

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

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA 3. ČTVRTLETÍ 2019

VÝVOJ NA TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIA A KONTRIBUČNÍ ANALÝZA	3
LIKVIDITA PORTFOLIA	7
OČEKÁVANÝ VÝVOJ	7

Hodnota aktiv k 30. září 2019

Tržní hodnota aktiv ke dni valuce	158 861 029 Kč
Hodnota aktiv přijatých k obhospodařování (od počátku spolupráce)	146 444 391 Kč
Průměrný objem aktiv přijatých k obhospodařování (od počátku spolupráce)	130 691 886 Kč
Rozdíl k aktuálnímu ohodnocení	12 416 638 Kč

Dosažené zhodnocení (za uplynulé čtvrtletí 30.6. 2019 - 30.9. 2019) - objemově váženo

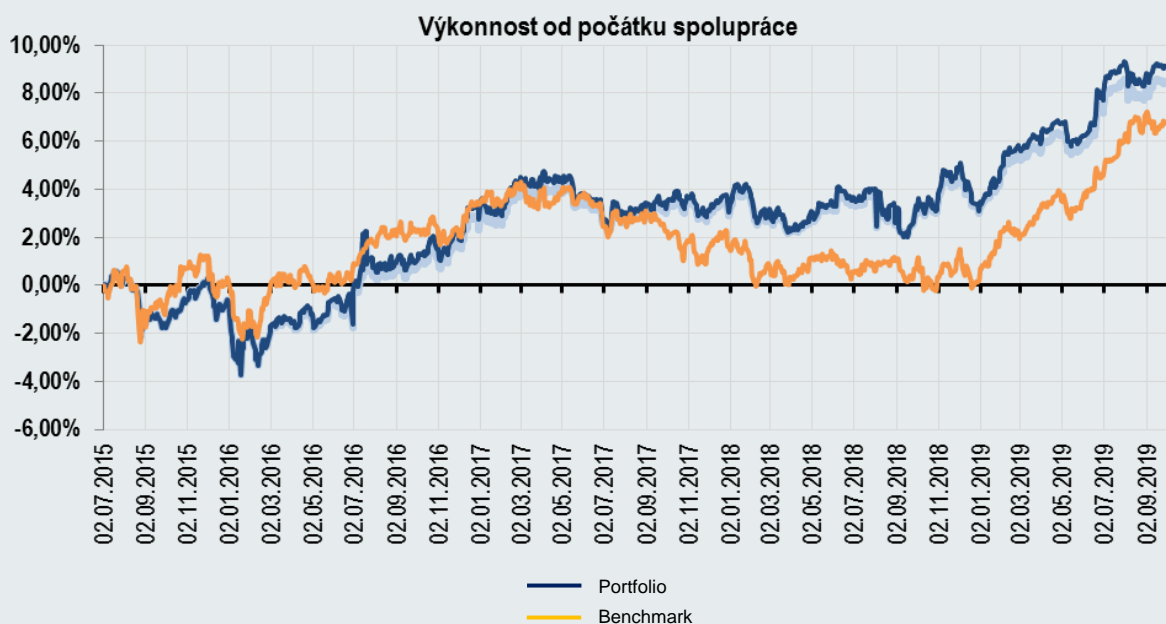
Portfolio	1,54 %
Benchmark	2,15 %

Dosažené zhodnocení (od počátku investiční periody 01.01. 2019 - 30.9. 2019) - objemově váženo

Portfolio	5,64 %
Benchmark	6,61 %

Dosažené zhodnocení (od počátku spolupráce 02.07. 2015 - 30.9. 2019) - objemově váženo

Portfolio	9,50 % (2,16 % p.a.)
Benchmark	6,81 % (1,56 % p.a.)



VÝVOJ NA TRŽÍCH

EMU, US, CZ

Dle zpřesněného odhadu Českého statistického úřadu rostla tuzemská ekonomika ve druhém čtvrtletí meziročně o 2,7 %, mezikvartálně pak o 0,7 %. Ve srovnání s prvním předběžným odhadem tak došlo k nepatrné revizi směrem nahoru jen pro mezičtvrtletní růst z 0,6 na 0,7 %. Růst ve druhém čtvrtletí tak nepatrně předčil původní očekáváním trhu ve výši 2,6 % a byl v souladu s odhadem ČNB. Navzdory relativně příznivému číslu vyznívá struktura růstu smíšeně, nad očekávání zpomalily investice a velká část růstu je tažena čistým exportem z titulu zpomalení dynamiky dovozu. Za celý rok 2018 tuzemská ekonomika přidala o 2,9 %, v letošním roce se očekává zpomalení k 2,4 %, v roce 2020 pak růst o 2,2 % v závislosti na dalším vývoji v zahraničí.

