

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

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA 4. ČTVRTLETÍ 2018

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

Hodnota aktiv k 31. prosinci 2018

Tržní hodnota aktiv ke dni valuace	150 377 486 Kč
Hodnota aktiv přijatých k obhospodařování	146 444 391 Kč
Průměrný objem aktiv přijatých k obhospodařování	125 329 545 Kč
Rozdíl k aktuálnímu ohodnocení	3 933 095 Kč

Dosažené zhodnocení (za uplynulé čtvrtletí 30.9. 2018 - 31. 12. 2018) - objemově váženo

Portfolio	- 0,18 %
Benchmark	- 0,50 %

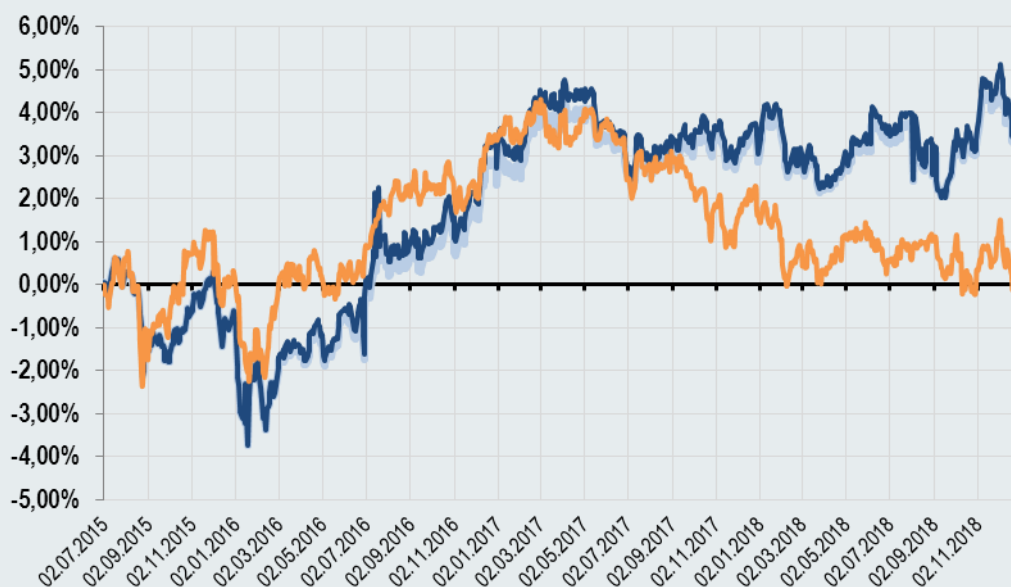
Dosažené zhodnocení (od počátku investiční periody 01. 01. 2018 - 31. 12. 2018) - objemově váženo

Portfolio	0,18 %
Benchmark	- 1,40 %

Dosažené zhodnocení (od počátku spolupráce 02. 07. 2015 - 31. 12. 2018) - objemově váženo

Portfolio	3,09 % (0,87 % p.a.)
Benchmark	0,19 % (0,05 % p.a.)

Výkonnost od počátku spolupráce



VÝVOJ NA TRŽÍCH

Vývoj na globálních dluhopisových tržích

Ekonomický růst Eurozóny ve čtvrtém čtvrtletí oproti třetímu čtvrtletí dle měsíčních dat příliš neurychlil. Inflace pak dále klesla, a to vlivem cen ropy.

Finální data za růst EMU ve třetím čtvrtletí potvrdila, že růst dosáhl 0,2% mezikvartálně a 1,6% meziročně. Meziroční tempo tak bylo nejslabší od 4. čtvrtletí 2014 a výrazně pod tempem viděným ve 3. čtvrtletí roku 2017 (2,8 %). Nejslabší od 3. čtvrtletí 2014 byla se svým příspěvkem k meziročnímu růstu ve výši 0,55 p. b. poptávka domácností, příspěvek exportů (1,14 p.b.) byl pak nejslabší od 1. čtvrtletí 2016. U kvartálního růstu, jehož tempo bylo nejslabší od 2Q14, byla struktura stejná: příspěvek domácností byl slabý, příspěvek čistého exportu dokonce negativní (-0,26 p. b.), což byl jeho nejhorší výsledek od 4Q15.

A pro finální čtvrtletí minulého roku to o moc lépe nevypadá. Růst průmyslové produkce dosáhl v říjnu pouze 1,2% r/r, což byl jenom o něco málo lepší výsledek než růst o 0,8% v září; v každém případě se jedná o tempo růstu od roku 2016 nejslabší. Zpracovatelský průmysl rostl o 1,5% r/r a 0,2% m/m. Listopadové ani prosincové indexy PMI přitom nevěští pro poslední dva měsíce roku výsledek o moc lepší: po listopadových 51,8 se v prosinci PMI ve zpracovatelském průmyslu ještě snížil na 51,4 bodu, což je nejnižší od února 2016. Když k tomu přidáme, že optimismus ohledně budoucího vývoje klesl na šestileté dno, je těžké být na průmysl v dalších měsících optimistický. Prohlubující se pesimismus v průmyslu potvrzuje německý index IFO, který v prosinci poklesl nejnižší (101 bodů) za dva roky.

