

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

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA 2. ČTVRTLETÍ 2019

VÝVOJ NA TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIA A KONTRIBUČNÍ ANALÝZA	5
LIKVIDITA PORTFOLIA	9
OČEKÁVANÝ VÝVOJ	9

Hodnota aktiv k 30. červnu 2019

Tržní hodnota aktiv ke dni valuce	156 457 700 Kč
Hodnota aktiv přijatých k obhospodařování (od počátku spolupráce)	146 444 391 Kč
Průměrný objem aktiv přijatých k obhospodařování (od počátku spolupráce)	129 699 262 Kč
Rozdíl k aktuálnímu ohodnocení	10 013 309 Kč

Dosažené zhodnocení (za uplynulé čtvrtletí 31.3. 2019 - 30. 6. 2019) - objemově váženo

Portfolio	1,58 %
Benchmark	1,35 %

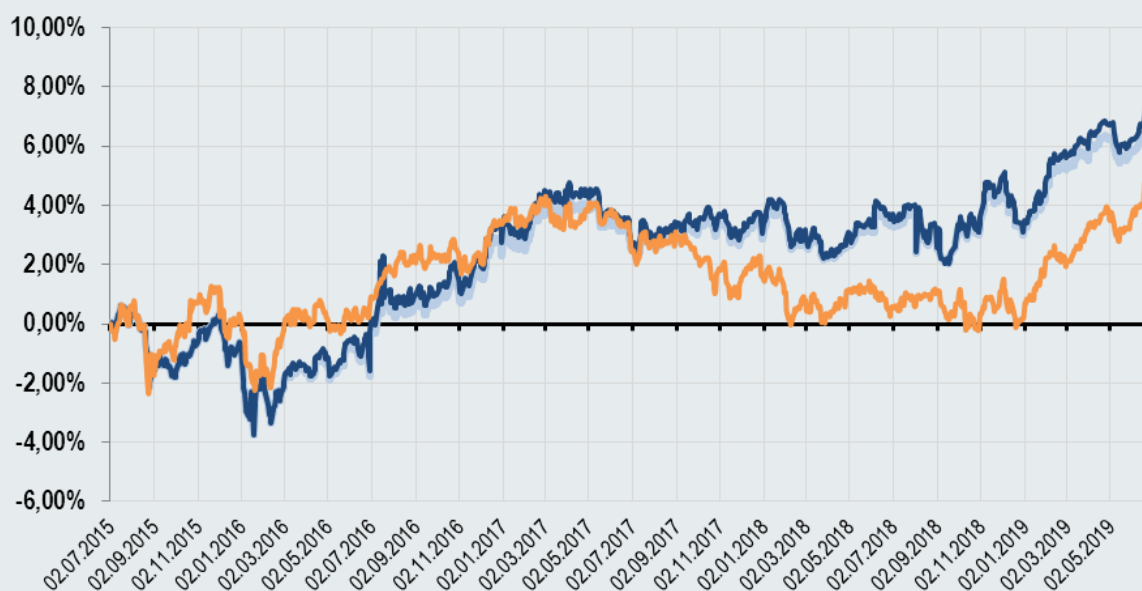
Dosažené zhodnocení (od počátku investiční periody 01. 01. 2019 - 30. 6. 2019) - objemově váženo

Portfolio	4,04 %
Benchmark	4,36 %

Dosažené zhodnocení (od počátku spolupráce 02. 07. 2015 - 30. 6. 2019) - objemově váženo

Portfolio	7,72 % (1,88 % p.a.)
Benchmark	4,56 % (1,12 % p.a.)

Výkonnost od počátku spolupráce



VÝVOJ NA TRZÍCH

Vývoj na globálních dluhopisových trzích

Ačkoliv struktura růstu největší ekonomiky Eurozóny v prvním čtvrtletí dává naději, že i druhé (a možné třetí) čtvrtletí budou podobné, předstihové indikátory v Německu i v celé EMU nadále ukazují na růst o 0,1-0,2% q/q. Což ECB tep jistě nezvedá.

Jedinou novinkou tak byla data za Německo. Růst tam dosáhl překvapivě silných 0,4% q/q, ještě překvapivější než tento výsledek byla vzhledem k měsíčním datům z německé ekonomiky pak jeho struktura. Největším pozitivním přispěvatelem totiž byla poptávka domácností, která mezičtvrtletnímu růstu přidala 0,6 p.b., což bylo vůbec nejvíce od třetího čtvrtletí 2011. Pozitivním přispěvatelem byly i další složky agregátní poptávky: fixní investice přispěly 0,3 p.b., čistý vývoz 0,2 p.b. Jinými slovy, jediným negativním faktorem růstu byly zásoby, které, podobně jako ve 4. čtvrtletí 2018 i prvním čtvrtletí letošního roku růstu ubraly 0,3 p.b. Vysvětlením může být to, že růst agregátní poptávky prostě překonal negativně nastavená očekávání, která ovlivnila skutečnou produkci, a rozdíl mezi skutečnou a poptávanou produkcí musel být uspokojen za zásob. Pokud tomu tak skutečně bylo, pak by nás v nadcházejících čtvrtletích čekal opačný efekt, tj. dorovnání zásob, s pozitivním efektem na růst HDP.

Při pohledu na předstihové indikátory však zůstává otázkou, zda tomu tak i bude. Květnový index nákupních manažerů (PMI) v německém průmyslu dále mírně poklesl (na 44,3 bodu), a dostal se tak nejnižší od léta 2012. Sektor služeb sice setrval v růstu, ale pokles na čtyřměsíční minimum také není zrovna neoptimističtější zprávou. Průměrná hodnota kompozitního PMI tak dosáhla 52,4 bodu, což ukazuje na růst HDP zhruba polovičním tempem oproti tempu z prvního čtvrtletí. Na takové tempo ukazuje i IFO: díky kolapsu (na nejnižší hodnotu od srpna 2016) u subindexu hodnocení stávající situace dosáhl celkový index 97,9 bodu, což je historicky konzistentní s růstem o 0,1-0,2% q/q.