ČNB na svém zasedání 25. září ponechala úrokové sazby bez změny. Dvoutýdenní repo sazba tak zůstává na 2 %, diskontní sazba na 1 % a lombardní sazba na 3 %. Pro toto rozhodnutí hlasovalo pět členů BR ČNB, dva členové hlasovali pro zvýšení úrokových sazeb o 25 bazických bodů. Byla také zveřejněna nová prognóza, která požadovala mírný nárůst sazeb letos a jejich mírný pokles v příštím roce. Protože však většina členů BR nevidí hodnotu v takovémto kolísání sazeb, a protože rizika prognózy jsou výrazná oběma směry (a v součtu nikterak výrazná, slabší kurz koruny je kompenzován vyhlídkou globálního zpomalení a neřízeným Brexitem), BR ČNB se rozhodla vyčkávat.

Vývoj na české výnosové křivce byl v uplynulém kvartálu velmi volatilní. Poté, co během července a srpna výnosy na krátkém resp. dlouhém konci klesly na dvouleté resp. roční minimum, se vývoj v září nesl ve znamení jejich opětovného růstu. Dvouletý výnos tak září uzavřel o bezmála čtvrt procentního bodu výše než srpen (tj., na 1,3%), desetiletý výnos na 1,36% (ve srovnání s koncem srpna na úrovni 1,05%). Kromě vývoje v zahraničí výnosy reflektovaly také výše zmíněnou skutečnost, že ČNB se na svém zasedání neposunula holubičím směrem a že její Bankovní rada předpokládá stabilitu sazeb v dohledném období.

ECB přistoupila k dalšímu uvolnění měnové politiky. Inflace totiž stále zůstává daleko od cíle a slabost v Německu, společně s dalšími riziky, hrozí stáhnout celou Eurozónu do (mělké) recese. Vzhledem k vývoji předstihových indikátorů i německých průmyslových objednávek nelze pak očekávat, že se tento obrázek hned tak změní.

Ačkoliv se aktualizovaná jádrová inflace drží v USA znatelně nad dvěma procenty, a ačkoliv makroekonomická data ukazují na pokračující dobrý růst ekonomiky, FED na tuto skutečnost ohled nebral a na konci kvartálu sazby opět snížil. Klíčová sazba tak klesla do pásma 1,75-2%, což FED odůvodnil poukazem na „implikace současného globálního vývoje pro domácí ekonomický výhled“ a poukazem na „slabé domácí poptávkové tlaky“. Členové FOMC jsou však hodně nejednotní v hodnocení ekonomické situace, a tudíž i v nutnosti se sazbami v budoucnu hýbat

Aktuální konsenzus ekonomů na růst světové ekonomiky v letošním i příštím roce činí dle Focus Economics 2,7 %, takže to velice pravděpodobně žádná hrůza nebude, nicméně rizika prognóz jsou jednoznačně vychýlena směrem dolů, což konec konců na svých zasedáních potvrdily také ECB a Fed. Světovou hospodářskou recesi ekonomové zatím rozhodně nepředpokládají, mírné zpomalování bude nicméně velice pravděpodobně pokračovat. Hlavními tahouny globálního růstu přitom budou i nadále rozvíjející se ekonomiky v Asii v čele s Čínou a Indií. Česká ekonomika byla doposud vůči tomuto globálnímu a německému trendu docela imunní, výraznější zpomalení přijde nicméně i k nám.

Po vcelku turbulentním úvodu kvartálu, kdy vlivem centrálních bank, zejména pak ECB, výnosy klesaly na – v Německu historická, v USA několikaletá – minima, byl i vývoj od poloviny kvartálu do jeho konce na dluhopisových trzích zajímavý. Od poloviny srpna do zasedání ECB 12. září, výnosy rostly – americká desetiletka se dostala až na 1,9 %, německá desetiletka na -0,45 %. Po zasedání ECB, které přineslo vcelku velké uvolnění měnové politiky, však opět začaly klesat, později pak tento trend podpořilo i další snížení sazeb ze strany americké centrální banky. Výnosy se tak sice již nedostaly na minima ze srpna, ale oproti hodnotám z poloviny září se ke konci měsíce sesunuly znatelně níž – americký desetiletý výnos byl koncem září na 1,65 % (tj., cca 35 b.b. pod úrovní ze začátku července), německý desetiletý výnos na -0,60 %, což bylo o cca 30 b.b. pod úrovní z konce předcházejícího kvartálu.