Ve službách byl pokles PMI ještě dramatičtější, z 53,4 v listopadu na prosincových 51,4, což je nejnižší od listopadu 2014. Nové objednávky i optimismus ohledně budoucnosti pak poklesly na čtyřleté dno. Jedinou pozitivní zprávou tak je, že pokles indexu služeb v prosinci byl tažen Francií (55,1 v listopadu → 49,6 v prosinci), což dává naději, že po uklidnění protestů žlutých vest se index vrátí na vyšší úroveň. Ovšem vzhledem k tomu, že dále klesá důvěra domácností v rámci celé Evropské měnové unie (EMU), to však i v nejlepším bude jen návrat na listopadové úroveň. Klesající důvěra domácností nepřekvapuje: skrze svůj pokles se přibližuje úrovni, kde bychom ji vzhledem k reálnému růstu spotřebitelských útrat očekávali. Maloobchodní tržby v EMU totiž stále nadále rostou jen velmi pomalu. Počátkem čtvrtého čtvrtletí přidaly v reálném vyjádření 1,7% r/r, což znamenalo, že za poslední tři měsíce dosáhlo jejich průměrné tempo růstu jen 1,4% (a kumulativní růst v posledních 3 měsících byl v podstatě nula). To skutečně není konsistentní s historicky nejvyšší mírou optimismu domácností, které tento indikátor dosahoval v polovině minulého roku.

Celková inflace dle prvních dat zpomalila v prosinci na 1,6%, a to díky nižšímu růstu cen energií (9,1% r/r v listopadu vs. 5,5% v prosinci). U jadrové složky inflace se nic nezměnilo: stejně jako v listopadu i v prosinci zůstala jadrová inflace na 1%, což znamená, že jadrová inflace se z pásma 0,8-1,1% nedostala již od září 2017.

ECB na svém posledním zasedání v roce 2018 i navzdory slabé inflaci, která se nikam dlouhodobě nehýbe, potvrdila ukončení kvantitativního uvolňování. Ohledně prvního zvýšení sazeb však nebyla ECB o nic sdílnější než předtím - guvernér Draghi na tiskové konferenci pouze zopakoval, že časování prvního utažení je časově závislé (ne dřív než v létě) a rovněž závislé od ekonomických dat.

Ekonomika si vede nadále velmi dobře, roste tempem přes 3% ročně a jediným slabým místem jsou investice. Inflace se drží kolem cíle centrální banky.

Americká ekonomika si i ve třetím čtvrtletí udržela dle finálních dat velmi silné růstové tempo (3,4% q/q, anualizovaně). To bylo sice o něco pomalejší než ve čtvrtletí druhém (4,2%), ale jinak to bylo tempo neviděné od 3. čtvrtletí 2014. Ve struktuře se toho moc nezměnilo, největším přispěvatelem k růstu je nadále spotřeba domácností (dle finálních dat ve výši 2,4 p.b.). Výrazně se na růstu podílely i hrubé investice (2,5 p.b.), ale jen kvůli zásobám (2,3 p.b.). Fixní investice samotné přidaly jen 0,21 p.b., což bylo nejméně od konce roku 2015. Výrazný růst zásob a růst poptávky domácností se odrazil v čistém exportu, jehož negativní příspěvek ve výši 2 p.b. byl vůbec nejvyšším od druhého čtvrtletí roku 1985.

USA

Měsíční data zveřejněná během prosince byla vcelku dobrá, až na investiční aktivitu. Průmyslová produkce v listopadu přidala 0,6% m/m, říjen však byl revidován směrem dolů z +0,1% na -0,15 m/m, což dobrým listopadovým datům trochu na optimismu ubralo. U zpracovatelského průmyslu došlo k poklesu o 0,1% m/m, předcházející tři měsíce však byly po revizích v průměru 0,5% m/m. Vzhledem k tomu, jak vypadá situace v evropském průmyslu, je tak vývoj na opačné straně Atlantiku vcelku překvapivý.

Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby (bez letadel a vojenské techniky) v posledních čtyřech měsících třikrát poklesly, a to včetně poklesu v listopadu (-0,6% m/m). Ve čtvrtém čtvrtletí jsou tak zatím oproti čtvrtletí třetímu stabilní. Vzhledem k turbulencím, kterými si trhy prošly v prosinci a vzhledem k odstávce ve fungování americké federální vlády (kvůli sporu o financování zdi na mexicko-amerických hranicích) se situace kolem investic firem asi hned tak nezlepší.

Maloobchodní tržby (bez aut a bez paliv) si nadále vedou dobře, ve 4. čtvrtletí přidaly za dva měsíce 1,5%, jejich anualizované tempo růstu v posledních třech měsících se tak dle očekávání vrátilo výrazně nad 5%. Růst mezd zůstává sice z historického hlediska stále relativně pomalý, ale v listopadu růst již druhý měsíc dosáhl na 3,1% r/r, což je nejvyšší hodnota od dubna 2009.

Trh práce je stále velmi dobrý. V listopadu vytvořil 161 tis. soukromých pracovních míst, za poslední tři měsíce pak v soukromém sektoru celkem 529 tis. pracovních míst. Oficiální míra nezaměstnanosti tak v listopadu dosáhla 3,7% (stejně jako v říjnu a v září), což je nejnižší od prosince 1969, její alternativní míra U6 (zahrnující oficiálně nezaměstnané, pracovníky k trhu práce připojené pouze částečně, pracovníky od hledání práce odrazené či pracující nedobrovolně na částečný úvazek) zůstala jen kousek nad 17-letým minimem (7,4%), když dosáhla 7,6%. První žádosti o podporu v nezaměstnanosti pohybující se na úrovni 220 tis./týdně jsou nejnižší nejméně od roku 1970 (což je období, za které máme k dispozici data). Jediným lehce negativním znakem trhu práce tak je fakt, že stále nijak neroste míra participace, která se setrvale drží pod 63% (v říjnu i v listopadu dosáhla shodně 62,9%).