Ani v Eurozóně jako celku není situace lepší. Celkový index PMI se oproti dubnu (51,5) v květnu prakticky nezměnil (51,6), výhled do dalších měsíců je však vcelku pesimistický. Zaprvé, růst nových objednávek v dominantním sektoru služeb byl, s výjimkou přelomu let 2018 a 2019, nejslabším od roku 2014. Zadruhé, očekávání ohledně nejbližších 12 měsíců jsou nejslabší od října 2014. Pesimismus a slabý růst objednávek způsobily, že najímání nových pracovníků bylo nejslabší od podzimu 2016. Ve zpracovatelském průmyslu se subindex najímání propadl poprvé od srpna 2014.

Celková inflace v květnu zatím zveřejněna nebyla, u tří ze čtyř velkých ekonomik však došlo k podstřelení očekávání. Německá inflace dosáhla místo očekávaných 1,4 % jen 1,3 %, španělská místo 1,1 % jen 0,9 % a francouzská místo 1,2 % jen 1,1 % (italská inflace byla ve shodě s očekáváním na úrovni 0,9 %). Ačkoliv zatím nemáme data o jádrové inflaci v květnu, je evidentní, že s pravděpodobností hraničící s jistotou zůstala kolem jednoho procenta.

ECB na červnovém zasedání však s ním nespokojenost, alespoň tlumenou, vyjádřila. V nastavení měnové politiky však změny neprovedla, pouze prodloužila „forward guidance“, tedy konkrétně délku období, během kterého určitě nepřistoupí ke zvýšení úrokových sazeb.

USA

Data z US z druhého čtvrtletí jsou slabá, inflace zůstává pod cílem. FED tak zůstává v holubičí náladě.

Americká ekonomika vzrostla dle 2. odhadu v prvním čtvrtletí letošního roku tempem o 0,1 p.b. pomalejším než dle odhadu prvního, tj. o 3,1% (q/q, anualizovaně). Nejvýraznějším přispěvatelem k růstu nebyla jako obvykle poptávka domácností, která přidala „jen“ 0,9 p.b., ale čistý export, který přidal 1 p.b. Fixní investice po druhé revizi přidaly růstu o něco méně (0,8 p.b.) než v odhadu prvního (0,9 p.b.). Růst tak nadále zůstává na úrovni, kde jej „chce vidět“ americký prezident.

Data zveřejněná v průběhu kvartálu však byla slabá. Pokračovalo slábnutí průmyslové produkce – v dubnu produkce poklesla o 0,5 % m/m, v posledních třech měsících se tak kumulativně snížila o 0,8 %. Ve zpracovatelské části průmyslu byla situace ještě o něco horší, dubnový pokles byl 0,5 % m/m a pokles v posledních třech měsících dohromady o více než procento. Americký průmysl tak „konečně“ vykazuje slabost jako v Eurozóně.

Maloobchodní tržby bez aut a paliv v dubnu poklesly o 0,2 % m/m, v posledních 3 měsících tak jenom stagnovaly. A to i navzdory tomu, že trh práce je stále velmi dobrý. Po silném prvním čtvrtletí, kdy vytvořil 522 tis. soukromých pracovních míst (a to i se slabým únorem, ve kterém to bylo pouze 46 tis.), pokračoval podobný vývoj i v dubnu, kdy v soukromém sektoru vzniklo 236 tis. míst. Oficiální míra nezaměstnanosti v dubnu dále poklesla, dostala se na 3,6 %, to však jenom v důsledku dalšího poklesu míry participace z březnových 63 % na dubnových 62,8 %. První žádosti o podporu v nezaměstnanosti pohybující se nadále na úrovni 210 tis./týdně jsou nejnižší nejméně od roku 1970 (což je období, za které máme k dispozici data). Dobrý vývoj trhu práce se projevuje ve mzdách, nominální mzda vzrostla v dubnu o 3,2 %.

Jádrová PCE inflace se v dubnu 2019 mírně zvýšila a dosáhla 1,6 %, tj. jen 0,1 p.b. vyšší hodnoty než bylo lokální dno v březnu (1,5 % v březnu byla rovněž nejnižší hodnota od listopadu 2017). Celková inflace zůstala na 1,5 %, stejně jako v březnu. Ačkoliv v dubnu jádrová inflace na m/m bázi zaznamenala růst o 0,25 %, v posledních třech měsících bylo její anualizované tempo jen zhruba 1,2 %, tj. výrazně pod dvouprocentním cílem Fedu.

FED proto na svém zasedání na přelomu dubna a května 2019 ponechal sazby bez změny. V zápiscích ze zasedání, zveřejněných ve třetí dekádě května, bylo evidentní, že do dalšího růstu sazeb se jen tak nepohrne; objevil se dokonce větší počet členů FOMC, kteří vyjádřili obavy, že rizika směrem dolů pro inflaci vzrostla. Zaznělo též to, že i kdyby se globální ekonomické a finanční podmínky zlepšily, na místě by byla ve stávajícím prostředí (dle členů FOMC) mírného hospodářského růstu a nízkých inflačních tlaků opatrnost.

ČR

Český růst dosáhl v prvním čtvrtletí lehce překvapivého tempa 0,6 % q/q, což v meziročním vyjádření znamenalo růst o 2,6 %, tj. tempo shodné s tím, které jsme viděli ve 4Q18. Růst tak sice podesáté v řadě dosáhl či přesáhl mezičtvrtletní dynamiky +0,5 %, i tak je však evidentní (od počátku utahování měnové politiky přetrvávající) zaostávání růstu české ekonomiky za zbytkem regionu. Zbylé země regionu rostly tempem procento (Slovensko) či procento a půl (Polsko, Maďarsko).

