

Jak si vede náš region

Středoevropské akciové indexy přinesly za posledních 5 let slabší výkonnost než západoevropské i globální EM indexy. Přesto však některé akciové fondy zacílené na střední Evropu slušně zhodnotily.

Region střední Evropy v rámci akciových investic vymezují především trhy Polska, ČR a Maďarska. Středoevropské akciové fondy k nim občas přidávají jižnější země EU jako např. Rakousko (tituly z indexu PX pořizené na vídeňské burze) a Rumunsko, případně ještě Slovensko, Slovinsko a Chorvatsko. V tomto článku budeme pokládat za středoevropské ty akciové fondy, které střední Evropu nadvažují v rámci svého zaměření na region CEE – at' už (téměř) výlučnou orientací na visehradské země, nebo sledováním jejich nadstandardního zastoupení z hlediska tržní kapitalizace vedle východoevropských zemí. Na rozdíl od dominantně východoevropských akciových fondů představených v minulém FOKUSu FS 12/2018 se jedná o fondy s vahou ruských akcií pod 40 % a celkovým zastoupením Ruska a Turecka většinou do 50 %. U středoevropských akciových ETF je situace jednodušší, orientují se výlučně na Polsko, Česko a Maďarsko.

Jako možné benchmarky pro středoevropské akciové fondy a ETF se nabízejí indexy MSCI Emerging Markets Eastern Europe ex Russia a Wiener Börse CECE, jejichž alokace mezi jednotlivé národní trhy a sektory ukazuje tabulka 1. Oba indexy zahrnují pouze tituly obchodované na burzách ve Varšavě, Budapešti a Praze. Index od MSCI má dominantní expozici na polský trh, jehož váhu drží druhý index od Wiener Börse poněkud níže ve prospěch českého.

Sektorově vyhrávají oba středoevropské akciové indexy jednoznačně největší prostor financím (50 % až 60 %). Druhé místo zauímají s velkým odstupem energie, třetí utility. Oproti vyspělým trhům zde nedostávají standardní zastoupení IT, zdravotnictví, průmysl ani necyklické spotřební zboží.

ZAOSTÁVÁNÍ ZA EVROPOU I EM

Graf 1 srovnává 5letou korunovou výkonnost (včetně reinvestování dividend) zmíněných středoevropských akciových indexů od MSCI a Wiener Börse i národních burzovních indexů pro Polsko, Maďarsko a ČR s globálním akciovým indexem rozvíjejících se trhů MSCI Emerging Markets i akciovým indexem vyspělé Evropy MSCI Europe. Dlouhodobý výkonnostní potenciál akcií ze střední Evropy se zdá být nižší než u globálních akcií z rozvíjejících se trhů i akcií z vyspělých evropských trhů, s nimiž pojí střední Evropu intenzivní zahraniční obchod. Středoevropské akcie sice zažily etapu výrazné nadvýkonnosti od listopadu 2016 do srpna 2017, ta však netrvala příliš dlouho a přispěl k ní měnový vývoj v podobě posílení středoevropských měn vůči euru. Pokud jde o korunovou výkonnost burzovních akciových indexů, projevil se výrazné rozdíly mezi jednotlivými zeměmi, když za posledních 5 let dopadl zřetelně nejlépe maďarský index a v posledních měsících si značně polepšil český index.

Ani v dohledné budoucnosti neočekáváme trvalejší nadvýkonnost středoevropských akcií proti západoevropským, i když se ty středoevropské mohou po aktuální korekci vrátit k dlouhodobému trendu převážně kladné korunové výkonnosti s ohledem na pokračující rychlý růst pol-

ské, české i maďarské ekonomiky a nízké valuace středoevropských akciových indexů (MSCI EM Eastern Europe ex Russia: P/E = 11,0; P/BV = 1,3) vůči západoevropským (MSCI Europe: P/E = 17,0; P/BV = 1,8) i globálním indexům pro rozvíjející se trhy (MSCI EM: P/E = 14,3; P/BV = 1,7). Rizik ve směru slabšího zhodnocení či pokračování poklesu středoevropských akcií se však nyní jeví poměrně dost: rostoucí náklady na pracovní sílu v Polsku, Česku i Maďarsku mohou omezit ziskovost firem; prohlubující se obchodní spory mezi USA a EU se již týkají cel na automobily, což při vysoké závislosti středoevropských zemí na automobilovém průmyslu může ztlačovat jejich růstový potenciál; případný ústup ekonomické konjunktury by pak při