Jádrová PCE inflace v listopadu zvolnila na 1,9%, což je hodnota o 0,1 p.b. vyšší než v říjnu a tudíž druhá nejnižší hodnota od února 2018. Celková inflace klesla nejnižší od ledna 2018, dosáhla 1,8%, a to vlivem nižších cen ropy. Zdá se tedy, že inflace je stabilizovaná, že se na ní ani nejrychlejší růst mezd od finanční krize ani (dle shora popsaných kritérií) nejutaženější trh práce za dlouhou dobu příliš nepodepisuje.

FED na svém zasedání v prosinci opět zvýšil sazby, cílové pásmo pro Fed funds je tak nyní mezi 2,25% a 2,50%. Rizika ekonomického výhledu pak komise FOMC shledala jako vyrovnaná. Oproti hodnocení FOMC po zasedání v listopadu se v prosinci změnilo to, že 1) komise nyní čeká, že bude potřeba ještě „nějaké“ utažení měnové politiky, a to, že 2) bude potřeba monitorovat ekonomický a finanční vývoj (což je evidentně reakce na tržní paniku v prosinci).

ČR

Česká ekonomika nadále roste, ale tempo růstu neurychluje. Centrální banka se staví k dalšímu rychlému utahování měnové politiky velmi rezervovaně.

Finální data (třetí odhad) o růstu HDP zveřejněná nebyla, tato se však obvykle moc neliší od druhého odhadu, pouze k němu přidávají data o míře úspor domácností a míře profitability firem. U prvního z těchto ukazatelů jsme ve 3. čtvrtletí nejspíš zaznamenali další růst, u druhého pak asi další zhoršení v důsledku slabšího průmyslu a pokračujícího silného růstu mezd.

Měsíční data byla smíšená. Jádrové maloobchodní tržby přidaly v říjnu překvapivě silných 1,7 %, což vystřelilo jejich meziroční tempo růstu na 9,4 % (což je nejvyšší tempo růstu od ledna 2018, kdy dosáhl růst 10,4 %). Pohled na měsíční tempa v posledních třech měsících pak ukáže, že to není jenom jednorázová záležitost či efekt základny – průměrné m/m tempo růstu dosáhlo v posledních 3 měsících 0,75%, tj. cca 9% anualizovaně! Tato tempa však těžko v nejbližším roce uvidíme: důvěra domácností se sice v prosinci zvedla (na 6,8 bodu), to je však jen o kousek nad listopadovým 16-měsíčním minimem (4,5 bodu). Růst mezd je sice stále

solidní – ve 3Q18 dosáhl 8,5% r/r – ale je nabíledni, že se zpomalením ekonomiky i tento růst, který je mimochodem hnán primárně veřejným sektorem (jehož růst mezd ve 3Q18 byl dvouciferný), zvolní.

Průmyslová produkce začala 4. čtvrtletí nepřekvapivě slabě. V říjnu vzrostla o 3,3% r/r, což bylo v souladu s tím, co naznačoval index PMI, který v říjnu poklesl nejnižší od prosince 2016. Žádné zlepšení se zde čekat nedá, spíše naopak: index PMI ve zpracovatelském průmyslu se v prosinci poprvé za dva roky dostal pod 50, a to díky výraznému poklesu nových exportních objednávek (nejnižší za 9 ½ roku) a poklesu důvěry (nejnižší za 6 let). Pokles důvěry je vidět i v indexu kompilovaném Českým statistickým úřadem (ČSÚ): důvěra v průmyslu poklesla nejvíce od října 2013.

Spotřebitelská (měnově-politická) inflace v listopadu dle ČSÚ dále zpomalila na 1,9 %, což bylo nejnižší tempo od dubna 2018 a nižší tempo, než které v poslední – listopadové – prognóze očekávala pro tento měsíc prognóza ČNB. Odchylka od prognózy ČNB byla způsobena hlavně nižšími cenami potravin. Ty totiž místo očekávaného růstu ve 4Q18 o 1,6% v říjnu přidaly 0,9% a v listopadu dokonce o 0,1% r/r poklesly. Vzhledem ke klesajícím světovým cenám potravin tak těžko očekávat takový jejich růst v prosinci, aby se prognóza ČNB vyplnila. Poptávková inflace přidala 2,4%, tj. o 0,1 p.b. více než v říjnu, nelze však mluvit o výrazných a širokých poptávkových tlacích. Segment bydlení (nájemné, imputované nájemné, vodné, stočné atd.) se totiž nadále podílí na růstu cen z více než padesáti procent – bez růstu v této oblasti by byly poptávkové i měnově-politická inflace jenom lehce nad procentem.

ČNB na svém zasedání v prosinci ponechala sazby bez změny, i když rozhodnutí nebylo jednoznačné: nový člen BR ČNB Aleš Michl a V. Benda hlasovali pro růst sazeb o 25 b.b. Zápis po zasedání dal tušit, že se ČNB budoucnosti obává více než před půlrokem a že se do dalšího utahení nebude vrhat po hlavě. Rizika listopadové prognózy sice Bankovní rada v textu prosincového prohlášení vyhodnotila jako vyrovnaná, z textu samotného to tak ale vůbec nevypadá: jedinými zmíněnými pro-inflačními faktory jsou (proti prognóze) o procento slabší koruna a o něco vyšší mzdy (přičemž u mezd ČNB navíc dodává, že to je jen zásluha „netržních“ odvětví, tj. vlády); seznam protiinflačních faktorů byl výrazně delší. Nakonec, sám guvernér řekl, že „jsme možná na začátku nějaké nové etapy, kdy to rozhodování o dalších případných krocích utahování měnové politiky bude do jisté míry obtížnější.“ ČNB tak bude určitě opatrnější.

