

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ÚNOR 2020

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH**ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.**
 STRUKTURA PORTFOLIÍ 4
 PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ**ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.**



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **148,4079**
 Výkonnost za poslední měsíc **-6,79%**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **140,1762**
 Výkonnost za poslední měsíc **-3,15%**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **128,9553**
 Výkonnost za poslední měsíc **-0,31%**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Německá výnosová křivka v únoru letošního roku poklesla. Na krátkém konci klesly dvouleté výnosy na -77 b.b., na dlouhém konci došlo k poklesu o dalších 20 b.b. na skoro -60 b.b.; jsou to nejnižší hodnoty od počátku října resp. od konce září 2019. V obou případech je společným důvodem poklesu čínský koronavirus, nízká inflace samozřejmě tento vývoj jen podporuje.

Z úplně stejných příčin, tj. kombinace nízké inflace a (hlavně) obav z globálního zpomalení vlivem viru, poklesla v únoru i výnosová křivka v USA. V únoru totiž výnosy na dlouhém konci klesly o skoro půl procentního bodu, čímž se desetileté vládní výnosy dostaly až na nové historické minimum pod hladinou 1,15%. Na krátkém konci jsou výnosy nejnižší od listopadu 2016, a to na úrovni 0,9%.

DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka v únoru, podobně jako v lednu, zvýšila svůj sklon a zůstala invertní. Dlouhý konec následoval německou křivku a poklesl o 20 b.b. na 1,25%, na krátkém konci ovšem, na rozdíl od Německa, nedošlo k žádné změně a výnosy zůstaly na hladině 1,8%. Důvodem vývoje na dlouhém konci byl samozřejmě vývoj ve světě (pokles výnosů v obavě z viru).

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Globální vývoj se podepsal i na polské výnosové křivce. Další skokový růst inflace se na výnosech moc nepodepsal, obavy z koronaviru však ano – dlouhé výnosy klesly až pod 1,8%, krátké výnosy se vrátily na 1,4%, tj. na úroveň z prosince minulého roku.

Turecké dluhopisy

Únorový vývoj cen tureckých dluhopisů zcela vymazal předchozí lednový růst. Pod vlivem obav z dopadů koronaviru na ekonomickou aktivitu došlo k výraznému nárůstu rizikové averze, což dopadalo na ceny dluhopisů i měnový kurz. Na historická minima klesl podíl držby tureckých státních dluhopisů zahraničními investory a turecké vládní obligace přidaly ve výnosu téměř dva procentní body. Kurz liry odepsal přes 3,5 %. Vzhledem k vývoji měnové politiky hlavních centrálních bank ve světě v reakci na rozvoj virové epidemie a mírně lepšímu inflačnímu vývoji v Turecku lze čekat, že i tamní centrální banka přistoupí po lednovém snížení sazeb k dalšímu uvolnění měnové politiky na svém zasedání 19. března.

Firemní dluhopisy

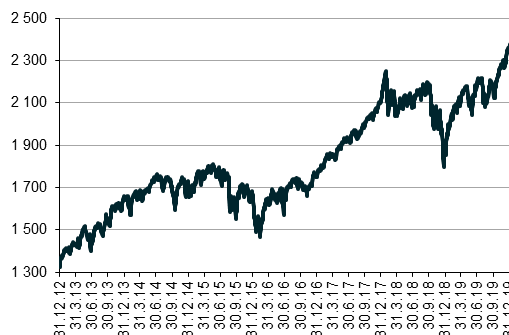
Vývoj na kreditním trhu byl v únoru, podobně jako v předcházejících dvou měsících, relativně pokojný – určitě minimálně vzhledem k turbulencím na akciových trzích. Korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně denominované v euru klesly, změna tzv. total return indexu dosáhla 0,1% resp. 2 %. U dolarových instrumentů došlo k cenovému růstu (o 1,3%) u investičního stupně, a to kvůli úprku do bezpečí, u spekulativního stupně jsme zaznamenali pokles o 1,7%. Pohyby tedy byly s ohledem na dění na akciových trzích skutečně vcelku malé. To nelze říct o kreditních premiích korporátních dluhopisů denominovaných v euru. Zde jsme totiž, podobně jako v lednu 2020, viděli znatelný růst. Zatímco tedy výnosy státních dluhopisů klesaly, což podporovalo i ceny korporátních obligací, rizikové přírážky naopak rostly. Dle indexu Markit iTraxx Europe vzrostly premie u dluhopisů investičního stupně oproti lednu o dalších 4,5%, u spekulativního stupně dokonce o skoro 10 % (9,7%).