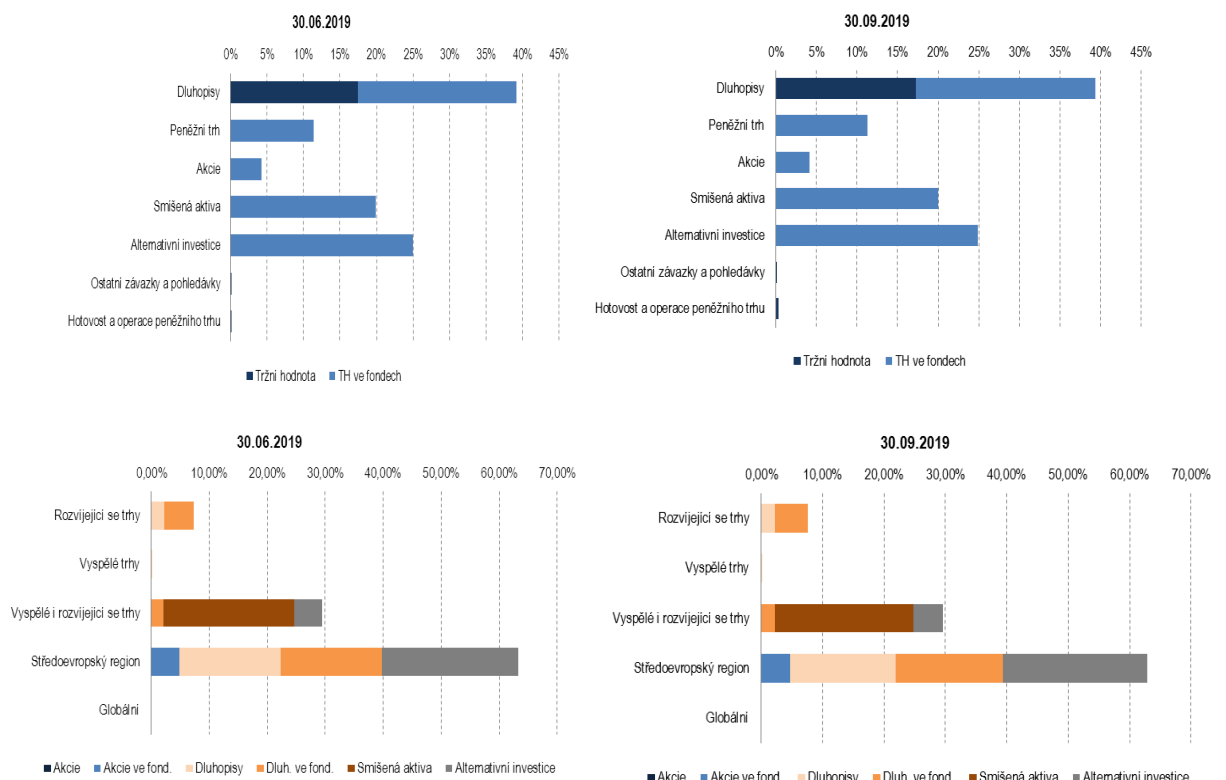
Akcie

Akciové trhy se těsně pod svými historickými maximy volatilně pohybovaly ve vleku mnoha událostí. Příchozí makroekonomická data byla oproti očekáváním analytiků horší převážně

v Evropě, koncem září pak i v USA. Na to reagovaly centrální banky na obou kontinentech snížením základních úrokových sazeb. Směr globálních akciových trhů byl z velké části určován také tweety amerického prezidenta Trumpa a s tím spojenou nejistou situací ohledně obchodních válek, které se pravděpodobně mohou v následujících měsících řešit také v Evropě. Evropské akcie pravděpodobně zároveň budou nadále pod tlakem z důvodu nedořešeného Brexitu. Nejistá situace tak vede k poklesům objednávek a investičních výdajů společností. V USA ukončená výsledková sezóna za druhé čtvrtletí letošního roku, opětovně potvrdila překonání odhadů analytiků jak na úrovni tržeb, tak na úrovni čistých zisků. Zveřejněná čísla však vykazovala krátkodobý trend snižování tempa růstu zisků, pozitivní obrat je očekáván ve čtvrtém čtvrtletí. Horší výsledky vykazovaly investiční banky, naopak lepšími čísly se chlubil sektor zdravotnictví. V září došlo k posunu dvou primárních úpisů. První odložení vstupu na burzu se týkalo společnosti poskytující pronájem kanceláří, We Work, jež za dobu své existence ani v jednom roce neskočila v zisku. Druhou zajímavější byla saúdsko-arabská společnost Aramco, jež má potenciál stát se nejhodnotnější firmou na světě. Raketové útoky z bezpilotních dronů na její rafinerie však velmi očekávaný vstup na burzu prozatím oddálily. Volatilní čtvrtletí okusily také akcie středoevropského regionu. V záporu skončila většina bankovních titulů. V České republice rezonovaly dozvuky okolo vytvoření Státního fondu pro rozvoj a slábnoucí německá ekonomika. V Polsku se jednalo o závažnějších problémech jako rozhodnutí Evropského soudního dvoru ohledně kompenzace držitelů hypoték denominovaných ve švýcarských francích, vracení poplatků spojených s předčasným ukončením spotřebitelských půjček anebo prodeji polské mBank mateřskou Commerzbank. Slovinská banka Nova Ljubljanska banka podala nejvyšší nezávaznou nabídku na odkup většinového podílu v srbské Komercijalna banka. Velice dobře se však dařilo maloobchodním a ropným společnostem. Z důvodu raketových útoků na jedny z největších rafinérií světa, společnosti Aramco, se po růstu cen surové ropy dařilo těžařům ropy.

