodnotové ukazatele akcií evropských společností se obchodují blízko svých dlouhodobých průměrů. Akcie by měly reflektovat dobrý hospodářský vývoj a nadále uvolněnou měnovou politiku 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 silícího 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.

Z akcií na českém trhu se nám líbí akcie většiny finančních institucí. Dobré makro prostředí s rostoucími požadovanými 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 růstu úrokových sazeb. 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, 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 farmaceutické společnosti Krka a přístavu Luka Koper.

Jan Schiller
Portfolio Manager