

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

## ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA 3. ČTVRTLETÍ 2018

VÝVOJ NA TRŽÍCH .....	2
STRUKTURA PORTFOLIA A KONTRIBUČNÍ ANALÝZA.....	4
LIKVIDITA PORTFOLIA.....	8
OČEKÁVANÝ VÝVOJ.....	8

### Hodnota aktiv k 30. září 2018

Tržní hodnota aktiv ke dni valuce	150 644 960 Kč
Hodnota aktiv přijatých k obhospodařování	146 444 391 Kč
Průměrný objem aktiv přijatých k obhospodařování	125 848 024 Kč
Rozdíl k aktuálnímu ohodnocení	4 200 569 Kč

### Dosažené zhodnocení (za uplynulé čtvrtletí 30.6. 2018 - 30.9. 2018) - objemově váženo

Portfolio	- 0,26 %
Benchmark	0,12 %

Výkonnost v letošním roce se nicméně stále pohybuje vysoko nad výsledkem benchmarku (0,36 % vs -0,91 %).

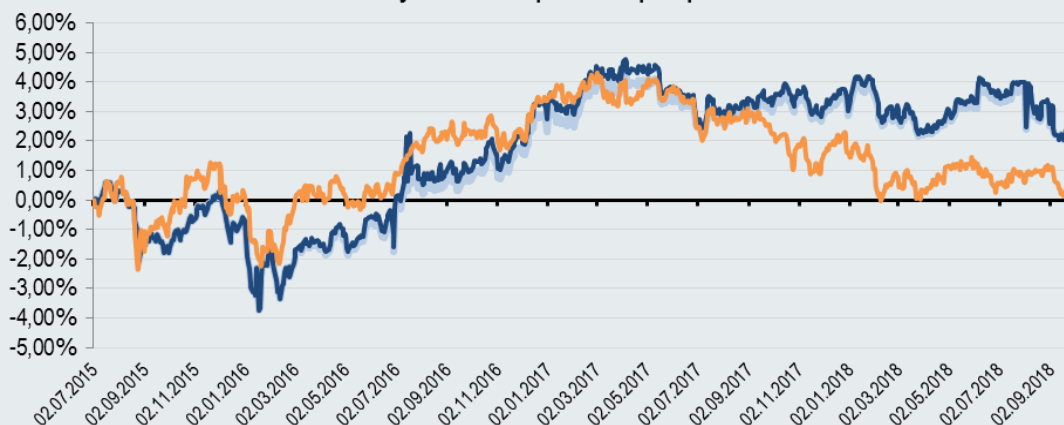
### Dosažené zhodnocení (od počátku investiční periody 01. 01. 2018 - 30. 9. 2018) - objemově váženo

Portfolio	0,36 %
Benchmark	- 0,91 %

### Dosažené zhodnocení (od počátku spolupráce 02. 07. 2015 - 30. 9. 2018) - objemově váženo

Portfolio	3,34 % (1,02 % p.a.)
Benchmark	0,69 % (0,21 % p.a.)

Výkonnost od počátku spolupráce



## VÝVOJ NA TRZÍCH

### Vývoj na globálních dluhopisových trzích

**Růst Eurozóny ve druhém čtvrtletí dosáhl 0,4% q/q, což bylo (díky Německu) malinko rychlejší, než se původně odhadovalo (0,3% q/q). Nic ovšem nenaznačuje, že by mělo ve druhém pololetí dojít k urychlení tohoto tempa. Spíše naopak.**

Meziroční růst dosáhl 2,1% a jeho struktura byla ten samý příběh jako v případě růstu čtvrtletního – příspěvek domácí poptávky zůstal na úrovni 1,5 p.b., tj. na podobné úrovni jako v předcházejících 6 čtvrtletích, a faktorem, který způsobil, že tempo r/r růstu je pomalejší než v roce 2017, byl čistý export. Jeho příspěvek k r/r růstu byl totiž nejnižší od 4. čtvrtletí 2016. Finální data tak podpořila náš dlouhodobý názor, že příspěvek domácí poptávky k růstu je na dlouhodobém maximu a že pokud má růst urychlit, bude potřeba dodatečný impuls zvenčí (z exportu). A to je vzhledem k rizikům (Trump, Brexit, rozvíjející se trhy) nyní málo pravděpodobné.

**Celková inflace** v srpnu zpomalila na 2%, jádrová inflace zvolnila na 1% - u obou indikátorů se jednalo o pokles o 0,1 p.b. oproti červenci. Jediným důvodem, proč se celková a jádrová inflace liší, tak nadále zůstávají ceny energií, které v srpnu vzrostly o 9,2% r/r, v červenci o 9,5%. Zářijová inflace, tedy přesněji řečeno její první odhad, který byl zveřejněn na konci měsíce, žádnou změnu v inflačním obrázku nepřinesl: jádrová inflace dosáhla jen 0,9%, což znamená, že se již více než rok nevychýlila z pásma 0,8-1,1% (a že od března 2013 nebyla nad 1,2%).