Dluhopisy

Dluhopisovým trhům v Evropě kralovaly události spíše rizikovějšího ražení. Témata jako (neřízený) Brexit, obchodní války, vzestup populismu a zadlužení italské ekonomiky tlačily dolů výnosy jadrových zemí a naopak snižovaly ceny dluhopisů periferních zemí. V USA vývoj cen dluhopisů určovala zejména americká centrální banka, jejíž tempo zvyšování sazeb tlačilo nahoru zejména výnosy nejkratších splatností (dvou leté dluhopisy vzrostly ze 2 až na 3 %) v kombinaci s nutností profinancovat plánovaný masivní fiskální impuls prezidenta Trumpa. Americká desetiletka se pak podívala až nad úroveň 3,2 % v začátku listopadu (z úrovně 2,6 % v lednu). Od té doby se ale směr otočil a výnosy amerických státních obligací zamířily velmi rychle o poznání níže. Důvodem byly opatrnější vyjádření FEDu ohledně dalšího zvyšování sazeb (což bylo do jisté míry i reakcí na silné propady akciových trhů a invertování americké výnosové křivky, což mnozí považují za neklamný znak blížící se recese).

Ceny českých státních dluhopisů prodělaly obdobný vývoj, jako jejich americké protějšky. Růst sazeb centrální banky tlačil výše výnosy na všech splatnostech. České dvouleté výnosy se z 0,6 % dostaly až k úrovni 1,6 %, v případě desetiletých obligací se růst zastavil na úrovni 2,25 %. Na těchto úrovních se nicméně před koncem roku, vzhledem ke konzervativnějším vyjádřením ČNB a rostoucím tržním obavám ze zpomalení hlavních ekonomik, vývoj otočil a výnosy českých státních obligací před koncem roku výrazně klesly (ceny rostly), hnané také relativní atraktivitou ve srovnání se sazbami úrokových swapů či německých státních dluhopisů.

Akcie

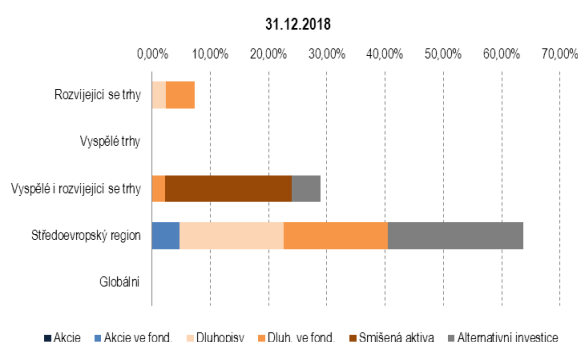
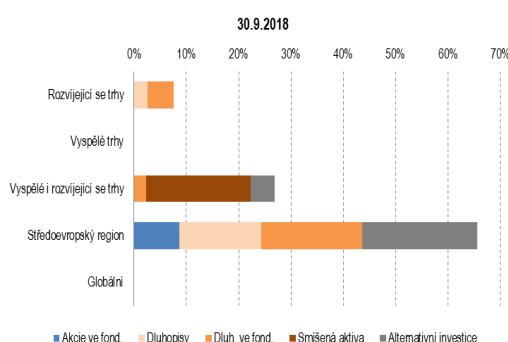
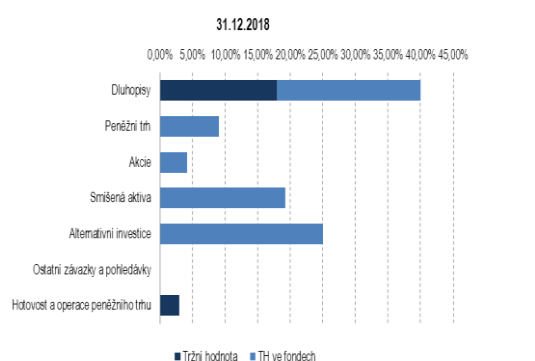
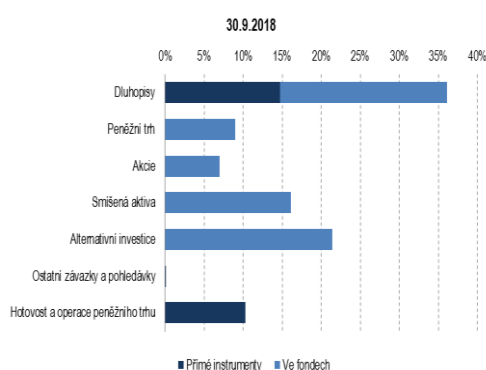
Po solidním třetím kvartálu, který v případě amerických akcií přinesl růst na nová maxima, přišel úderem prvních říjnových dní razantní pokles. Americké akcie zažily nejhorší konec roku od Velké hospodářské krize v roce 1931. Index S&P 500 odepsal jen v prosinci 9,2 %. Globální akciové trhy dle indexu MSCI All Country World oslabily v závěrečném čtvrtletí o 13 %. Za akciovými propady nestálá žádná nová fundamentální informace, spíše se dále zintenzivňovaly dřívější obavy o dynamiku globálního ekonomického růstu v roce 2019 a již relativně drahé ocenění akciových trhů.