Ve struktuře růstu dominovala poptávka domácností, která mezičtvrtletně zrychlila o 1,6 % - růst byl vzhledem k silným datům o maloobchodě vcelku očekávatelný, ale 1,6 % bylo skutečně překvapivé tempo. Fixní investice poklesly ve srovnání se 4. čtvrtletím 2018 o 2 %, a to dílem kvůli poklesu investic do dopravní techniky a strojů a dílem kvůli nižším investicím do budov. Vývoz klesl o procento (jako důsledek poklesu exportu zboží o 1,7 %), dovozy poklesly o 0,6% - čistý export tak byl negativním faktorem růstu. Což se nedá říct o vládě, jejíž poptávka přidala silných 1,6 % q/q (3,4 % r/r). Fiskálně expansivní politika vlády tak je vidět i v číslech o růstu ekonomiky.

Předstihové indikátory v průmyslu moc optimistické nejsou. Index nákupních manažerů PMI je nejnižší od prosince 2012 (46,6 bodu), poklesla jak aktuální produkce, tak nové zakázky, zejména ty ze zahraničí. Podobný obrázek namaloval i průzkum Českého statistického úřadu, dle něhož je nyní důvěra v průmyslu nejnižší za 6 let. Konečně tak mezi těmito dvěma indikátory nálady průmyslníků panuje shoda. Důvěra domácností je nadále solidní a nad historickým průměrem.

Spotřebitelská (měnově-politická) inflace v dubnu poklesla. Celková inflace se vrátila na 2,8 %, měnově-politická ze 3 % v březnu na 2,6 % v dubnu. Důvodem zpomalení růstu cenové hladiny bylo zpomalení růstu cen alkoholu a jídla a o něco pomalejší poptávková inflace. Co se týče struktury, nic nového: polovina inflace (1,4 p.b.) je stále důsledkem sektoru bydlení, dalších 0,4 p.b. je v důsledku cen jídla a alkoholu.

ČNB na svém na svém zasedání 2. května zvýšila úrokové sazby, klíčová repo sazba se tak dostala na 2%. Důvodem byla dle ČNB vyšší inflace, a to bez ohledu na její strukturu, a neposilující koruna. V nové prognóze ČNB jako obvykle očekává, že koruna začne vlivem širokého úrokového diferenciálu přece jenom posilovat a že touto dobou za rok bude koruna proti euru pod hranicí 25 korun (přesněji, na 24,70). Prozatím se tak, nutno dodat, neděje.

Červnové zasedání pak přineslo stabilitu sazeb a bankovní rada si ponechala otevřené cesty k další reakci (ovšem oběma směry).

Akcie

Zatímco začátek kvartálu přinesl akciovým trhům solidní zhodnocení v důsledku lepších makrodat a hospodářských výsledků společností v USA (pro evropské trhy to platilo v menší míře), byl následně květen ve znamení silných propadů. Negativní obrázek se na globálních finančních trzích vykreslil zejména v důsledku narůstajícího obchodního napětí mezi USA a Čínou. Twitterová zahraniční politika prezidenta Trumpa odhalila zvýšení cel na čínské zboží, což vyústilo v odvetná opatření ze strany Číny. Nová cla by měla dosáhnout 5 až 25 % a zasáhnout až 5000 amerických produktů. Akciové trhy po celém světě na to reagovaly patřičně negativně, nadále si však drtivá většina akciových indexů od začátku roku zachovala výrazná zhodnocení. To platilo i pro evropské akciové trhy, přičemž proběhlé volby do Evropského parlamentu nehrály výraznější roli. Červnový vývoj pak dal květnovým propadům rychle zapomenout a většina akciových trhů se vrátila na výchozí úroveň. Důvodem byla výrazná změna rétoriky na straně centrálních bank v USA a Evropě. Na obou stranách Atlantiku se totiž strhnul doslova holubičí uragán. A nemalou roli hraje vměšování se vlád. Trhy, které ještě před pár měsíci čekaly další utažení, nyní u FED-u vyhlíží do konce roku snížení sazeb s pravděpodobností 100%, s pravděpodobností 40 % pak dokonce snížení trojí.

Centrální bankéři jim nedávají důvod pochybovat. Po posledním zasedání řekl prezident FOMC Powell, že na červencovém zasedání nemůže vyloučit ani snížení o půl procenta a že to bude „velmi záviset na přicházejících datech a vývoji rizik“. Snížení sazeb o půl procenta je přitom krok značně neobvyklý, skoro panický – naposledy k němu došlo po krachu Lehman Brothers. Korunu této bizarní otočky dodává bizarní zdůvodnění – důvodem je prý obava, že „přetrvávající nízká inflace může i ve zdravé ekonomice zpustit pokles inflační očekávání, který se zastavuje těžko“. FED tak nejspíš zapomněl, že v době, kdy začal v tomto cyklu s utahováním politiky (tj., v prosinci 2015), byla jádrová (PCE) inflace, ve které má stanovený cíl, na úrovni 1,3 %, tj. hluboko pod cílem. A nejspíš zapomněl i na to, že během doby utahování (prosinec 2015–prosinec 2018) byla jádrová inflace na dvouprocentním cíli jen tři měsíce, zato pod 1,7 % více než polovinu času... Z inflačního hlediska bylo celou dobu těžko hledat důvody, proč sazby zvyšovat, přesto se tak dělo. V Evropě je otočka také rychlá a i když mnohým lépe makroekonomicky odůvodněná, jedná se zde o korekci minulého rozhodnutí učiněného pod politickým tlakem.

Akciové trhy tak nakonec ve druhém kvartále navázaly na vývoj v kvartále prvním a připsaly silná zhodnocení (DAX +7,6 %, S&P +3,5 %, MSCI World +2,8 %). Rozvíjející se trhy v důsledku rizika eskalace obchodních válek spíše vyčkávaly (MSCI EM -0,3 %). Středoevropský region měl také horší finiš a květnový propad většinou neodmazal (PX Index -3 %, maďarský BUX -3,4 %, polský WIG20 +0,7 %).