**ECB na stagnaci jádrové inflace nijak nereaguje, a to ani verbálně.** Naopak, i navzdory tomu, že ECB na svém zářijovém zasedání snížila odhad tempa růstu HDP v letošním roce i v roce 2019, Draghi akcentoval růst mezd a obecně zlepšování trhu práce a tvrdil, že inflace se pohne blíž k cíli. Což podle nás není tolik založeno na skutečnosti (mzdy nerostou rychleji než před rokem), spíše na víře a přání, aby se tak stalo. Je tak jasné, že i navzdory nulovému zlepšení skutečné inflace program odkupu aktiv na konci roku skončí tak, jak je plánováno. Tím, co by toto rozhodnutí mohlo změnit, je vývoj v Itálii. Přístup nové vlády, která nešetří populismem, má potenciál otřást finančními trhy napříč nejen Evropou. Výše italského dluhu, nevýrazný růst, absence elementárních snah k reformám a zejména velikost italské ekonomiky a její provázanost na zbytek EMU, činí z dluhového problému v Itálii průšvih gigantických rozměrů - italská ekonomika je 10x větší než řecká, jejíž záchrana se vyšplhala k 300 mld €; ani Měnový fond, ani evropský záchranný mechanismus nedisponují takovým balíkem peněz.

Vývoj dluhopisových výnosů jádře Eurozóny nebyl příliš zajímavý. Německé desetileté dluhopisy sice výnosově vzrostly (ceny klesaly), z historického hlediska však zůstaly velmi nízké (kolem 0,5 % na desetileté splatnosti). Na periferii byla situace jako obvykle živější. Italské dluhopisy v důsledku nebezpečných fiskálních hrátek tamní populistické vlády výrazně cenově klesaly (italská vláda představila návrh rozpočtu na rok 2019 s deficitem 2,4%, tj. výrazně nad doporučením EK).

### USA

**Americká ekonomika si vede nadále dobře, ve druhé polovině roku má nakročeno k růstu tempem mezi 2,5 a 3%. Inflace se drží kolem cíle centrální banky, která tak pokračuje v postupném utahování politiky.**

Finální (třetí) odhad růstu americké ekonomiky ve druhém čtvrtletí letošního roku nedoznal oproti odhadu druhému žádné změny. Ekonomika tedy vzrostla o 4,2% q/q anualizovaně, což bylo nejrychlejší tempo růstu od třetího čtvrtletí 2014. Nejvýraznějším přispěvatelem byly spotřebitelské výdaje, které k růstu přidaly 2,6 p.b., a čistý export (s příspěvkem 1,2 p.b.). V prvním případě se jedná o efekty daňové reformy (tj., daňových úlev), ve druhém pak vzhledem k tomu, že silný příspěvek čistého exportu byl výhradně v důsledku exportu samotného, nejspíš o efekt přesunu části vývozu v čase tak, aby se vyhnul odvetným celním opatřením ze strany EMU a Číny. Ani jeden z těchto efektů není udržitelný, v případě vývozu pak ještě na USA dopadne silný dolar.

Největší neznámou s potenciálně silným dopadem nejen na americké, ale i světové trhy, zůstávají protekcionistická opatření prezidenta Trumpa. Pokud by se dále rozrostl seznam a

objem položek, na která je uvaleno clo, může to mít silný dopad do výše korporátních marží amerických firem.

**FED na svém zasedání koncem září sice opět zvýšil sazby (klíčová sazba se tak dostala do pásma 2-2,25%), ze zápisu však zmizela zmínka o tom, že měnová politika je „akomodativní“.** Z toho lze dovodit, že další zvyšování sazeb bude nejspíš pozvolné, obzvláště pokud se potvrdí zpomalení inflace, které naznačují měsíční inflační data.

Vývoj ve Spojených státech se v uplynulém kvartále nesl ve znamení růstu výnosů amerických vládních dluhopisů. Vlivem pokračujícího utahování měnové politiky a indikacím FED-u, že v něm bude i dále pokračovat, se celá křivka posunula nahoru o zhruba 20 b.b. Dvouleté vládní výnosy se tak dostaly na 2,8%, desetileté pak na 3,1%. Křivka je nadále nejvíce plochá od roku 2007.

## ČR

**Česká ekonomika roste nejpomaleji z regionu, inflace se však v posledních měsících znatelně zvedla. Česká národní banka pokračuje v utahování politiky.**

**Druhý odhad tempa růstu HDP ve 2Q18 ukázal, že česká ekonomika rostla rychlejším tempem, než se odhadovalo původně, stále však tempem nejslabším v rámci regionu.**

Navzdory očekáváním analytiků na vyšší růst totiž ve druhém čtvrtletí přidala „jen“ 0,7% q/q, což kromě zaostávání za Maďarskem a Polskem také znamená, že česká ekonomika rostla v prvním pololetí anualizovaným tempem pouze 2,4% (ve srovnání s více než dvounásobným tempem v Maďarsku i v Polsku). Struktura růstu ukázala zpomalení tempa růstu poptávky domácností na nejslabší úroveň za dva roky (0,7% q/q), a také zpomalení růstu fixních investic (byť na stále velmi silných 1,7% q/q).

**Maloobchodní tržby** setrvaly i počátkem druhého pololetí v solidním růstu, ale tempa růstu z předcházejících 6 kvartálů se již neopakují. **Průmyslová produkce po překvapivě silném květnu a červnu v červenci zaznamenala pokles o 1,8% m/m. Spotřebitelská (měnově-politická) inflace v srpnu přidala 0,1% m/m, meziročně tak poskočila z 2,3% na 2,5%.** Nejvíce tlačilo ceny nahoru zvýšení cen souvisejících s bydlením, zejména cen elektrické energie a nájemného (což reflektuje růst cen nemovitostí). Jádřová inflace dosáhla 2,5%.