STRUKTURA PORTFOLIA A KONTRIBUČNÍ ANALÝZA

ALOKACE AKTIV

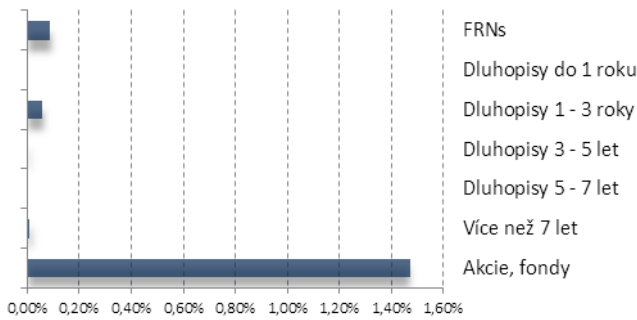


V průběhu kvartálu jsme strukturu fondu neměnili. **Portfolio** za uplynulý kvartál připsalo **zhodnocení 1,54 %**, srovnávací **index 2,15 %**. **Od počátku spolupráce** dosáhla výkonnost úrovně **9,5 %**, benchmark od července 2015 přidal cca tři čtvrtiny této hodnoty (6,81 %).

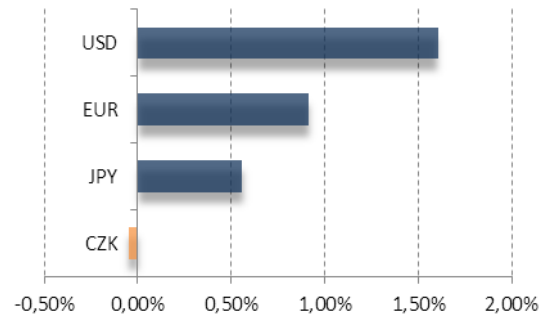
KONTRIBUCE JEDNOTLIVÝCH POZIC

V uplynulém čtvrtletí

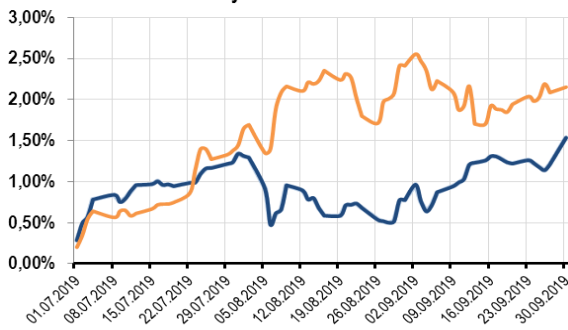
Kontribuce **portfolia** dle tříd aktiv



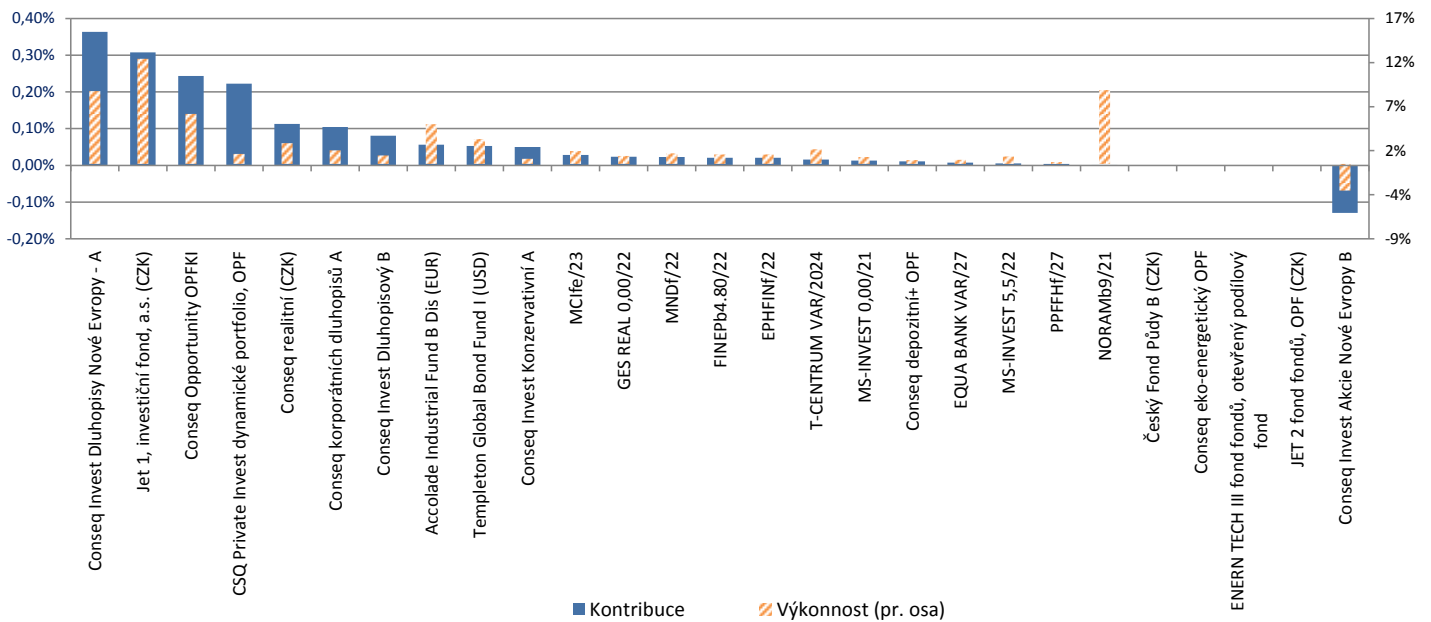
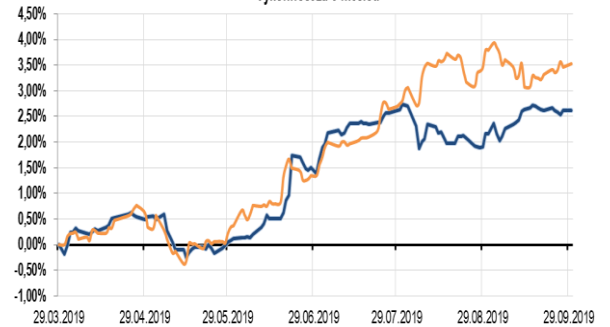
Kontribuce fondu **Private Invest Dynamického** dle měn



Výkonnost za 3 měsíce



Výkonnost za 6 měsíců



Portfolio v uplynulém čtvrtletí přidalo 1,5 %, srovnávací index byl o cca 0,6 p.b. lepší. Relativně horší výkonnost šla na vrub nižší úrokové citlivosti dluhopisových fondů při silném růstu cen českých dluhopisů. Na výsledku se největší měrou podílel vývoj fondu Conseq Private Dynamický a fond dluhopisů Nové Evropy z rodiny Conseq Invest.

Třetí kvartál roku 2019 pokračoval u dluhopisových fondů Conseq v pozitivní výkonnosti. **Conseq Invest dluhopisový a přidalo 0,87 %, Conseq Invest konzervativní dluhopisový fond 0,57 %.** V případě dluhopisového fondu byla výkonnost v důsledku nižší úrokové citlivosti slabší ve srovnání s tržním benchmarkem (2,03 %).

Nově jsme do portfolií Conseq Invest fondů zařadili několik primárních emisí z řad korporátních emitentů. Jmenovitě šlo o novou pětiletou emisi sázkové společnosti Sazka, mající zájem o získání majority v řecké loterijní společnosti OPAP. Dále o německou pracovní agenturu Tempton, která nabízí zprostředkování práce přes 5,6 tis. agenturních pracovníků, pro více, než 10 tis. koncových zákazníků. Za první pololetí dosáhla společnost 5% EBITDA marže, při tržbách přes 200 mio EUR. Nízké zadlužení (NIBD/EBITDA 0,5x) poskytuje do budoucna dostatečnou kapacitu pro akviziční růst a obsluhu dluhu. Z finančního sektoru jsme dále zařadili podřízené dluhopisy Equa banky a banky Moneta.