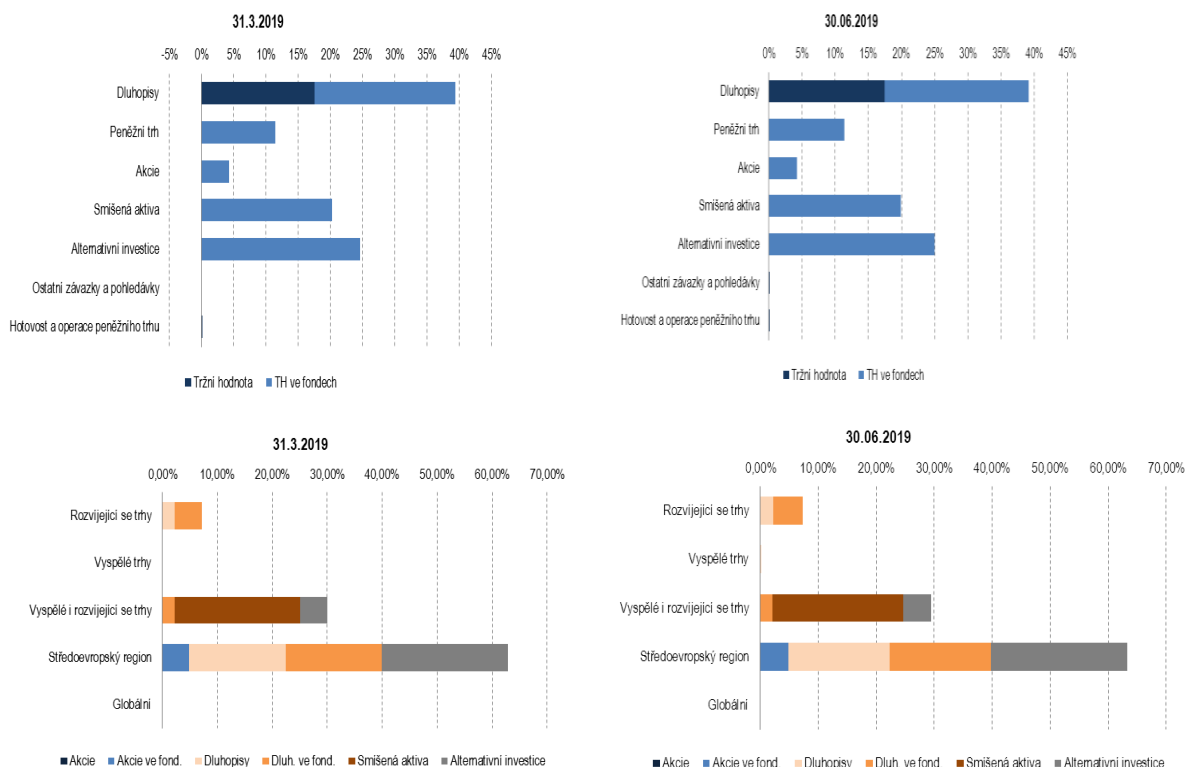
Dluhopisy

Dluhopisové trhy načaly kvartál velmi zlehka. Vývoj v dubnu byl jak v USA, EMU i v ČR vesměs nezajímavý, bez větších pohybů. Květen se pak na trhu amerických Treasuries nesl ve znamení citelného poklesu výnosů (růstu cen vládních dluhopisů). Desetileté výnosy vlivem úprku ke kvalitě, který byl způsoben vyšším rizikem obchodní války mezi Čínou a USA, a na pozadí tržní revize výhledu sazeb FEDu směrem dolů během celého května klesaly. V Eurozóně byl vývoj stejný, jen revize výhledu měnové politiky zde nehrála takovou roli jako v USA. Německé výnosy zůstaly záporné po celé délce křivky až do splatnosti deseti let včetně. Vývoj na trhu českých státních dluhopisů byl v květnu naprosto v souladu a pod dominantním vlivem zahraničního vývoje. Výnosy dlouhých dluhopisů poklesly, a to až na 1,7%, což byly hodnoty neviděné od konce roku 2017. Došlo také k poklesu spreadu k německým dluhopisům, a to zhruba o 15 b.b. po umírněné valné většině měsíce došlo k citelnému růstu cen po výrazně přeupsané primární aukci nových dluhopisů Ministerstva financí, po kterém zahraniční i domácí investoři přispěchali s neuspokojenou poptávkou na sekundární trh, v očekávání, že i česká ekonomika uvidí posléze pokles úrokových sazeb pod tlakem případného ekonomického ochlazení. Závěr kvartálu pak přinesl pokračování poklesu výnosů v Evropě, kdy se německá desetiletka zanořila na rekordních -0,33 % a české státní dluhopisy pokračovaly neohroženě

dále až pod 1,6 % v případě desetileté splatnosti. Prim hrály obavy z výrazného ochlazení ekonomické aktivity, opětovného uvolnění měnové politiky v Evropě a díky tomu i vyčkávací ČNB. Trh pro zbytek letošního roku nepočítá s dalším zvýšením domácích úrokových sazeb a české státní dluhopisy jsou tak aktuálně taženy na vyšší cenové úrovně vysokou atraktivitou pro zahraniční investory.

STRUKTURA PORTFOLIA A KONTRIBUČNÍ ANALÝZA

ALOKACE AKTIV



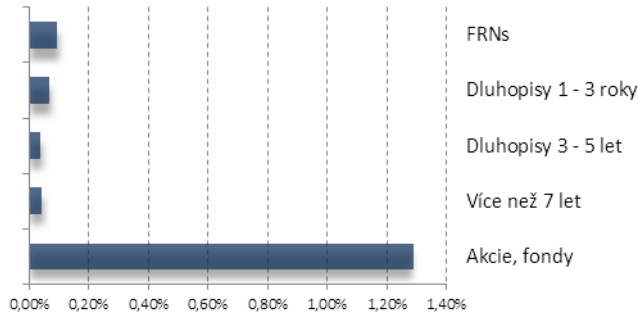
V průběhu kvartálu jsme strukturu fondu neměnili. Poslední změnou tak zůstalo zařazení **fondu Conseq depozitní Plus** v průběhu prvního čtvrtletí. Vzhledem k tomu, že se situace na peněžním trhu poskytuje solidní výnosový polštář, budeme ho využívat pro přechodné uchování a alespoň částečné zhodnocení volné hotovosti. Fond investuje převážně do REPO operací ČNB a je tedy prakticky bezrizikový.