Z regionálního pohledu se opět relativně lépe vedlo akciovým trhům rozvíjejících se zemí (MSCI Emerging Markets -7,9 %) oproti akciovým trhům rozvinutých zemí (MSCI World -13,7 %). Za celý rok 2018 globální akciové trhy dle indexu MSCI All Country World ztratily 11,2 %. Evropské trhy, jež se s horší výkonností potýkaly již v průběhu celého roku, padaly o něco méně (index DJ STOXX 600 v prosinci meziměsíčně -5,6 %, za celý rok 2018 -13,2 %; v posledním kvartále -11,9 %).

Středoevropské trhy byly ve vleku globálních propadů. Při nižším významu a menší likviditě nedosáhly, oproti vyspělým trhům, takových ztrát. Problémy se však nevyhnuly ani místním trhům. Investoři do polských akcií (meziročně -8,6 %; 4q18 -2,18 WIG Index), zvláště sektor utilit, až do konce roku nevěděli, zda dojde k zvýšení cenových tarifů elektřiny pro domácnosti. Nadále se také spekulovalo o záchraně problémových bank Alior a Idea. Malé roční ztráty si připsaly také maďarské akcie (meziročně -0,6 %). V závěrečném kvartále ale jako jediný dokázal maďarský trh růst (4q18 +5,29 %). Výraznější ztráty pak, z důvodu propojení s rakouským trhem, respektive akciemi Erste Bank a Vienna Insurance group, připsal český akciový index PX, jenž propadl meziročně o 8,5 % a jen za čtvrtý kvartál odepsal 10,5 %. Nejvýraznější propady však postihly akcie rumunských společností, které za poslední tři měsíce roku 2018 ztratily 12,2 % (jen za prosinec odepsal index BET 14,8 %, meziročně -4,8 %). Důvodem bylo, týden před vánočními svátky, oznámení vlády o rychlé zavedení sektorových daní pro banky, utility, telekomunikační a energetické společnosti. Konkrétní podoba nebyla do konce roku zřejmá, avšak prvotní návrh by například pro banky znamenal snížení čistého zisku až o 40%.

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 pořízování technologicky vyspělých souprav. Tuto pozici jsme následně, vzhledem ke změnám v kapitálové struktuře společnosti (navýšení kapitálu z důvodu nových investic v USA) a schválenému prodloužení splatnosti dluhopisu, před koncem roku prodali.

Druhou novou emisí v portfoliu jsou dluhopisy T-centrum. Tcentrum a.s. jako emitent je sesterská společnost Království železnic a.s. To se již od roku 2008 zabývá provozováním modelového kolejiště železnice a památek České republiky v Praze. Modelové kolejiště je koncipováno jako zábavní i edukační atrakce, kde hlavní cílovou skupinou jsou rodiny s dětmi.

S ohledem na získané zkušenosti a know-how se vlastníci rozhodli expandovat se svým konceptem i do zahraničí. Jako strategické místo pro tuto expanzi byl vybrán vídeňský Prátr, ve kterém bude vybudováno nové modelové kolejiště s názvem "Königreich der Eisenbahnen". Vídeňský Prátr byl vybrán vzhledem k jeho vysoké popularitě, návštěvnosti a dobré dostupnosti. Jedná se o druhé nejnavštěvovanější místo v Rakousku, resp. ve Vídni.

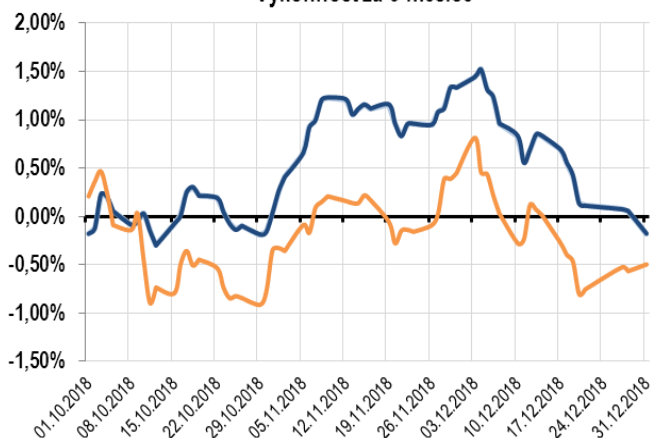
Dluhopisy jsou vydány za účelem financování výstavby nové budovy a související expozice železničního modelu ve vídeňském Prátru. Celkové náklady projektu - cca 11 600 000 EUR z toho vlastní zdroje cca 4 600 000 EUR. Dvoupatrová budova o celkové podlažní ploše cca 3 800 m² na pronajatém pozemku o ploše cca 4 400 m². Pozemek je pronajat na dobu neurčitou s nemožností vypovězení smlouvy ze strany Prátru v délce 10 let.

Projekt předpokládá roční návštěvnost 300.000 zákazníků a to v případě 1. roku provozu. V následujících letech se předpokládá 5% nárůst ročně, přičemž cíl v horizontu 5 let je, dosáhnout stabilní návštěvnosti 365 000 zákazníků ročně. Tyto nárůsty návštěvnosti korelují s plánovaným rozšiřováním výstavních ploch vnitřního modelového kolejiště. Tím, že se svou povahou jedná o celoroční provoz, bylo uvažováno i se sezónností provozu, tj. nejsilnější měsíce jsou na jaře a v létě, nejslabší pak v zimě a na podzim, kdy je většina atrakcí v Prateru mimo provoz.