**ČNB na svém zasedání koncem září potřeťí v řadě zvedla klíčovou dvoutýdenní repo sazbu o 25 b.b. Dvoutýdenní repo sazba tak dosáhla 1,50%, což je její nejvyšší hodnota od podzimu 2009.** Hlavním důvodem růstu sazeb byla slabší koruna, která nadále nenaplnuje očekávání centrální banky. Na zasedání se – ke zklamání trhu – guvernér neupsal k dalšímu růstu sazeb na dalším zasedání počátkem listopadu, ale vzhledem k trvající slabosti koruny je dosti reálné, že se tak stane.

Požadované výnosy českých státních dluhopisů na krátkém konci české výnosové křivky vlivem dalšího růstu sazeb ČNB rostly a dostaly se tak již na 1,5%. V segmentu dlouhodobých vládních dluhopisů byl pohyb méně výrazný, desetileté výnosy vzrostly na 2,2%. Projevoval se zde sílící nákupní apetit jak domácích (zejména bank), tak zahraničních investorů, které přilákal citelný nárůst výnosové marže proti eurovým protějškům v předešlých měsících.

## Akcie

Třetí kvartál se nesl v duchu silného růstu amerických akciových trhů (S&P +7,2 %, Dow Jones +9 %). Akcie společností reagovaly pozitivně na snížení korporátních daní a fiskální impulz. Na druhou stranu se nad nimi vznášelo riziko obchodních válek s potenciálně silným dopadem do ziskových marží a domácí poptávky. Solidně se vedlo i japonským společnostem, index Nikkei 225 přidal 8,1 %. Evropské trhy byly pod tlakem, když se v politických kruzích propíraly celní opatření, výstup Velké Británie z EU nebo udržitelnost italského státního dluhu (DJ STOXX 600 +0,86 %; DAX -0,48%)

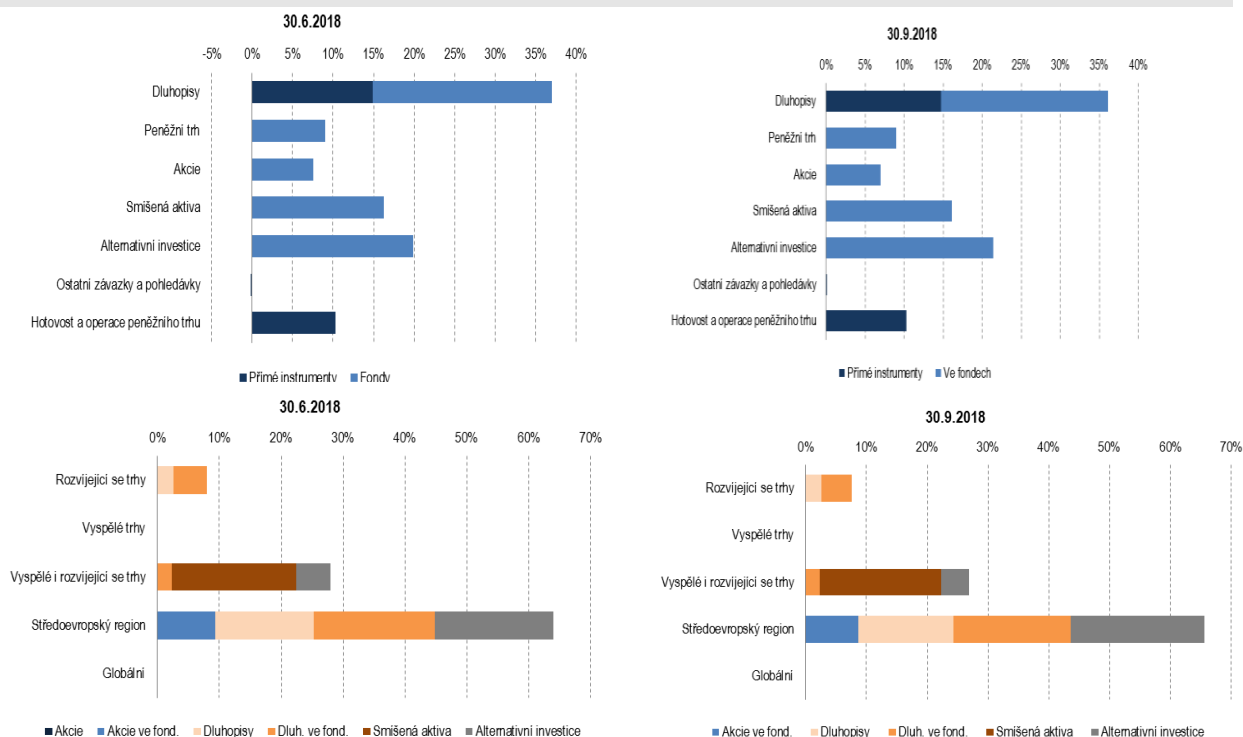
Ze středoevropských trhů se nejlépe vedlo akciím českých společností (index PX +4,8%). Dvouciferné zisky si po relativně dobrých čtvrtletních výsledcích připsaly akcie Avast. Očekávání dalšího zvyšování úrokových sazeb ČNB svědčilo akciím bank Moneta a Erste bank a pojišťovně Vienna Insurance Group. Solidní výkonnost předvedly také akcie Kofola (+4,6%), kdy v průběhu září ve zrychlené aukci prodal celý svůj zbývající podíl polský fond CED GROUP.