Portfolio za uplynulý kvartál připsalo zhodnocení 1,58 %, srovnávací index 1,35 %. Od počátku spolupráce dosáhla výkonnost úrovně 7,7 %, benchmark od července 2015 přidal mírně přes polovinu této hodnoty (4,5 %).

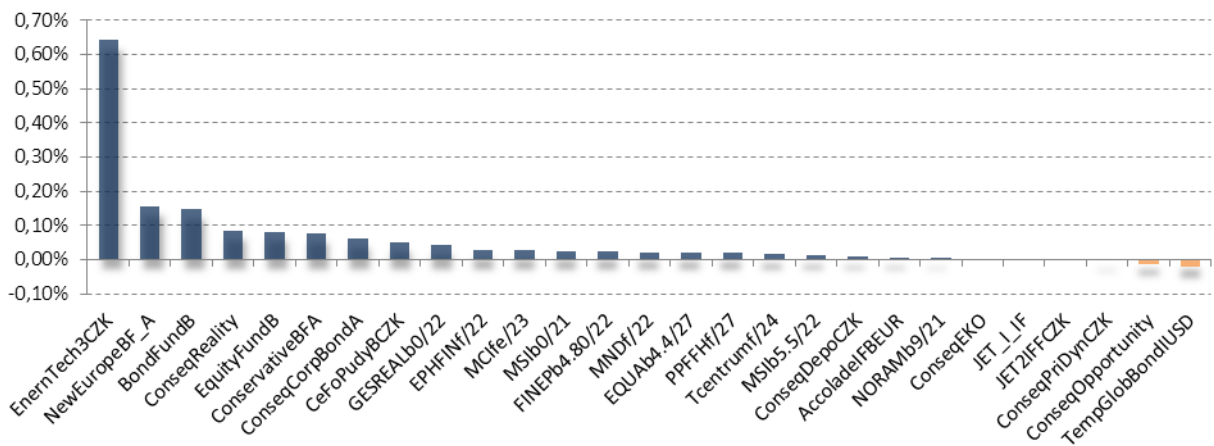
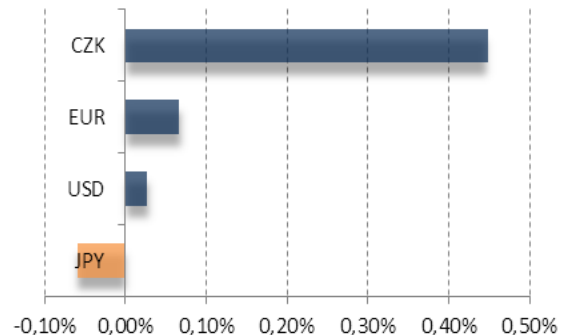
KONTRIBUCE JEDNOTLIVÝCH POZIC

V uplynulém čtvrtletí

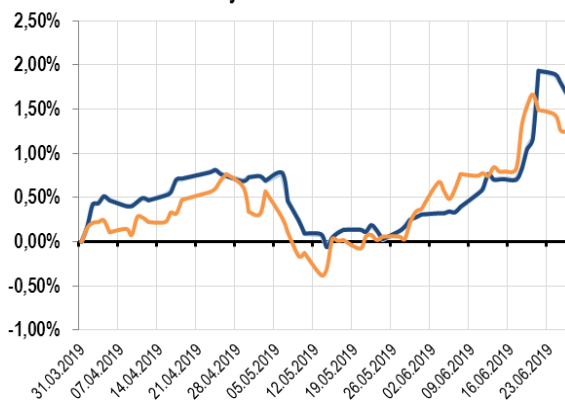
Kontribuce **portfolia** dle tříd aktiv



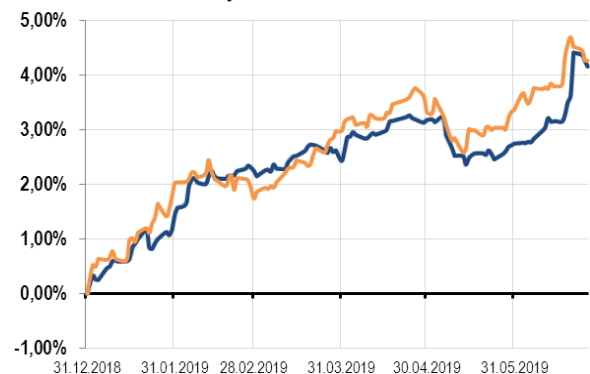
Kontribuce fondu **Private Invest Dynamického** dle měn



Výkonnost za 3 měsíce



Výkonnost za 6 měsíců



Portfolio v uplynulém čtvrtletí přidalo 1,58 %, srovnávací index byl o cca 0,25 p.b. horší. Na výsledku se největší měrou podílel vývoj fondu EnernTechIII, zaměřujícího se investice do začínajících společností z oboru e-commerce. O něco menší kontribucí přispěly dluhopisové fondy Conseq a realitní fond, spolu s akciovým fondem.