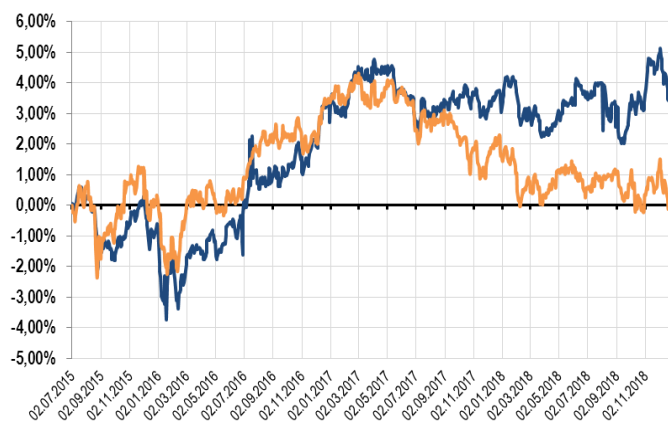
Celkově máme v rámci asset alokace investičních portfolií vůči srovnávacím indexům (benchmarkům) i nadále neutrální váhu v akciích, podvážení v dluhopisech a naopak nadvážení v alternativních investicích a hotovosti.

Portfolio za uplynulý kvartál odepsalo 0,18 %, srovnávací index klesl o 0,50 %. Za rok 2018 byla výkonnost 0,18 %, benchmark naopak odepsal 1,4 %. Od počátku spolupráce se výkonnost pohybuje na úrovni 3,1 %, benchmark od července 2015 přidal 0,19 %.

Výkonnost za 3 měsíce



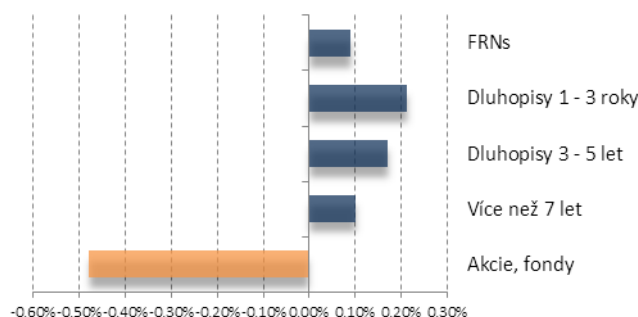
Výkonnost od počátku spolupráce



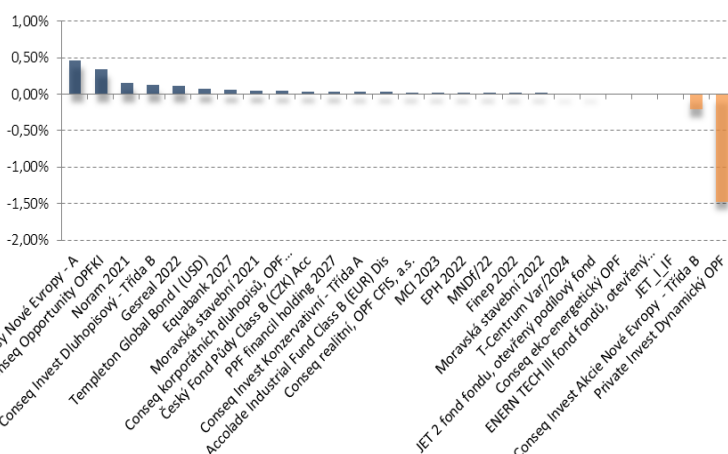
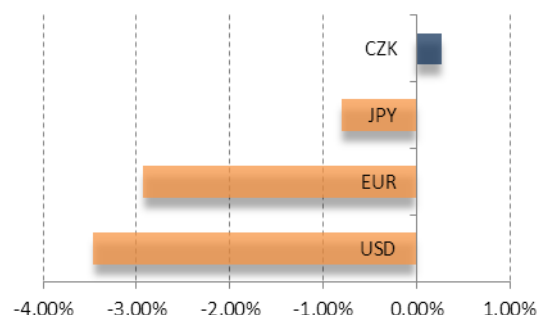
KONTRIBUCE JEDNOTLIVÝCH POZIC

V uplynulém čtvrtletí

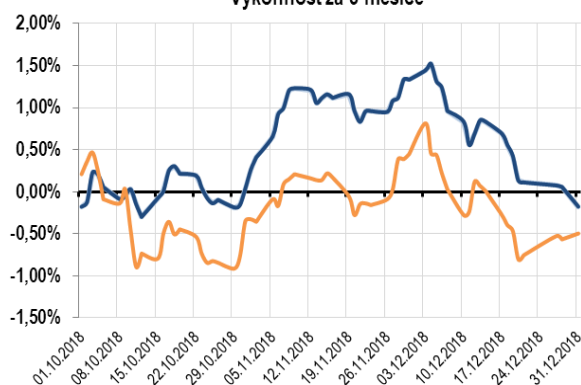
Kontribuce portfolio dle tříd aktiv



Kontribuce fondu **Private Invest Dynamického** dle měn



Výkonnost za 3 měsíce



Portfolio v uplynulém čtvrtletí ztratilo 0,18 %, srovnávací index odepsal ještě o něco více (-0,5 %). Na výsledku se největší měrou podílel vývoj fondu Conseq Private Invest Dynamického (-7,7 % mezikvartálně) a fondu Conseq Invest Akcie Nové Evropy a to v důsledku silných propadů akciových trhů v závěru prosince.

Fond dluhopisů nové Evropy zakončil turbulentní rok 2018 mírně zápornou prosincovou výkonností. Z celkového pohledu ale dokázal zejména v druhé polovině roku významně korigovat předchozí ztráty. Největší roli sehrálo uklidnění situace v případě tureckých aktiv. Závěr roku byl ve znamení vysoké volatility a silných propadů zejména akciových trhů. To zvyšovalo rizikovou averzi, snižovalo ochotu investorů k nákupu rizikových instrumentů a částečně se tak negativně promítlo i do cen dluhopisů rozvíjejících se trhů. Ceny tureckých dluhopisů ale tento vývoj přechyly nadměrně stabilně (index tureckých státních dluhopisů rostl čtvrtý měsíc v řadě) a fond tak od září přidal 11,80 %. Tomu v říjnu a listopadu výrazně pomohla i posilující turecká lira.