Polský akciový index WIG30 skončil 5,4 %. To byla ovšem jen korekce propadů ve dvou předcházejících čtvrtletích. Za letošní rok je index stále více, než 6 % v mínusu. Důvodů pro tento vývoje je více. Jednak nervózní nálada panující na globálních rozvíjejících se trzích, přerazení polského akciového trhu, společností FTSE, v rámci indexů z rozvíjejících se trhů mezi trhy vyspělé.

Rozvíjející se trhy si prochází nadále složitým obdobím. Měřeno indexem MSCI Emerging Markets, ve třetím kvartále poklesly o další 2 % (v USD) a od začátku roku o více než 9 %. Valuačně čím dál více zajímavější trhy ale dokázaly v některých regionech v září již přilákat dostatek investorů, a tak například čínské a brazilské akcie přidaly v posledním měsíci čtvrtletí přes 3 %. Situace se uklidnila relativně také v Turecku (září + 8,34 %), kde centrální banka konečně zvýšila úrokové sazby a byl představen ekonomický plán na následující období. Tlak na rozvíjející se trhy byl i nadále podporován nepředvídatelností americké obchodní politiky, silným dolarem a zvyšováním sazeb americké centrální banky. Trhy tak zůstávají nadále velice citlivé na nové informace.

## STRUKTURA PORTFOLIA A KONTRIBUČNÍ ANALÝZA

### ALOKACE AKTIV



V průběhu kvartálu jsme uspořádání portfolia upravili nákupem korporátních dluhopisů společnosti NorAm Drilling s velmi krátkou splatností a v relaci k tomu atraktivním výnosem. Společnost NorAm Drilling funguje od roku 2007. Jde o norskou společnost, zaměřující se na provoz a pronájem vrtných souprav pro pevninskou těžbu. Společnost aktuálně disponuje devíti soupravami. Exekutivní část je umístěna v Hustonu v USA, administrativní jednotka pak i v Norsku. Provozní kapacity jsou aktuálně umístěny 100 % v USA. Postavení společnosti v rámci amerického těžebního sektoru jí umožňuje průběžně modernizovat těžební kapacity včetně pořizování technologicky vyspělých souprav.

Z celkového sektorového pohledu došlo v roce 2017 a 2018 k výraznému zlepšení tržní situace, které kompenzovalo výrazný pokles cen v předcházejících letech. V těch prošla společnost výrazným snižováním nákladů, aby byla schopna udržet kompetitivní a efektivní provoz.

Využití těžebních souprav se v roce 2017 pohybovalo na úrovni 99,3 % (62,5 % v roce 2016). Aktivita v americkém těžebním sektoru loni dále rostla (yoy růst počtu vrtů +43 %). Největší aktivita se i nadále koncentrovala v lokalitě Permian Basin, kde má společnost umístěny své těžební soupravy. Z historického srovnání s roky 2014 až 2016 se aktivita stále pohybuje zhruba na 60 % tehdejší úrovně.

Z dalších investic šlo o fond JET 2 fond fondů. Následovník úspěšného fondu JET 1, který vlastní aktuálně 15 průmyslových firem ve čtyřech evropských zemích a jehož investiční perioda bude končit v roce 2022. Jedná se o fond kvalifikovaných investorů, který se orientuje na přímé investice do průmyslových podniků v České republice a ve střední Evropě.

Celkově jsme v rámci asset alokace investičních portfolií vůči srovnávacím indexům (benchmarkům) i nadále mírně podvážení v akciích, podvážení v dluhopisech a naopak nadvážení v alternativních investicích a hotovosti.

Podvážení akciové složky momentálně považujeme za tzv. strategické, neboť se domníváme, že v rámci aktuálního globálního hospodářského cyklu již bylo velice pravděpodobně dosaženo na konci loňského roku vrcholu a v příštích dvou letech bude světová ekonomika postupně mírně zpomalovat (celkově potvrzeno daty o HDP klíčových ekonomik za první dvě čtvrtletí, např. eurozóna, Japonsko nebo Čína, a globálním indexem nákupních manažerů v průmyslu), stejně jako dynamika růstu korporátních zisků.

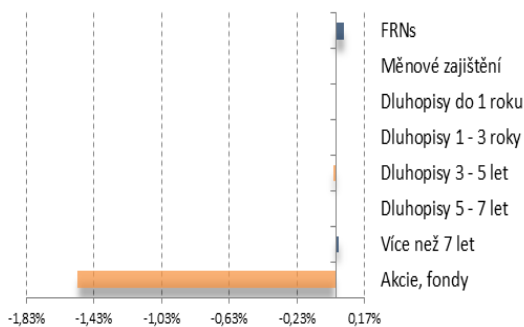
V rámci akciové složky i nadále preferujeme rozvíjející se trhy (emerging markets) oproti trhům rozvinutým (developed markets) zejména z důvodu příznivějších valuací, vyššímu očekávanému tempu růstu korporátních zisků a výrazně vyšší dynamice HDP.