AKCIE

Globální trhy

Akciové trhy v únoru zaznamenaly výrazné propady, když si v posledním týdnu připsaly nejvyšší ztráty od roku 2008. Sešlo se vícero důvodů, proč k dané korekci došlo, přičemž stěžejní byly zprávy ohledně šíření a možných dopadů COVID-19. Mimo to měly dopady také změny struktur indexů a některá zveřejněná makro data. Dokonce klesaly i akcie Tesla, u kterých se to v posledních měsících zdálo téměř nemožné. Americký index

MSCI World Index



S&P 500 meziměsíčně ztratil 8,4 %. Výsledková sezóna pokračovala v nezměněném mírně pozitivním trendu, trh se však již soustředil na následující měsíce, kdy dojde k promítnutí Corona viru do průmyslových indikátorů. Ztrátám nezabránilo ani trhem očekávané budoucí snížení základních úrokových sazeb. Dopad do hospodářské aktivity Číny a přenesení do obchodní bilance Evropy tlačilo ceny evropských akcií také dolů, index DJ STOXX propadl o 8,5 %. Zároveň zveřejnění několika nakažených osob v severní Itálii vedlo k otázkám jak a kam se COVID-19 rozšíří do zbytku Evropy. Hospodářské výsledky za čtvrté čtvrtletí minulého roku dopadly téměř podle očekávání analytiků, hůře dopadl sektor ropy a plynu, lépe se naopak dařilo bankovnímu sektoru.

Středoevropské trhy

Nervozita na světových trzích se přenesla i do regionu střední Evropy. Zároveň relativně marginální váha zdejšího regionu v globálních indexech a specifické problémy místního trhu spojené s nejistými politickými zásahy do fungování společností tlačilo akciové trhy do ztrát. Největší polský trh meziměsíčně propadl o 14,1 % (index WIG 30). Nejvyšší ztráty zaznamenaly polostátní společnosti jako utility PGE (-34,8 %) a Tauron (-26 %), ropné společnosti PKN Orlen (-22,5 %) a Lotos (-22,7 %) nebo těžař mědi KGHM (-22,7 %). Pouze jedno procento „úspěšně“ ztratila herní společnost CD Project. Propady se nevyhnuly ani defenzivním českým akciím, index PX -8,9 %. Nejztrátovější byly akcie ČEZ (-11,4 %), naopak nejméně ztratily akcie mediální skupiny CETV (-1,6 %), u nichž se čekalo na blížící se valnou hromadu ohledně schválení odkupu akcií skupinou PPF. Pouhých 6,6 % umazaly maďarské akcie (index BUX).

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v únoru poklesla o 6,79 %. Za ztrátou fondu stojí zejména globálně se šířící nákaza koronavirem, který se během února rozšířil takřka po celém světě. Na trzích zavládl strach a nejistota, které zapříčinily velké výprodeje. Trhy rizikových aktiv tak zažívají od krize z roku 2008 nejhorší období. Méně rizikové dluhopisy potvrdily svou roli bezpečného přístavu a měsíc zakončili mírně v plusu.

Největší ztrátu připsal fond zaměřený na Latinskou Ameriku. Asijské fondy (bez Japonska) zaznamenaly jen malou ztrátu. Z akciových fondů zakončil měsíc v kladných číslech pouze fond zaměřený na Čínu, kde počty nově nakažených začaly výrazně klesat.