Druhý kvartál roku 2019 pokračoval u dluhopisových fondů Conseq v pozitivní výkonnosti. **Conseq Invest dluhopisový a Conseq Invest konzervativní dluhopisový fond** přidaly od začátku dubna 1,6 % (srovnávací index 3,0 %), resp. 0,8 % (srovnávací index 0,4 %). Příčinou

zaostávání CI dluhopisového bylo ponechání nižší durace (úrokové citlivosti). Přes to, že se zvyšováním sazeb ČNB je letos pravděpodobně konec, je důvodem našich obav z možného růstu požadovaných výnosů zhoršení fiskální situace při výraznějším ekonomickém zpomalení. Přestože je riziková prémie českých vládních obligací nad německými dluhopisy aktuálně z historického pohledu poměrně vysoká (185 b.b. v případě desetileté splatnosti), nedomníváme se, že v dohledné době výrazně a setrvale poklesne a z výše zmíněného důvodu jsme obezřetní.

Do portfolia CI dluhopisového fondu jsme v minulém čtvrtletí zařadili několik primárních emisí. Šlo o severskou společnost Infront, která je poskytovatelem tržních dat, analytických nástrojů, zpravodajství a obchodních terminálů pro finanční sektor. Aktuálně je listována na hlavním norském burzovním trhu v Oslu (OSE, tickr INFRNT) s tržní kapitalizací 517 mio NOK. Regionální rozložení tržeb pokrývá Norsko, Švédsko.

Z domácích emitentů se jednalo o komerční cenné papíry stavebního holdingu DEK s velmi krátkými splatnostmi. Tyto instrumenty slouží zejména k profinancování provozního nesouladu splatností krátkodobých závazků a pohledávek z obchodního styku. Holding DEK tvoří skupina firem zabývajících se dodávkami materiálů a služeb pro stavebnictví a výrobou stavebních materiálů. Největší společností holdingu jsou Stavebniny DEK a.s. Dlouhodobě zauímají přední místo mezi dodavateli stavebních materiálů v České republice. Celkový obrat skupiny v roce 2016 dosáhl téměř 11,6 mld. Kč. V současné době zaměstnává více než 1700 zaměstnanců.

Dále korporátní emise ze sektoru IT s pětiletou splatností Nortal. Nortal je estonská IT konzultantská firma, založená v roce 2000. Postupně expandovala v Evropě (Finsko, Srbsko, Švédsko, Německo), v USA a v Asii (Omán, SAE, Katar) na roční výnosy kolem 60 mio EUR. Nyní zaměstnává přes 800 lidí na čtyřech kontinentech. Má tři hlavní segmenty klientů: velké korporace, vládní instituce a zdravotnictví. Nortal nabízí dlouhodobé služby a systémy spojené s e-governmentem, automatizováním výběru daní a poplatků v případě vládních institucí, databázovou optimalizaci, digitální řešení pro výběrová řízení a veřejné zakázky. Mezi zákazníky patří státní daňové úřady, ministerstva a státní společnosti.

V závěru kvartálu jsme pak do portfolia fondu CI dluhopisový zařadili primární emisi severské společnosti Gaming innovation group, která se soustředí na odvětví sázek a loterií, zejména na přechod do on-line prostředí, včetně návrhu technologického řešení, zabezpečení, marketingu a dodání kompletního virtuálního herního produktu. Z finančního sektoru šlo dále o norskou bankovní jedničku, vlastněnou ze 30 % státem, banku DNB. Variabilně úročená emise nabízí atraktivní potenciál při růstu norských úrokových sazeb a posílení norské koruny. Jako poslední přibyla pozice v dluhopisech společnosti CentralNic, poskytovatel a správce webových domén s působností po celém světě. Silnou stránkou je nízká zadluženost a z titulu nemateriální povahy odvětví i velmi atraktivní a silné cash-flow.

Do portfolia CI konzervativního dluhopisového jsme během kvartálu zařadili primární emisi českého státního železničního dopravce České dráhy se sedmiletou splatností. Denominace v euru aktuálně, po zajištění měnového rizika, nabízí výnos cca 1,7 % p.a. Snižovali jsme naopak naši pozici v případě Moravských naftových dolů a průmyslového holdingu Czechoslovak group. Důvodem byly horší finanční výsledky těžební společnosti resp. silný akviziční apetit a zpoždění okolo nových zakázek pro Ministerstvo obrany u Czechoslovak group.

Druhý kvartál přinesl fondu **CI nové Evropy** solidní výsledek 3,7 %. Hlavní roli hrál růst cen tureckých aktiv, která tak k celkovému výsledku přispěla největší měrou (přes 2 a ¼ p.b.). V prvním kvartálu se turecká ekonomika vymanila z recese, inflace pokračovala v sestupu z 20% hodnot a za předpokladu, že nedojde k většímu oslabení kurzu, bude v druhé polovině roku atakovat zhruba poloviční hodnoty. To, v kombinaci s historicky nejnižší měrou zastoupení tureckých aktiv v portfoliích zahraničních investorů, hnalo výnosy tureckých dluhopisů níže (ceny rostly). Pozitivního vývoje jsme v červnu využili a prodali část pozic, nakoupených na vyšších výnosových úrovních (nižších cenách). Aktuální podíl tureckých dluhopisů držíme okolo 23 %. Rizika nicméně zůstávají. Ekonomická aktivita v prvním čtvrtletí byla podpořena volbami

v jeho samotném závěru, kdy vláda nešetřila hojnou podporou zaměstnancům ve veřejném sektoru, a předstihová data ukazují, že ve druhém čtvrtletí dojde opětovně k utlumení turecké ekonomiky. Stejně tak neustoupilo geopolitické riziko hlubšího rozkolu s USA a finální řešení dodávek protiletického systému.