**Portfolio za uplynulý kvartál odepsalo 0,26 %, srovnávací index vzrostl o 0,12 %.**

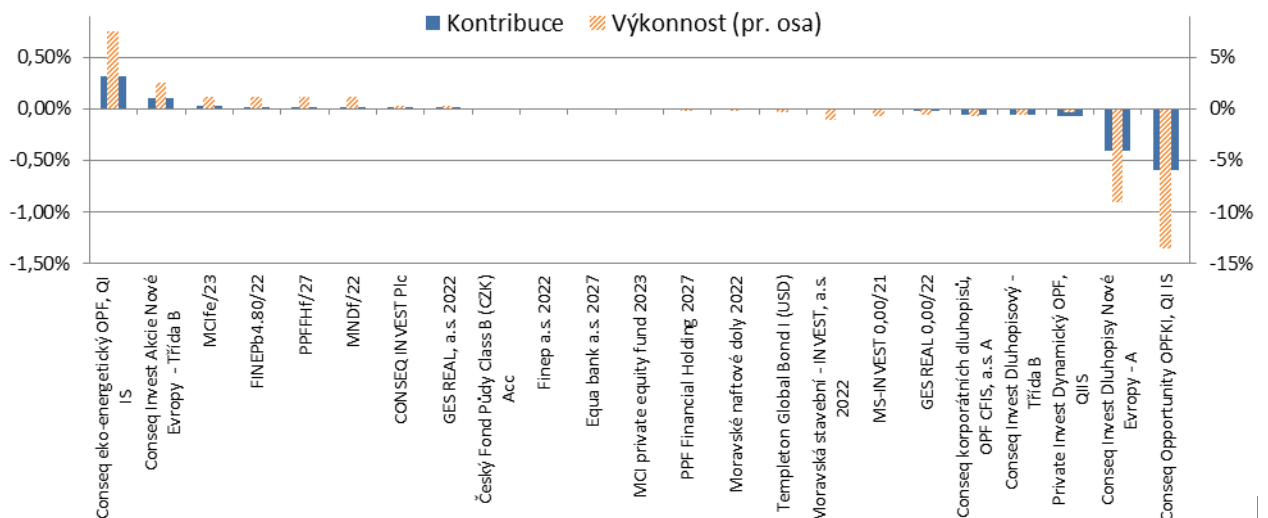
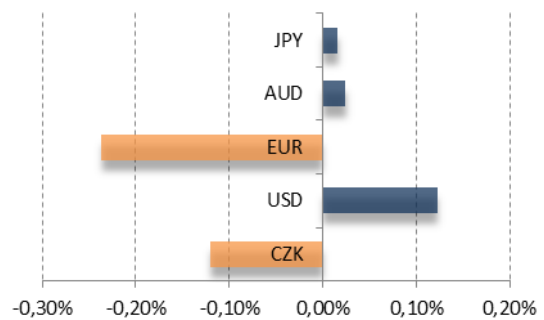
## KONTRIBUCE JEDNOTLIVÝCH POZIC

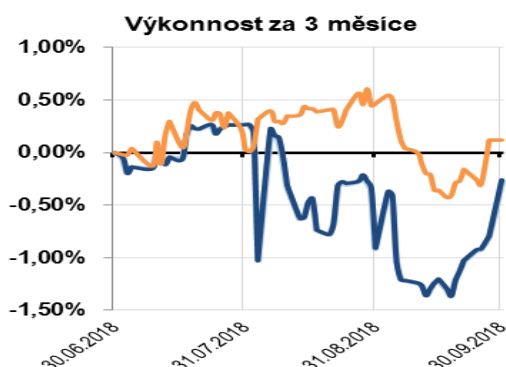
### V uplynulém čtvrtletí

Kontribuce portfolia dle tříd aktiv



Kontribuce fondu **Private Invest Dynamického** dle měn





Výkonnost q/q	Název
<b>nejlepší 3</b>	
7,5%	Conseq eko-energetický OPF, QI IS
2,5%	Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B
1,2%	MCIfc/23
<b>nejhorší 3</b>	
-13,6%	Conseq Opportunity OPFKI, QI IS
-9,1%	Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A
-1,1%	Moravská stavební - INVEST, a.s. 2022

Portfolio v uplynulém čtvrtletí ztratilo 0,26 % a za srovnávacím indexem zaostalo o čtyři desetiny procentního bodu. Na výsledku se největší měrou podílel vývoj fondu Conseq Opportunity (-14 % mezikvartálně) a fondu Conseq Invest Nové Evropy a to v důsledku vývoje cen tureckých aktiv.

Divoký propad turecké měny dosáhl nejrychlejšího tempa v srpnu. Lira během něco ztratila více než 30 %. Napjatě se tak čekalo na konkrétní kroky či alespoň reakci ze strany tureckých představitelů. Plánovaný konferenční hovor tureckého ministra financí, na který netrpělivě čekalo více než šest tisíc zahraničních investorů, se nesl v racionálním duchu. Ministr si na jednu stranu plně uvědomuje vážnost situace, na druhou ale prozatím pracuje s opatřeními, která budou mít dopad v delším horizontu. To může v současnosti velmi nervózní investory krátkodobě uklidnit, je ale třeba, aby se vrcholní turečtí političtí představitelé zdrželi dalších divokých komentářů.