Kreditní marže na trhu korporátních emisí zůstávaly v průběhu kvartálu pod tlakem v důsledku blížícího se termínu pro odchod Británie z EU, nevyzpytatelným jednáním okolo obchodních válek mezi USA a Čínou a zpomalujícím ekonomikám Německa i USA. Fond **Conseq Korporátních dluhopisů** ve třetím kvartále vyrostl o **1,54 %**. Do portfolia jsme zařadili několik nových emisí. Z těch nejzajímavějších se jednalo o emisi italského výrobce dlažby a obkladů Saxa Gres. Společnost se zabývá výrobou dlaždic a dlažebních kamenů pro vnitřní i venkovní účely, městské povrchy i individuální využití. Podstatou výroby je patentovaná technologie Grestone, která při výrobním procesu keramických dlaždic a kamenů využívá jako příměsi (až ze 30 %) popela ze spaloven. Tento přístup je základem projektu tzv. „circular economy“ – druhotného využití průmyslových odpadů, snížení nákladů výroby a znovuotevření jinak utlumených výrobních kapacit, pro které původní vlastníci již neměli využití. Výsledný produkt je vizuálně k nerozeznání od přírodního kamene a nabízí lepší vlastnosti s delší životností – je lehčí, odolnější, trvanlivější, s levnější výrobou šetrnou k životnímu prostředí. Ve srovnání s přírodním kamenem či cementovým povrchem má nižší cenu na čtvereční metr, 3-4x delší životnost a díky charakteristice vstupních surovin menší náchylnost k výpadkům materiálů pro výrobu. Tyto vlastnosti vedou k dosažení nižších výrobních nákladů, vyšší marže, lepšího využití pro městské povrchy a nezanedbatelné konkurenční výhodě při veřejných zakázkách. Z pohledu finančních ukazatelů vygenerovala společnost za loňský rok výnosy 28 mio €, EBITDA 3,7 mio € při marži 13 %. Dluh společnosti činil 40 mio €, nicméně pro rok 2019 by net debt/EBITDA mělo již dosáhnout úrovně kolem 5x, při pozitivním a silně rostoucím CF. Vzhledem k postupnému rozbíhání výroby je klíčový výhled a očekávaná výroba do roku 2023 (výnosy 54 mio €, EBITDA cca 14 mio €). Zásadním je také silný růst celého odvětví a plánovaná zahraniční expanze společnosti při velmi silné poptávce z Asie (roční růst trhu cca 10 %). Společnost pravděpodobně také bude velmi atraktivním akvizičním cílem velkých hráčů.

Portfolio fondu **Conseq Depozitní Plus (+0,42 3q19)** jsme upravili pouze kosmeticky. V průběhu čtvrtletí došlo ke splacení emise Škofin, kterou jsme ale začátkem října nahradili novými komerčními papíry stejného emitenta, se splatností v září 2020.

25. září zasedala Česká národní banka. Česká měnová autorita v souladu s očekáváním investorů ponechala úrokové sazby bez změny. Nicméně dva členové hlasovali za zvýšení. Standardně šlo o Vojtěcha Bendu a trochu překvapivě, vzhledem k jeho vyjadřování v době před zasedáním, o Marka Moru. Pokud by se k těmto dvěma hlasům příště přidal i tradiční propagátor vyšších sazeb Aleš Michl, mohla by další tisková konference po zasedání bankovní rady vyznít o něco více jestřábím směrem. Hlavní dvoutýdenní repo sazba tedy v září zůstala

na úrovni 2 %. V následujících čtvrtletích se nyní jeví jako nejpravděpodobnější varianta stabilita úrokových sazeb, ovšem s pozorností k výše zmíněnému poměru hlasů. Tuzemská ekonomika sice bude dále zpomalovat z titulu slabšího vývoje v zahraničí, potřeba snižovat úrokové sazby ze strany ČNB i v případě pomalejšího růstu bude však podle našeho názoru limitována slabším kurzem koruny. Od příštího jednání ČNB budou zveřejněny i jména členů rady, kteří byli pro a proti změně sazeb a jejich argumenty, což dále podpoří transparentnost centrální banky a pomůže veřejnosti k lepšímu pochopení nastavování měnové politiky.

Vývoj fondu **Conseq Invest nové Evropy** byl v uplynulém kvartálu velmi pozitivní (+8,27). Za tímto vývojem stála v první řadě turecká aktiva.