Na začátku měsíce jsme v portfoliích navýšili expozici fondů zaměřených na čínské A-share akcie na úkor ostatních fondů v asijském regionu.

| Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu | | MTD Výkonnost | | | |
|--|------------------------------|---------------|-----------|------------------|---------------------|
| Název fondu | Teritoriální zaměření | Zákl. měna | v z. měně | v měně portfolia | Rozložení portfolia |
| Krátkodobé investice | | | | | 5,00% |
| Peníze a peněžní ekvivalenty | | CZK | n/a | n/a | 2,68% |
| Conseq Invest Konzervativní A | Středoevropský region | CZK | 0,06% | 0,06% | 2,31% |
| Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia | | | | | 3,04% |
| Conseq Invest Dluhopisový B | Středoevropský region | CZK | 0,42% | 0,42% | 1,82% |
| Conseq korporátních dluhopisů A | Středoevropský region | CZK | 0,11% | 0,11% | 1,21% |
| Dluhopisové fondy - ostatní | | | | | 2,92% |
| Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A | Globální rozvíjející se trhy | CZK | -0,57% | -0,57% | 2,03% |
| Templeton Global Bond Fund I | Globální | USD | -0,55% | 0,82% | 0,88% |
| Fondy alternativních investic | | | | | 6,34% |
| Conseq realitní | Česká republika | CZK | n/a | n/a | 3,26% |
| Franklin K2 Alternative Strategies Fund I | Globální | USD | -1,16% | 0,20% | 1,61% |
| Allianz Structured Return IT | Severní Amerika | USD | -10,24% | -9,00% | 1,47% |
| Akciové fondy | | | | | 83,79% |
| Conseq Invest Akcie Nové Evropy B | Středoevropský region | CZK | -9,58% | -9,58% | 11,47% |
| BNP Paribas US Multi-Factor Equity I | Spojené Státy | USD | -9,11% | -7,86% | 5,92% |
| Templeton Asian Growth Fund I | Asie (bez Japonska) | USD | -2,03% | -0,68% | 5,42% |
| BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I | Asie (bez Japonska) | EUR | -2,93% | -2,24% | 5,36% |
| FF - Emerging Asia Fund I | Asie (bez Japonska) | USD | -3,81% | -2,49% | 5,33% |
| Franklin Mutual European Fund I | Evropa | EUR | -8,92% | -8,27% | 4,47% |
| FF - America Fund I | Spojené Státy | USD | -9,59% | -8,35% | 4,22% |
| Franklin Mutual U.S. Value Fund I | Spojené Státy | USD | -11,20% | -9,98% | 4,22% |
| Templeton Asian Smaller Companies Fund I | Asie (bez Japonska) | USD | -5,14% | -3,83% | 3,11% |
| LOYS Aktien Europa I | Evropa | EUR | -6,09% | -5,42% | 2,88% |
| BNP Paribas Europe Small Cap I | Evropa | EUR | -7,96% | -7,30% | 2,80% |
| BNP Paribas US Small Cap I | Spojené Státy | USD | -7,52% | -6,25% | 2,80% |
| BNP Paribas Euro Equity I | Evropa | EUR | -6,68% | -6,01% | 2,80% |
| NN (L) European Equity I | Evropa | EUR | -8,69% | -8,04% | 2,78% |
| NN (L) EURO Equity I Cap | Evropa | EUR | -7,48% | -6,82% | 2,73% |
| FF - Latin America Fund I | Latinská Amerika | USD | -15,35% | -14,18% | 2,68% |
| Allianz China A-Shares WT | Čína | USD | 9,59% | 11,10% | 2,36% |
| Templeton Frontier Markets Fund I | Ostatní rozvíjející se trhy | USD | -7,35% | -6,07% | 2,08% |
| BNP Paribas Japan Equity I | Japonsko | JPY | -11,60% | -10,24% | 2,06% |
| FF - Japan Aggressive Fund I | Japonsko | JPY | -11,41% | -10,04% | 1,98% |
| BNP Paribas Russia Equity I | Rusko | EUR | -13,81% | -13,19% | 1,57% |
| FF - Australia Fund I | Austrálie | USD | -10,11% | -8,87% | 1,09% |
| BNP Paribas Turkey Equity I | Turecko | EUR | -13,88% | -13,27% | 1,02% |
| BNP Paribas US Mid Cap I | Severní Amerika | USD | -8,93% | -7,68% | 0,91% |
| Allianz Japan Equity WT (JPY) | Japonsko | JPY | -10,88% | -9,51% | 0,89% |
| Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I | Japonsko | JPY | n/a | n/a | 0,84% |
| OSTATNÍ | | | | | -1,09% |