Jako hlavní cíl si ministr vytkl fiskální disciplínu v kombinaci s nezávislou centrální bankou. Předloženými fakty podpořil sílu domácího bankovního sektoru a vyjádřil jeho plnou podporu ze strany vlády. Zároveň vyloučil kapitálové kontroly a ujistil investory, že Turecko bude plně pokračovat v tržním přístupu. Hlavní důraz je nyní kladen na obnovení fiskální disciplíny – mělo by jít o největší rozpočtové úspory v novodobé historii země. Bohužel zároveň odmítl možnost asistence ze strany Mezinárodního měnového fondu. Turecko nicméně hledá finanční zdroje u svých spojenců a obchodních partnerů na Východě (objem 15 mld. USD přislíbil Katar, ve hře je dále Čína a Rusko). Politické směřování na Východ sice aktuálně není ze strany důležitého člena NATO příliš dobrá zpráva, ale bezprostředně může přinést uklidnění na trhu. Pozitivem je, že souběžně nedochází k úplnému diplomatickému odstřížení Turecka ani od USA (ochota dále jednat o vydání zadržovaného křesťanského pastora Brunsona), ani od Evropy (byla potvrzena státní návštěva tureckého prezidenta v Německu a zároveň s tím kancléřka Merkelová vyjádřila zájem o stabilitu turecké ekonomiky).

Turecká centrální banka kontinuálně s tím pracuje na opatřeních, která zajistí likviditu mezibankovního systému. Přes to, že ke standardnímu zvýšení úroků prozatím bohužel nepřistoupila, už k němu fakticky dochází. Likvidita je do systému dodávána za sazbu nad úrovní základní úrokové sazby. Měnové podmínky jsou tak nenápadně utahovány. Ministerstvo financí rovněž pracuje na plánu, který podpoří refinancování domácích podniků. Reálně totiž hrozí, že nejžhavějším problémem turecké ekonomiky se při současném oslabení turecké liry brzo stane zadlužení nefinančních korporací v americkém dolaru a refinancování dluhu.

Turecká politická reprezentace si tak kupuje čas, který je třeba, aby se chystaná opatření promítla do reálné ekonomiky. Lira v polovině měsíce reagovala cca 15–20% posílením z předchozích historických maxim, s blížícím se koncem měsíce se nicméně směr otočil opět k nejslabším úrovním. Také další vývoj zůstane, i kvůli velmi napjatým vztahům s USA, vysoce volatilní. Naším základním scénářem je, že nedojde k eskalaci napětí vedoucího k dalšímu silnému oslabení liry a turecká aktiva budou své ztráty postupně korigovat. Přítomnost zahraničních investorů je nejmenší v historii. Při alespoň částečné stabilitě měny a uklidnění politických vztahů jsou turecká aktiva (v kontextu ekonomických fundamentů země, které neukazují na bezprostřední zhroucení systému) vysoce atraktivní. Vzhledem k průsakům oslabené liry do inflace a vlivu na domácí poptávku, což se jistě promítne do ekonomické výkonnosti Turecka, bude tato rekonvalescence nicméně delšího charakteru (navíc s přetrvávajícím vysokým rizikem dalšího zhoršení).

Vzhledem k většímu, než očekávanému zvýšení sazeb tureckou centrální bankou, se zářijový vývoj cen tureckých aktiv nesl ve výrazně pozitivním duchu. Základní úroková sazba vzrostla o 625 bps na 24 % s příslibem, že zpřísněné podmínky budou trvat i nadále. Očekávaný střednědobý fiskální plán trh ohodnotil jako vcelku racionální a dosažitelný. Nicméně z podstaty, že jde o dlouhodobé ekonomické fundamenty, se viditelné dopady budou projevovat velmi postupně. Proběhnuvší masivní oslabení měny se v první řadě bude silně promítat do inflačních čísel. Tržní sentiment se tak prozatím stabilizoval, z čehož výrazně těžily turecké vládní dluhopisy, které si na závěr kvartálu připsaly měsíční zisk 13,5 %.

### **Dynamická složka – akciové trhy**

Rok 2018 se nese ve znamení toho, že světové hospodářství začíná být pomalu za svým vrcholem. To má svůj dopad také na dění na finančních trzích. Dluhopisové trhy slábnou pod vlivem utahujících se kohoutů měnové politiky centrálních bank (snižování objemu odkupů dluhopisů ze strany Evropské centrální banky, zvyšování úrokových sazeb na straně amerického FEDu či České národní banky), akciové trhy se pak chovají podle toho, jak se které ekonomice daří. Zatímco ta americká stále jede na plné obrátky, částečně nadopována nižšími daněmi prezidenta Trumpa, v Evropě, Číně nebo Japonsku jsou již patrné známky prvního zpomalování ekonomiky.

To reflektují i ceny akcií, které jsou s vývojem hospodářství úzce propojeny. Americké akcie vzrostly od počátku roku o 7,8 %, zatímco evropské nebo ty v rozvíjejících se zemích ztrácejí. Výrazný je zejména pokles cen akcií v posledně jmenovaných rozvíjejících se zemích (-13,6 % od začátku roku). Kromě zpomalujícího se tempa růstu hrubého domácího produktu měly na jejich špatný výsledek za první tři čtvrtletí roku vliv také rostoucí atraktivita dolarových úložek s vyšší úrokovou sazbou a vyšší nejistota ohledně politické situace v některých zemích (Turecko) a jejich vztahu se západními zeměmi.