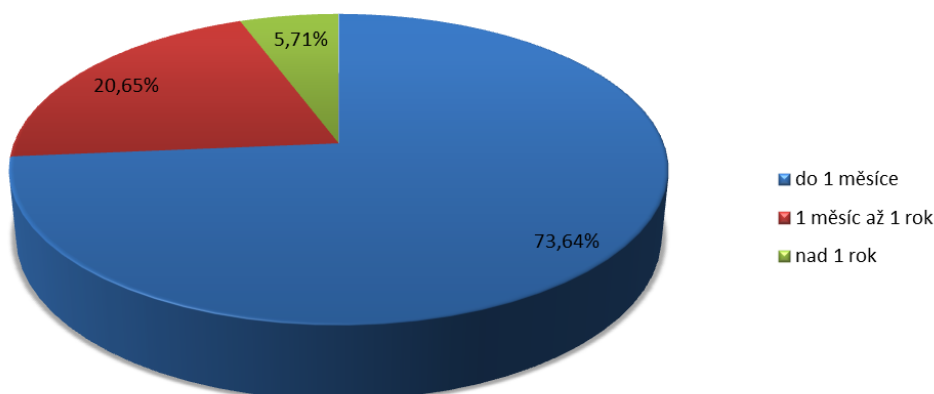
Třetí čtvrtletí potvrdilo pokračování desinflačního trendu, když se meziroční turecká inflace posunula o 640 bps. níže na zářijových 9,3 %. Stejně tak se nadále relativně pozitivně vyvíjela i statistika běžného účtu. To uvolňovalo ruce centrální bance a otevíralo prostor pro snížení sazeb. Očekávaný pozitivní vývoj inflace, rostoucí pravděpodobnost uvolnění měnové politiky a historicky jedny z nejnižších pozic zahraničních investorů tak tlačily ceny dluhopisů na vyšší úroveň. Ani překvapivé odvolání guvernéra centrální banky (ohrožující už tak velmi křehký dojem nezávislosti bankovní rady) a následné, nad očekávání silné, snížení sazeb (ve dvou krocích o 750 bps.) na tom překvapivě nic nezměnilo. Měnově politická pirueta amerického FEDu a evropské ECB podporovaly pozitivní tržní sentiment a turecký trh tak po delší době zaznamenal příliv zahraničních investorů. Měnový kurz posílil o 6,3 %, index státních dluhopisů o úctyhodných 15,2 %.

V pozitivním vývoji pokračovaly i ukrajinské státní dluhopisy a Hřivna. V parlamentních volbách přesvědčivě zvítězila strana nového prezidenta a poprvé v historii Ukrajiny získala nadpoloviční většinu. Sestavení nové vlády a představení tržně naladěného premiéra doplnil vyšší, než očekávaný, růst ukrajinské ekonomiky ve druhém čtvrtletí, pokračující pokles inflace (který dále dával prostor centrální bance pro snížení sazeb) a navázání dialogu s Moskvou. V neposlední řadě pak sílilo očekávání na zvýšení ratingového stupně. Pokračujícího pozitivního výhledu jsme využili a opět mírně zvýšili zastoupení lokálních ukrajinských státních dluhopisů v portfoliu fondu.

Dynamická složka – Private Invest Dynamický

Složení dynamické složky jsme v průběhu kvartálu upravili a to primárně v regionu asijských rozvíjejících se trhů a ve vyspělé a střední Evropě. Pro navýšení v regionu střední Evropy hovoří nízké valuace, zlepšení rozpočtové situace v zemích eurozóny a prostor pro fiskální impuls v německé ekonomice. Dále také slabé euro a uvolněná měnová politika ECB. V případě asijských trhů věříme v silícího spotřebitele, nízké ceny akcií a potenciál, který dané ekonomiky nabízí. Aktuálně jsou tedy celkově v portfoliu akcie mírně nadvážené. Proti tomu jsme snížili zastoupení korunových dluhopisových fondů a nástrojů peněžního trhu. Conseq Private Dynamický si za uplynulé tři měsíce připsal 1,1 %.

LIKVIDITA PORTFOLIA



OČEKÁVANÝ VÝVOJ

Dluhopisový trh ČR

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 českých dluhopisů – jinými slovy, dlouhodobý růst českých výnosů musí přijít zvenčí. Po zářijovém uvolnění politiky ECB, které je s otevřeným koncem, je evidentní, že setrvalý růst německých výnosů, na který by, pokud by k němu došlo, nemohly české dluhopisy nereagovat, se odkládá na neurčito. ČNB také vyloučila další růst sazeb, a pokud se někam sazby pohnou, tak mnohem pravděpodobněji dolů. Jinými slovy, české výnosy budou nejspíše stagnovat a pokud k nějakému pohybu dojde, pak směrem dolů (směrem uzavírajícím rizikovou prémii nad německými dluhopisy). **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 – v polovině třetího čtvrtletí 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. Pokud by k němu došlo, výprodej by krátkodobě vytlačil výnosy nahoru a došlo by k roztažení rizikové premie.