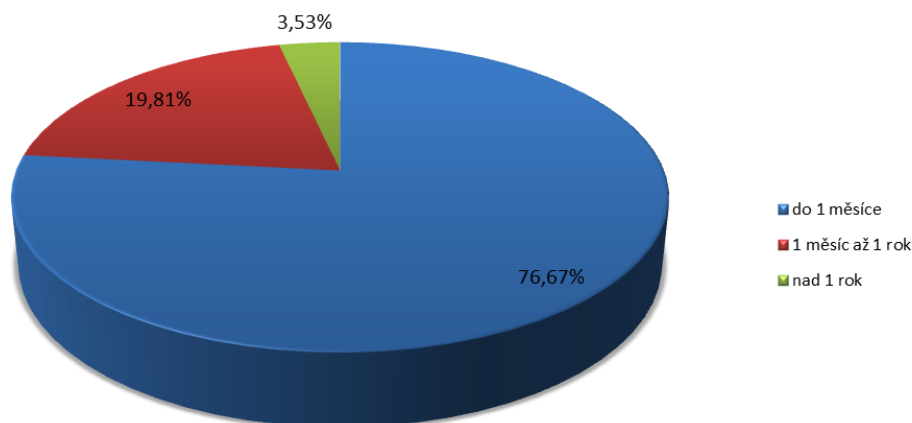
Z držných pozic se nejlépe vedlo **fondu Conseq Opportunity**. Hlavní událostí, stojící za téměř 6% kvartálním zhodnocením, bylo uklidnění situace v případě Turecka. Obrat k lepšímu, který turecká aktiva započala v září, během kvartálu dále akceleroval. Výrazné zisky, které však i přesto zatím představovaly jen částečnou korekci rozsáhlých ztrát z předcházejících měsíců letošního roku, si připsal jak měnový kurz TRY, tak ceny vládních dluhopisů. Jednoznačně nejdůležitější zprávou bylo propuštění přes dva roky zadržovaného amerického pastora A. Brunsona tureckými soudy, které bylo nutnou podmínkou k urovnávání pošramoceného vztahu

mezi Tureckem a Spojenými státy. USA v následné reakci zrušilo nedávno přijaté sankce a mezinárodní investoři tuto skutečnost přijali výrazně pozitivně. Na makroekonomické scéně příznivě zapůsobilo skokové zlepšení výsledku běžného účtu platební bilance, který se od srpna vyšvihl z chronického deficitu citelně do černých čísel v důsledku propadu importní dynamiky. Proti tomu ale negativně překvapila zářijová inflace na všech úrovních, do které se naplno promítlo předešlé oslabení měnového kurzu. Desinflace se ale v dalších měsících začala materializovat, což dále „zlepšovalo“ celkový obraz Turecké ekonomiky. Ekonomické ochlazení a razantní utažení měnové politiky centrální bankou by však měly vést k postupnému další tlumení inflační dynamiky, investoři se proto začali dívat dále za aktuální čísla. Výsledkem zmíněného vývoje byl pokles požadovaných výnosů tureckých dluhopisů až o cca 500-600 bps (primárně obligací kratších splatností) – výnosová křivka se na konci roku nacházela na úrovni 19-16 %. Měnový kurz TRY za kvartál vůči koši měn (EUR, USD) posílil o silných 13,7 %; měřeno od počátku roku 2018 však byl i tak stále o cca 40 % slabší.

Dynamická složka – Private Invest Dynamický

Na konci listopadu jsme se rozhodli dále podvázat předražené americké akcie a prostředky investovat do asijského regionu (zejména Japonska). To nabízí větší potenciál v dividendové politice firem a ekonomika může těžit ze stále uvolněné měnové politiky. V prosinci se japonské akcie ovšem bohužel propadly, skoro zrovna tak, jako ty americké. Doposud jsme tedy z této investiční akce mnoho nevytěžili. Zda to bylo správné rozhodnutí se, ale nedá soudit na základě vývoje v jednom měsíci. Výše zmíněné propady akciových trhů se podepsaly i na výkonnosti dynamické složky. **Conseq Private Dynamický ztratil za uplynulé čtvrtletí 7,72 %. Za rok 2018 pak 8,4 %** (přičemž téměř 6 % ztratil až v prosinci).

LIKVIDITA PORTFOLIA



OČEKÁVANÝ VÝVOJ

Dluhopisový trh ČR

Riziková prémie vůči německým dluhopisům zůstala na desetileté splatnosti v průměru kolem 170 b.b., tj. bez změny proti situaci v minulých měsících. V dalších čtvrtletích čekáme její snížení k úrovni 100-150 b.b. To by mělo probíhat jak zdola (tj., růstem německých výnosů), tak shora. U německých výnosů vzhledem k tomu, že čekáme, že ekonomika EMU už dále zpomalovat nebude a že jsou výrazně nízko, nečekáme další pokles. Naopak, pokud ECB postupem času začne připravovat investory na to, že přece jen sazby zvedne, mělo by dojít k nárůstu německých desetiletých výnosů nad 0,5% v nejbližším roce. U českých výnosů je vzhledem k tomu, že ČNB v posledních týdnech minulého roku zmírnila potřebu dalšího

rapidního utahování měnové politiky (a to nejenom ve své poslední, listopadové prognóze, která žádný růst sazeb pro rok 2019 nečeká, ale také verbálně, v zápisu po prosincovém zasedání), reálný pokles výnosů jak středně-, tak dlouhodobých dluhopisů. Zpomalování, které vidíme v Německu, se musí projevit v ČR a mělo by vést k nižším požadovaným výnosům (vyšším cenám obligací).