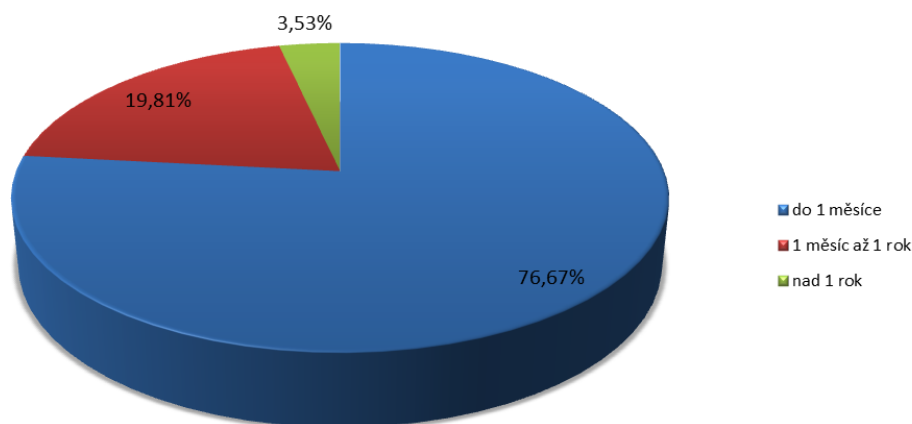
Celkově jsme v rámci asset alokace investičních portfolií vůči srovnávacím indexům (benchmarkům) i nadále mírně podvážení v akciích, podvážení v dluhopisech a naopak nadvážení v alternativních investicích a hotovosti.

Podvážení akciové složky momentálně považujeme za tzv. strategické, neboť se domníváme, že v rámci aktuálního globálního hospodářského cyklu již bylo velice pravděpodobně dosaženo na konci loňského roku vrcholu a v příštích dvou letech bude světová ekonomika postupně mírně zpomalovat (celkově potvrzeno daty o HDP klíčových ekonomik za první dvě čtvrtletí, např. eurozóna, Japonsko nebo Čína, a globálním indexem nákupních manažerů v průmyslu), stejně jako dynamika růstu korporátních zisků.

V rámci akciové složky i nadále preferujeme rozvíjející se trhy (emerging markets) oproti trhům rozvinutým (developed markets) zejména z důvodu příznivějších valuací, vyššímu očekávanému tempu růstu korporátních zisků a výrazně vyšší dynamice HDP.

**Conseq Private Dynamický za uplynulé čtvrtletí ztratil 0,4 %.**

## LIKVIDITA PORTFOLIA



## OČEKÁVANÝ VÝVOJ

### Dluhopisový trh ČR

**Riziková prémie vůči německým dluhopisům zůstala na desetileté splatnosti lehce nad hranicí 170 b.b.** V dalších čtvrtletích čekáme její snížení, které by mělo probíhat primárně zdola (tj., růstem německých výnosů). Vzhledem k tomu, že čekáme, že ekonomika EMU už dále zpomalovat nebude a že ECB postupem času začne připravovat investory na to, že přece jen sazby zvedne, by mělo dojít k nárůstu německých desetiletých výnosů někam k 0,8-1% v nejbližším roce.

U českých obligačních výnosů je vzhledem k pokračujícímu růstu sazeb ČNB pravděpodobná stabilita (v segmentu dlouhodobých dluhopisů) resp. mírný růst (kratší splatnosti). Výhled českých výnosů nadále komplikuje situace na devizovém trhu, konkrétně přetrvávající překoupenost české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž stále uložena právě v českých dluhopisech – koncem srpna drželi nerezidenti 35 % všech a 39 % korunových dluhopisů, což jsou signifikantní podíly, vysoce nad průměry z let předcházejících intervenčnímu režimu ČNB. Další stovky miliard korun z intervencí, které jsou v rukou zahraničních investorů, jsou pak v jiných instrumentech. Jinými slovy, dluhopisy podobně jako koruna jsou velmi náchylné na zhoršení sentimentu. Naproti tomu aktuální fiskální vývoj (přebytkový, na konci roku dost možná vyrovnaný rozpočet) umožňuje Ministerstvu financí směřem ke konci roku výrazně omezit vydávání nových dluhopisů na primárním trhu, což je a dále bude po obligační cen podporující faktor.