Tabulka 1: Alokace středoevropských akciových indexů k 31.5.2018

země / sektor	MSCI EM Eastern Europe ex Russia	Wiener Börse CECE
Polsko	71,2 %	52,2 %
Maďarsko	17,4 %	17,9 %
Česko	11,4 %	29,9 %
celkem	100,0 %	100,0 %
finance	50,0 %	59,0 %
energie	16,7 %	16,7 %
utility (distribuční služby)	8,2 %	8,8 %
cyklické spotřební zboží	8,2 %	5,3 %
suroviny	5,8 %	5,4 %
zdravotnictví	3,2 %	2,6 %
informační technologie	3,2 %	0,3 %
telekomunikace	2,9 %	1,7 %
necyklické spotř. zboží	1,8 %	0,2 %
celkem	100,0 %	100,0 %

■ Zdroj: MSCI, Wiener Börse, Lyxor AM

nižších úrokových sazbách centrálních bank nepříznivě dopadl na klíčový finanční sektor. Relativní výkonnost středoevropských akcií vůči globálním akciím z rozvíjejících se trhů bude záviset mj. na vývoji středoevropských měn a obchodních sporů.

PODÍLOVÉ FONDY

Mezi středoevropské akciové fondy s nejvyšší vahou českého trhu, do něhož pro jednoduchost zařazujeme i rakouské tituly z pražské burzy, patří **ČSOB Akciový český (PX)**, **NN (L) International Czech Equity** a **AXA CEE Akciový fond**. Jedná se o korunové fondy s nízkým měnovým rizikem.

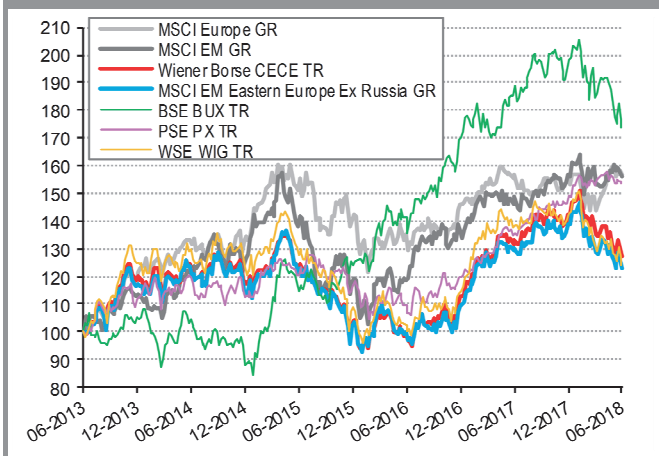
Pasivní indexový fond ČSOB s benchmarkem PX zohledňuje pouze tituly zahrnuté v tomto indexu, jemuž se složením portfolia snaží přiblížit. Výjimku představuje zákonný požadavek, že vyšší než 20% váhu v portfoliu může zastávat pouze jeden

Tabulka 2: Výkonnost a volatilita vybraných fondů v CZK

fond (data k 20.6.2018)	1Y	3Y	5Y	3Y p.a.	V3Y p.a.
Conseq Invest Akcie Nové Evropy	-0,4 %	20,6 %	50,0 %	6,5 %	11,1 %
ČSOB Akciový český (PX)	10,9 %	20,2 %	41,1 %	6,3 %	12,4 %
NN (L) International Czech Equity	0,3 %	15,6 %	39,8 %	4,9 %	10,6 %
Generali Fond východoevropských akcií	-3,5 %	10,2 %	13,7 %	3,3 %	11,2 %
AXA CEE Akciový fond	-3,7 %	8,1 %	26,0 %	2,6 %	10,7 %
Erste AM ČR Sportrend	-3,7 %	3,6 %	10,5 %	1,2 %	12,8 %
KBC Equity Fund Central Europe (EUR) v CZK	-5,7 %	3,5 %	22,2 %	1,2 %	13,6 %
ČSOB Akciový střední a východní Evropa	-3,8 %	0,9 %	9,0 %	0,3 %	11,6 %
Amundi CR Akciový – Střední a východní Evropa	-4,6 %	-4,8 %	n.a.	-1,6 %	11,9 %