Jako po celý minulý rok, však 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 listopadu drželi nerezidenti 36 % všech a 40 % korunových dluhopisů, což jsou stále velmi vysoké podíly. 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.

Dluhopisový trh Polsko

Růst obav o globální růst v roce 2019 stlačil koncem minulého roku polskou rizikovou prémii vůči Německu až na 260 b.b. Výnosy v Německu totiž už byly tak nízko, že jejich další citelný pokles nenastal ani důsledkem nezanedbatelné pravděpodobnosti německé stagnace/recese, naopak, polské výnosy s premií vůči německým bundům 280 - 290 bodů měly v očích investorů prostor k poklesu. V letošním roce by měla tato premie zůstat zhruba stabilní – růst úrokových sazeb ze strany Polské centrální banky nebude pravděpodobně ani letos na pořadu dne a inflace bude k cíli centrální banky směřovat jen pozvolna. Na druhou stranu námi očekávaný postupný vzestup výnosů německých dluhopisů může polské dlouhodobé výnosy postupem času tlačit vzhůru.

Dluhopisový trh Turecko

Vývoj tureckých finančních aktiv – vládních dluhopisů a měnového kurzu TRY – se v letošním roce bude odvíjet od několika faktorů. Na domácí scéně půjde zejména o naplňování akčního programu vlády v hospodářské politice (zaměřeného primárně na boj s inflací, přísnou fiskální politiku či podporu bankovnímu sektoru), zaměřeného na rebalancování turecké ekonomiky a také o to, zda centrální banka odolá politickému tlaku a bude držet dostatečně utaženou též politiku měnovou. V současnosti jsou její klíčové úrokové sazby na úrovni 24%, inflace však zůstává zvýšená (nad 20%) a bude klesat postupně. Naplňování kredibilní hospodářské a měnové politiky by mělo vést k dalšímu otvírání pozic stále citelně podvážených zahraničních investorů a příznivému cenovému vývoji tureckých aktiv. Důležité ale budou také externí faktory, zejména vývoj globální rizikové averze v souvislosti s vyhlídkami ekonomického růstu, měnové politiky Fedu či eskalace/uklidnění obchodních válek mezi USA a Čínou. V úhrnu zůstáváme poměrně optimističtí a věříme, že turecká aktiva během letošního roku dosáhnou atraktivního zhodnocení.

Měny

Vzhledem k tomu, že vývoj kurzu odpovídá našim dřívějším představám a že se nedomníváme, že by Eurozóna jako celek měla spadnout do recese (tj., že nečekáme dramatický obrat 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 1,15. Pro výrazně vyšší úrovně (=pro slabší dolar kolem 1,20) nenacházíme v současných ani v očekávaných diferenciálních měnových politik na opačných stranách Atlantiku (což je primární faktor kurzu v posledním desetiletí) žádné odůvodnění. FED sice možná bude v dalších čtvrtletích postupovat pomaleji v utahování měnové politiky, než tomu bylo doposud, ale to kurzu příliš nevede, protože ECB se k utažení politiky hned tak nedostane. Ztráta dynamiky růstu Eurozóny a persistentně nižší než očekávaná inflace naopak zvyšují pravděpodobnost, že sazby ECB zůstanou neměnné i v roce 2019. Proto, pokud k nějakému pohybu od hranice 1,15 v dalších měsících dojde, čekali bychom, že bude směrem k silnějšímu dolaru.

Vývoj v posledních měsících potvrdil, 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. Jejím výraznějším 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 setrvale a po většinu letošního roku znatelně 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 hned tak zvyšovat sazby, což limituje prostor pro jeho výraznější posílení, ale úrokový diferenciál a solidní makroekonomický obrázek by měly trhy přesvědčit, že hodnoty 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 kolem 320 jsou podobně jako u polského zlotého fundamentálně neodůvodnitelně slabé a vzhledem k tomu, že maďarská centrální banka se znatelně posunula jestřábím směrem, čekáme jejich korekci směrem k hranici 310 v řádu několika měsíců.

Akciový trh

Závěrem roku 2018 akciové trhy reflektovaly některé rizika, o nichž se již několik měsíců spekovalo, jako například zpomalení globálního ekonomického růstu, obchodní války nebo blížící se BREXIT. Ceny akcií v některých regionech se tak po těchto propadech dostaly na atraktivnější úroveň. Hodnotové ukazatele **amerických společností** se nyní pohybují blízko, avšak stále mírně nad, dlouhodobých úrovní. **Výrazný prostor pro zhodnocení** tak u nich v blízké době, vzhledem k pozvolnému růstu krátkodobých úrokových sazeb, ekonomickému zpomalení a nejistotě ohledně obchodních válek, **nevidíme. Hodnotové ukazatele akcií evropských společností** se obchodují mírně **pod svými dlouhodobými průměry**. Akcie by zároveň mohly reflektovat slabé euro 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.

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 k rostoucím úrokovým sazbám a silnému spotřebiteli, pozitivní na akcie finanční tituly Erste Bank a Vienna Insurance Group. Pozitivní jsme i na relativně novém akciovém titulu 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 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 Ljubljanska Banka, síť čerpacích stanic Petrol a přístavu Luka Koper.

Jan Schiller
Portfolio Manager