### Dluhopisový trh Polsko

**Výnosy polských dlouhodobých dluhopisů jsou po většinu letošního roku velmi stabilní, na úrovních kolem 3,20%.** I přes velmi robustní hospodářský růst polská jádrová inflace v letošním roce povětšinou klesala, což způsobilo, že pravděpodobnost růstu sazeb v nejbližších 6 kvartálech je blízka nule. Byť očekáváme, že ekonomická dynamika a silná domácí poptávka vytlačí postupně inflaci na vyšší úroveň, proti citelnějšímu růstu požadovaných výnosů vládních dluhopisů (poklesu cen) hovoří příznivý fiskální obrázek. Ten se dle našeho výhledu dále promítne do omezené 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

Kroky turecké centrální banky (především razantní zvýšení klíčových úrokových sazeb, jinými slovy tolik investory vyžadované ortodoxní utažení měnové politiky) a vlády (nový střednědobý



ekonomický plán, zaměřený primárně na boj s inflací, zpřísnění fiskální politiky či podporu bankovnímu sektoru) stabilizovaly dramatickou situaci na trhu tureckých aktiv (dluhopisy, měnový kurz TRY). Domníváme se, že stávající vládnoucí garnitura v čele s prezidentem Erdoganem si uvědomuje vážnost situace a bude jednat v hospodářské politice racionálně s cílem podpořit rebalancování přehřáté ekonomiky slíbeným utážením rozvolněné fiskální politiky. K němu již ostatně podle posledních údajů zahraničního obchodu a skokově snížené úvěrové aktivity bank dochází. To doplňuje razantní zpřísnění politiky monetární (zvýšení úrokových sazeb na 24%) – přes ochlazení ekonomiky to povede posléze k postupnému ztlumení nyní excesivně vysoké inflace a redukci schodku běžného účtu platební bilance. Přestože vládní představitelé odmítají možnost asistence ze strany Mezinárodního měnového fondu, možné bilaterální finanční dohody u spojenců a obchodních partnerů na východě (objem 15 mld USD přislíbil Katar, ve hře může dále být Čína a Rusko) by výrazně snížily refinanční potřeby na obligačních trzích. Tento scénář by byl pozitivní pro turecká aktiva a jak měnový kurz TRY, tak ceny tureckých vládních dluhopisů by pokračovaly v korigování rozsáhlých ztrát z předešlých měsíců.

### 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 na stávajících hodnotách, tj. na úrovních kolem / lehce nad 1,15. Pro výrazně vyšší úrovně (=pro slabší dolar kolem 1,20) nenacházíme v současných ani v očekávaných diferenciacích měnových politik na opačných stranách Atlantiku (což je primární faktor kurzu v posledním desetiletí) odůvodnění. FED ve druhé polovině roku totiž ještě nejspíš přistoupí k dalšímu zvýšení sazeb, ECB se přitom k žádnému utážení politiky nechystá, a nedojde k němu nejspíš ani v roce 2019. Ztráta dynamiky růstu a nižší než očekávaná inflace naopak zvyšují pravděpodobnost, že sazby ECB zůstanou na nízkých úrovních dlouhou dobu. Střednědobé faktory však již pro kurz dolaru příznivé nejsou – jedná se zejména o negativní fiskální vývoj, podtržený daňovou reformou Trumpovy administrativy, jež prohlubuje deficitní hospodaření americké ekonomiky, navíc ve spojení se schodkem obchodní bilance.

Vývoj v posledních měsících potvrdil, že **koruna** to s dalším posílením k hranici 25 korun za euro resp. pod tuto hranici nebude mít jednoduché. Ačkoliv korunu podporuje utahování měnové politiky ČNB, jejímu výraznějšímu posílení brání 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 úrovně. Posílení koruny bude rovněž limitováno vysokým podílem zajištěných vývozu. Náš výhled tak je koruna nad 25 korunami po zbytek letošního roku a i v roce 2019, 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 hned tak zvyšovat sazby, což limituje prostor pro jeho výraznější posílení, hodnoty 4,30 ze září však neodpovídají silnému růstu ekonomiky a celkovému stavu polské ekonomiky. Letos tak očekáváme návrat k úrovni 4,20 PLN/EUR.

**Maďarský forint** má dle nás fundamentální potenciál posílit k - či dokonce pod - hranici 300 HUF/EUR. Stávající hodnoty kolem 320 jsou podobně jako u polského zlotého fundamentálně podhodnocené a korekci těchto hodnot směrem k hranici 310 očekáváme v řádu týdnů. Dopomocť by tomu mělo i to, že se konečně ze svého holubičího spánku probudila maďarská centrální banka. Ke zvýšení sazeb má sice stále daleko, ale poslední zasedání jasně ukázalo směr, kterým se bude centrální banka v příštím roce ubírat. Na kurzu by se to tak mělo projevit – v letošním roce k úrovni 310, v příštím roce pak k hranici 300 HUF/EUR.

### Akciový trh

U akcií amerických společností nyní těžko hledáme důvody pro výrazný růst akcií. Ve prospěch hovoří nadále dobrá kondice americké ekonomiky, růst korporátních zisků a silný spotřebitel.

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. Pozitivní jsme na akcie Moneta, jejímž cílem je stát se digitálním lídrem na českém trhu, akcie Erste Bank a Vienna Insurance Group. Pozitivní jsme i na relativně nový akciový titul AVAST. Investoři dle nás začnou postupně oceňovat celosvětovou diverzifikaci tržeb, šíří nabízených produktů proti kyber útokům na rostoucím trhu, zlepšující se free cash flow a to vše ve spojení s globálně známou značkou. Na českém trhu momentálně neočekáváme výrazný propad u žádné z obchodovaných akcií. Z polských titulů se nám líbí mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, 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, a producenta vína Purcari, ve Slovinsku jsou to akcie farmaceutické společnosti Krka a přístavu Luka Koper.

Jan Schiller  
*Portfolio Manager*