Přes jeden procentní bod ke čtvrtletnímu výsledku přidaly i ukrajinské dluhopisy. Nový prezident, který s podporou přes 70 % hlasů zvítězil ve druhém kole, se chystá na předčasné volby. Ty by měly novému prezidentovi poskytnout relativně silný mandát k prosazování plánovaných reforem (v současnosti nemá jeho strana žádného poslance a v současných průzkumech získává přes 50 % rozhodnutých voličů). Současně probíhají jednání o pokračování spolupráce s Mezinárodním měnovým fondem a představitelé nové prezidentské kanceláře ujišťují o západním směřování jejich země. Před koncem čtvrtletí jsme tak v primární aukci dále navýšili podíl ukrajinských státních dluhopisů nákupem sedmiletého státního papíru denominovaného v EUR. Vzhledem k záměru ukrajinského ministerstva financí již letos eurobondy nevydávat a přetrvávajícímu zájmu zahraničních investorů by tak měly být ceny eurobondů podporovány i ve zbytku roku.

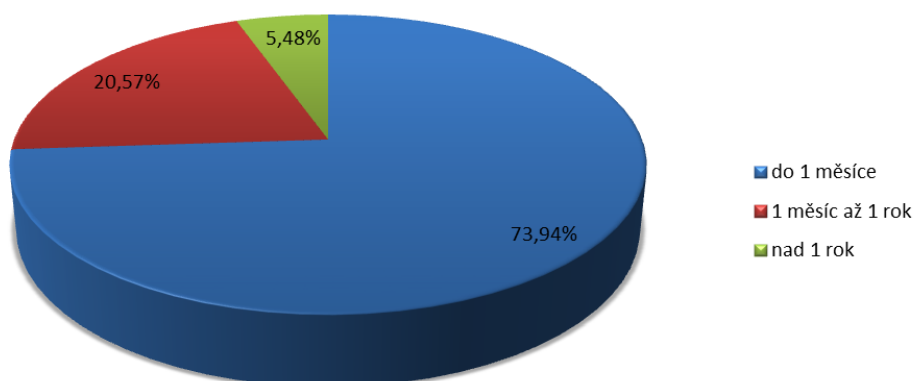
Korporátním dluhopisům se také dařilo. Ústup centrálních bank od jestřábích komentářů a přetrvávající přebytek likvidity táhly jejich ceny nahoru. Eurový index korporátních dluhopisů investičního stupně posílil o cca 2,5 % a eurový index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně (high-yield) o 1,5 %. Fond **Conseq Korporátních dluhopisů** nicméně díky nižší úrokové citlivosti přidal mírnější 1,0 %.

Dynamická složka – Private Invest Dynamický

Druhý kvartál byl pro akciové trhy turbulentním obdobím. Zatímco v dubnu a červnu akcie rostly, v květnu se akciovým trhům citelně nedařilo. V součtu tak mezikvartálně končily jen v mírně zelených číslech. Za květnovým propadem stála eskalace obchodní války mezi USA a Čínou, která dle našeho názoru bude ještě nějakou dobu pokračovat. Celkově máme na akciové trhy neutrální pohled, přičemž pro vývoj následujících měsíců budou stěžejní makroekonomická data, další průběh obchodního sporu nebo postoj centrálních bank v měnové politice. Evropské akcie se obchodují blízko svých dlouhodobých průměrů a k jejich ztraktivnosti by mohl vést růst ziskových marží, který se dá očekávat. V jejich prospěch hovoří také slabé euro a nadále uvolněná monetární politika ECB. Opatrní jsme na americké akcie, které jsou cenově dražší, a obtížně hledáme fundamentální důvody pro jejich další růst. Pozitivní jsme na hospodaření společností z rozvíjejících se trhů, které mohou těžit ze sílícího spotřebitele a konvergence k vyspělým ekonomikám. Investor by měl brát v úvahu rizika, která vidíme především v neočekávaném a výrazném růstu inflace, rychlém zpomalení ekonomiky, či uspěchanější normalizaci měnových politik klíčových centrálních bank. Problémem by mohlo být i vysoké zadlužení periferie eurozóny, další eskalace obchodní války či jiná geopolitická rizika. Ve druhém kvartálu jsme se drželi dříve nastavené alokace. Veškeré změny vah tak měly na svědomí tržní příčiny. Conseq Private Dynamický za toto období připsal 0,23 %.

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

LIKVIDITA PORTFOLIA



OČEKÁVANÝ VÝVOJ

Vývoj českého dluhopisového trhu bude i nadále ovlivňován dvojicí faktorů. Zaprvé vývojem nastavení měnové politiky v Eurozóně a v ČR. Vliv Eurozóny je klíčový pro dlouhodobou tendenci vývoje výnosů dluhopisů – jinými slovy, dlouhodobý růst výnosů musí přijít zvenčí. I navzdory překvapivě dobrému růstu Eurozóny v 1Q19 a jeho optimistické struktuře je vzhledem k setrvalé nízké inflaci a vzhledem k špatným předstihovým indikátorům velmi málo pravděpodobné, že v nejbližších dvou letech ECB sazby zvedne. Naopak, po červnovém zasedání ECB narostlo riziko, že se měnová politika nejenže neutáhne, nýbrž uvolní. To samozřejmě odkládá, respektive limituje možnosti růstu německých výnosů, na který by, pokud by k němu došlo, nemohly české dluhopisy nereagovat. ČNB sice počátkem května sazby zvedla, ale je evidentní, že to není po několikaměsíční pauze začátek druhé fáze utahovacího cyklu. Prognóza ČNB, vyjádření členů BR ČNB i výsledek červnového zasedání ČNB indikují, že pro letošek je s růstem sazeb konec. Důvodem pro možný růst požadovaných výnosů však může být zhoršení fiskální situace při citelnějším ekonomickém zpomalení. To a také vyšší inflace by mohly být domácí důvody pro růst požadovaných výnosů/pokles cen vládních dluhopisů.

Druhým faktorem je, jako po celý minulý rok, situace na devizovém trhu, konkrétně přetrvávající překoupenost české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž stále uložena právě v českých dluhopisech – koncem května 2019 drželi nerezidenti 38 % všech a 42 % korunových dluhopisů, což jsou stále velmi vysoké podíly. Jinými slovy, dluhopisy podobně jako koruna jsou a zůstanou až do doby, kdy tyto podíly citelně poklesnou, velmi náchylné na zhoršení sentimentu.