Dluhopisový trh Polsko

Polská inflace je nadále vysoká a polské ekonomice se stále daří, uvolňování měnové politiky v Eurozóně a holubičí posun polské centrální banky v září však nedávají žádné důvody myslet si, že by výnosy v nejbližších měsících měly zamířit nahoru. Naším základním scénářem je oscilace kolem současných hodnot, v případě pohybu pak spíše pohyb směrem dolů. Pro růst výnosů nevidíme žádné dobré důvody.

Dluhopisový trh Turecko

Vlivem probíhající stagnace turecké ekonomiky a silného bazického efektu poklesla spotřebitelská inflace v souladu s naším odhadem pod 10%, ve zbytku roku by se měla udržet mírně nad touto hranicí – to umožní centrální bance ještě dále, byť v menším rozsahu než v předchozích dvou krocích, snížit měnověpolitické úrokové sazby. Očekáváme, že do konce roku by sazby mohly klesnout na cca 14%. Ceny vládních dluhopisů díky tomu v základním scénáři mají ještě prostor pro růst (být menšího rozsahu), výnosová křivka by mohla klesnout ze současných 14% o dalších cca 100 bps. Pro turecká aktiva by pozitivním faktorem měla být pokračující stabilizace hospodářské situace a opětovné otvírání pozic nyní rekordně

podvážených zahraničních investorů. Rizika ovšem zůstávají na straně geopolitických vztahů s USA (možné sankce) a přemíry aktivních zásahů ze strany prezidentské administrativy do ekonomiky.

Měny

Kurz eura proti dolaru se vyvíjí dle rizikového scénáře, který jsme dlouhodobě popisovali, tj. že pokud se kurz dostane z pásma 1,12-1,14, pak nejpravděpodobněji směřem dolů. To se skutečně během srpna i září stalo. Dle nás tak nyní existuje prostor pro další posilování dolaru – uvolnění měnové politiky ECB bylo vcelku agresivní, německá ekonomika je nejspíš v recesi. Představitelé FEDu naopak dle zápisků z posledního zasedání nejsou jako jeden muž nakloněni dalšímu snižování sazeb, makroekonomická data v USA jsou překvapivě dobrá.

Vývoj v posledních měsících stále potvrzuje, že **koruna** to s posílením k hranici 25 korun za euro resp. pod tuto hranici - což je to, co již léta od ní čeká ČNB - bude mít v nejbližších letech velmi těžké. Jejím výraznějším posílení bude nadále bránit tendence zahraničních investorů z koruny vystupovat hned, jak se naskytne příležitost. Tato tendence bude dle nás tím více patrná, čím dále bude pod hranicí 25,50 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. Nakonec, ani po zbytek letošního ani v příštím roce nebude již ČNB koruně takovou oporou, jako v minulosti. Náš výhled tak je následující: koruna po zbytek letošního roku znatelně nad úroveň 25,50 CZK/EUR, přičemž výraznější oslabení koruny 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. Tento trend se však může znovunastartovat až poté, co se domácí devizový trh „vyčistí“ od „nánosů“ devizových intervencí. Což může trvat i roky.

U polského zlatého nadále očekáváme posílení, a to i bez slibu utážení měnové politiky, který se po posledním zasedání MPC stal v dohledné době nereálným. Stávající úrokový diferenciál a solidní makro situace by však měly trhy přesvědčit, že současné hodnoty lehce pod hranici 4,40 jsou příliš slabé. V nejbližších dvou čtvrtletích tak očekáváme návrat k úrovním 4,20-4,25.

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, naopak, dle posledních dvou zasedání opět jasně kouká holubičím směrem. Naším scénářem pro nejbližší rok tak nyní je forint mezi 320 a 330 forinty za euro. Současné hodnoty jsou moc slabé, pro větší posílení však bude chybět měnově-politická vzpruha.

Akciový trh

Drtivá většina akciových trhů si v září připsala kladné zisky a to i přes příchodí slabší ekonomická data. Pro budoucí vývoj akciových trhů tak bude nutné bedlivě sledovat výkonnost jednotlivých ekonomik a rétoriky předních centrálních bank, které budou hlavní hybnou silou pro akciové trhy i pro následující období. Mimo to bude akciový investor muset sledovat vývoj ohledně obchodních válek, které se mohou přelít i na evropský kontinent. Při předbírání akciových trhů vývoje ekonomik a očekávaném zlepšení ekonomické aktivity nyní máme **na akciové trhy opatrně pozitivní názor**. Koncem letošního roku můžeme očekávat akceleraci ziskových marží, což povede k zatraaktivnění hodnotových ukazatelů akcií, které se nyní obchodují blízko svých dlouhodobých historických průměrů. Evropské akcie by zároveň mohly reflektovat slabé euro a nadále uvolněnou měnovou politiky 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. **Positivní 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 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 spekuluje. 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 sítě 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