■ Poznámky: 1Y, 3Y a 5Y značí výkonnost na obdobích 1 rok, 3 roky a 5 let ke konečnému datu uvedenému v záhlaví tabulky. 3Y p.a. a V3Y p.a. je anualizovaná výkonnost, resp. anualizovaná volatilita na příslušné 3leté období.

Graf 1: Středoevropské a další akciové indexy za 5 let v CZK



titul. Okruh ve fondu nejvíce zastoupených titulů s vahou blízko 20 % tvoří nyní Erste Group Bank, KB a ČEZ. V sektorové alokaci fondu převládají finance (58 %), následují utility (20 %).

Fond NN sleduje širší geografický profil v rámci benchmarku složeného z burzovních indexů PX TR (ČR: 52 %), WIG30 TR (Polsko: 28 %), BUX TR (Maďarsko: 10 %) a BET TR (Rumunsko: 10 %). Do titulů obchodovaných na pražské burze investuje tento fond alespoň polovinu majetku, aktuálně neutrálních 52 %. Na neutrální úrovni drží i polské akcie (28 %), mírně pod ní pak maďarské (9 %) a rumunské akcie (9 %). Ze sektorů zohledňuje jednoznačně nejvíce finance (58 %), dále utility (11 %), energie (8 %), necyklické (6 %) a cyklické spotřební zboží (6 %).

Fond AXA vyhrazuje akciím ze zemí visegrádské čtyřky alespoň 80 % majetku.

Sleduje benchmark složený z burzovních indexů PX (40 %), WIG20 (28 %), BUX (20 %) a SAX (Slovensko: 2 %) i indexu korunového peněžního trhu CZE-ONIOIA 6M (10 %). Nyní zahrnuje pouze akcie z ČR (42 %), Polska (28 %) a Maďarska (20 %). Sektorově pokrývá zejména finance (48 %) a energetiku (23 %).

Korunový fond **Conseq Invest Akcie Nové Evropy** používá benchmark s vyrovnanějším zastoupením tří hlavních středoevropských akciových trhů při nejvyšší váze polského. Benchmark zahrnuje indexy WIG30 (40 %), PX (25 %), BUX (15 %) a SETXEUR (jihovýchodní Evropa: 20 %). Aktuálním složením portfolia se však od benchmarku výrazně odchyluje, když převažuje akcie ze Slovinska (20 %), Rumunska (16 %) a mírně i ČR (26 %), zatímco podvažuje akcie z Polska (32 %) a Maďarska (6 %). Ze sektorů vyhrazuje největší prostor financím (36 %), spotřebnímu zboží a službám (22 %) a energiím (13 %).

Eurový fond **KBC Equity Fund Central Europe** sleduje dominantní zastoupení polského trhu (65 %) při nezanedbatelné váze titulů z Maďarska (21%) a ČR (12 %). Ze sektorů jasně preferuje finance (53 %) a dále cyklické spotřební zboží (14 %).

Další čtyři korunové akciové fondy již v různých poměrech kombinují tituly ze střední a východní Evropy.

Generali Fond východoevropských akcií protěžuje navzdory názvu střední Evropu a investuje nejvíce do polských (33 %), českých (29 %), maďarských (14 %), rumunských (11 %) a ruských titulů (6 %). Sektorově zohledňuje hlavně finance (44 %), energii (16 %) a utility (10 %).

Fond **ČSOB Akciový střední a východní Evropa** zahrnuje nejvíce polské (29 %), české (20 %), ruské (18 %), rumunské (13 %), maďarské (12 %) a turecké tituly (6 %). Aktuální sektorové složení neuvádí.