Dluhopisový trh Polsko

Překvapivý růst inflace v letošním roce společně s vládou schváleným fiskálním impulsem a silným růstem ekonomiky přece jenom alespoň teoreticky otevřely doposud beznadějně zavřené dveře k růstu sazeb. Proti tomu však působí jak stále nízkoinflační Eurozóna a z ní plynoucí holubičí ECB, tak vůči rostoucí inflaci rezistentní polská centrální banka, která odmítá o utažení politiky uvažovat. Tyto dva efekty se budou i v nejbližších měsících kompenzovat, nečekáme tedy o moc větší pokles rizikové prémie než na 260-270 bodů, které jsme na desetileté splatnosti viděli v červnu.

Dluhopisový trh Turecko

Pokles ostře sledované vysoké turecké inflace pokračoval i v červenci (výrazněji než odhadoval tržní konsensus) a především díky vysoké srovnávací základně a probíhající ekonomické kontrakce by měl v druhé polovině roku pokračovat. Reálné měnověpolitické úrokové sazby se tak dostaly nad 8%, a umožní tak centrální bance začít se snižováním repo sazby ze

současných 24%. Tento vývoj, spolu s naplňováním kredibilní hospodářské a měnové politiky by měl vést k opětovnému otvírání pozic nyní rekordně podvážených zahraničních investorů a v důsledku k příznivému cenovému vývoji tureckých aktiv. Důležité ale budou také geopolitické faktory, zejména další vývoj vztahu s USA a Evropskou unií, které nyní nejsou v nijak ideálním stavu. V úhrnu zůstáváme na turecká aktiva pozitivní a věříme, že v druhé polovině roku dosáhnou atraktivního zhodnocení.

Měny

Vývoj kurzu eura proti dolaru přesně odpovídá našim představám z minulých vydání tohoto materiálu: kurz se z hodnot 1,11-1,12 posunul o něco výše a očekáváme, že se bude v pásmu 1,13-1,15 držet i ve druhé polovině roku. V nastavení měnové politiky na protějších březích Atlantiku k žádným změnám nad ty, které jsou momentálně zaneseny v trhu, totiž nedojde.

Vývoj v posledních měsících stále potvrzuje, že **koruna** to s dalším posílením k hranici 25 korun za euro resp. pod tuto hranici - což je to, co již delší dobu od ní čeká ČNB - nebude mít nijak jednoduché. Korunu navíc v letošním roce utahování měnové politiky ČNB podporuje 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 ztlačena 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. Vyšší inflace by mohla (měla) nakonec přece rozvázat centrální bance ruce (anebo alespoň ústa), což by zlotý podpořilo. I bez slibu utážením politiky by však stávající úrokový diferenciel a solidní makro měly trhy přesvědčit, že hodnoty kolem 4,25 jsou stále příliš slabé. V nejbližších dvou čtvrtletích tak očekáváme návrat k úrovním 4,20, pokud by se přidaly i indikace centrální banky na utážení politiky a opadnutí světového napětí (obchodní válka, Brexit), pak bychom mohli vidět i hodnoty pod 4,10.

Maďarský forint má dle nás fundamentální potenciál posílit k – či dokonce pod – hranici 300. Problémem zůstává, že maďarská centrální banka nechce o utážení politiky slyšet, což v očích (devizových) trhů vyvolává obavy, že inflaci nezvládne a vymkne se její kontrole. Pokud by došlo k příslibu zpřísnění domácí měnové politiky, mohl by forint posílit směrem k hranici 300 HUF/EUR. Pokud se tak nestane, zůstane nejspíš nad úrovní 320.

Akciový trh

Květnová korekce byla v průběhu června zapomenuta a umazána. Jedním z hlavních důvodů červnových zisků byla rétorika předních centrálních bank, která bude hlavní hybnou silou pro akciové trhy i pro následující období. Vedle kroků centrálních bank budou akciové trhy sledovat vývoj globální ekonomiky a stále také rizika pro mezinárodní obchod. Na akciové trhy tak nyní máme souhrnně neutrální pohled. Koncem letošního roku můžeme očekávat akceleraci ziskových marží, což povede k ztraktivnější hodnotových ukazatelů akcií, které se nyní obchodují blízko svých dlouhodobých historických průměrů. Evropské akcie by zároveň mohly reflektovat slabé euro a nadále uvolněnou měnovou politiku ECB. Opatrní jsme na americké akciové indexy, které se nachází mírně pod historickými maximy a v současné době budou obtížně hledat důvody pro jejich další výrazný růst. Mírně pozitivním stimulem by mohly být blížící se prezidentské volby, akcelerace hospodářského růstu nebo uvolněná měnová politika centrální banky. **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 středoevropského regionu jsme pozitivní. Největší potenciál nyní vidíme u slovinských, rumunských a některých českých akcií. Z akcií na českém trhu jsme pozitivní na akcie producenta tabákových výrobků Philip Morris Czech, na akciový titul AVAST a rychle se oddlužujícího se majitele televize Nova, mediální skupinu CETV. Rizikem pro bankovní tituly může být zavedení bankovní daně, o které se v posledních měsících stále častěji hovoří. Stejný problém sektorových daní může dopadnout také na pojišťovny nebo telekomy. Ze segmentu START, části pražské burzy, jsme pozitivní na akcie výrobce strun do 3D tiskáren, Fillamentum, výrobce obuvi Prabos a také na producenta bezpilotních letadel Primoco. Z polských titulů se nám líbí prodejce bot CCC, mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, banky Pekao a Alior nebo oděvní skupinu Vistula. V Rumunsku jsme pozitivní na akcie síť zdravotnických zařízení MedLife a producenta vína Purcari, ve Slovinsku jsou to akcie farmaceutické společnosti Krka, banky Nova Ljublanska Banka, síť čerpacích stanic Petrol a přístavu Luka Koper.

Jan Schiller
Portfolio Manager