Amundi CR Akciový – Střední a východní Evropa dává větší prostor východní Evropě (48 %) než předchozí fondy. Na jeho majetku se podílejí hlavně akcie z Ruska (35 %), Česka (21 %), Polska (15 %), Turecka (14 %), Rumunska (6 %) a Maďarska (4 %). V sektorové alokaci vedou finance (42 %) a energie (23 %).

Erste AM ČR Sportrend investuje přes 50 % majetku ve východní Evropě a pokrývá akciové trhy Ruska (34 %), Turecka (17 %) Česka (15 %), Maďarska (14 %), Polska (13 %) a Rumunska (5 %). Ze sektorů se profiluje hlavně ve financích (33 %), energiích (26 %) a cyklickém (11 %) i necyklickém spotřebním zboží (9 %).

ETF

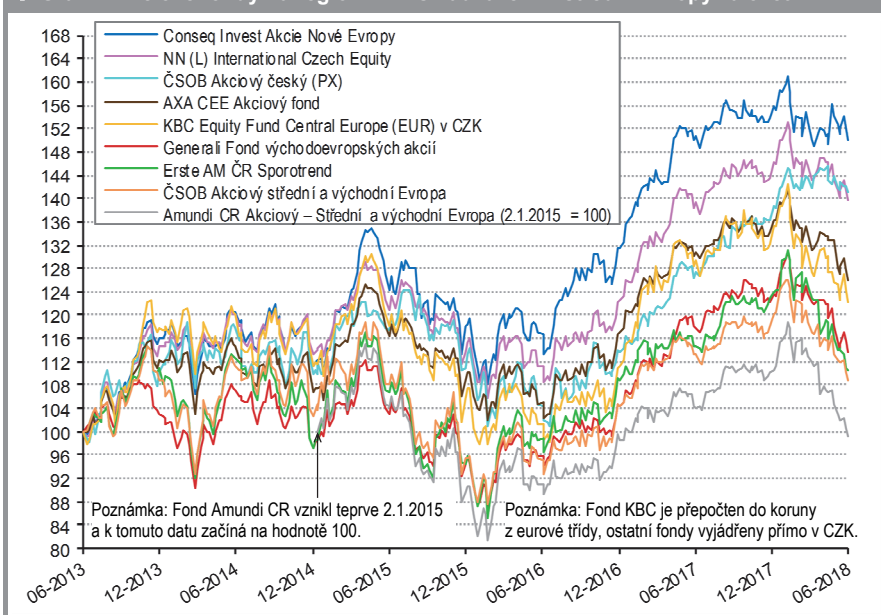
Akciový region střední Evropy pokrývají při jeho malé velikosti pouze tři ETF, a to **Amundi MSCI Eastern Europe ex Russia UCITS ETF**, **ComStage MSCI EM Eastern Europe Ex Russia UCITS ETF** a **Lyxor Eastern Europe (CECE NTR EUR) UCITS ETF**. Kopírují indexy obsažené v názvu a uvedené v tabulce 1.

POROVNÁNÍ VÝKONNOSTÍ

Graf 2 srovnává 5letou korunovou výkonnost představených akciových fondů do 20.6.2018, tabulka 2 i jejich 3letou korunovou výkonnost a volatilitu. Fondy s úplným nebo dominantním středoevropským profilem zde dopadly výrazně lépe než fondy s vyšší vahou východní Evropy. Nejsilněji za poslední roky zhodnotil fond **Conseq Invest Akcie Nové Evropy**, který představuje jakýsi kompromis v zastoupení Polska i Česka a od ostatních fondů se navíc liší značnou expozicí na Slovinsko i Rumunsko. ■

Aleš Vocilka

Graf 2: Akciové fondy na region CEE s nadvážením střední Evropy za 5 let v CZK



Poznámka: Fond Amundi CR vznikl teprve 2.1.2015 a k tomuto datu začíná na hodnotě 100.

Poznámka: Fond KBC je přepočten do koruny z eurové třídy, ostatní fondy vyjádřeny přímo v CZK.