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v únoru poklesla o 3,15 %. Za ztrátou fondu stojí zejména globálně se šířící nákaza koronavirem, který se během února rozšířil takřka po celém světě. Na trzích zavládl strach a nejistota, které zapříčinily velké výprodeje. Trhy rizikových aktiv tak zažívají od krize z roku 2008 nejhorší období. Méně rizikové dluhopisy prokázaly svou roli bezpečného přístavu a měsíc zakončili mírně v plusu.

Největší ztrátu připsal fond zaměřený na Latinskou Ameriku. Asijské fondy (bez Japonska) zaznamenaly jen malou ztrátu. Z akciových fondů zakončil měsíc v kladných číslech pouze fond zaměřený na Čínu, kde počty nově nakažených začaly výrazně klesat.

Na začátku měsíce jsme v portfoliích navýšili expozici fondů zaměřených na čínské A-share akcie na úkor ostatních fondů v asijském regionu.

| Název fondu | Teritoriální zaměření | Zákl. měna | MTD Výkonnost | | |
|---|------------------------------|------------|---------------|------------------|---------------------|
| | | | v z. měně | v měně portfolia | Rozložení portfolia |
| Krátkodobé investice | | | | | 18,54% |
| Peníze a peněžní ekvivalenty | | CZK | n/a | n/a | 1,40% |
| Conseq Invest Konzervativní A | Středoevropský region | CZK | 0,06% | 0,06% | 17,14% |
| Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia | | | | | 29,04% |
| Conseq Invest Dluhopisový B | Středoevropský region | CZK | 0,42% | 0,42% | 17,44% |
| Conseq korporátních dluhopisů A | Středoevropský region | CZK | 0,11% | 0,11% | 11,61% |
| Dluhopisové fondy - ostatní | | | | | 9,41% |
| Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A | Globální rozvíjející se trhy | CZK | -0,57% | -0,57% | 6,08% |
| PIMCO GIS Income Fund I | Globální | USD | -0,70% | 0,67% | 1,67% |
| Templeton Global Bond Fund I | Globální | USD | -0,55% | 0,82% | 1,66% |
| Fondy alternativních investic | | | | | 6,12% |
| Conseq realitní | Česká republika | CZK | n/a | n/a | 3,15% |
| Franklin K2 Alternative Strategies Fund I | Globální | USD | -1,16% | 0,20% | 1,55% |
| Allianz Structured Return IT | Severní Amerika | USD | -10,24% | -9,00% | 1,42% |
| Akciové fondy | | | | | 37,41% |
| Conseq Invest Akcie Nové Evropy B | Středoevropský region | CZK | -9,58% | -9,58% | 5,11% |
| BNP Paribas US Multi-Factor Equity I | Spojené Státy | USD | -9,11% | -7,86% | 2,64% |
| Templeton Asian Growth Fund I | Asie (bez Japonska) | USD | -2,03% | -0,68% | 2,42% |
| BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I | Asie (bez Japonska) | EUR | -2,93% | -2,24% | 2,39% |
| FF - Emerging Asia Fund I | Asie (bez Japonska) | USD | -3,81% | -2,49% | 2,38% |
| Franklin Mutual European Fund I | Evropa | EUR | -8,92% | -8,27% | 1,99% |
| FF - America Fund I | Spojené Státy | USD | -9,59% | -8,35% | 1,88% |
| Franklin Mutual U.S. Value Fund I | Spojené Státy | USD | -11,20% | -9,98% | 1,88% |
| Templeton Asian Smaller Companies Fund I | Asie (bez Japonska) | USD | -5,14% | -3,83% | 1,39% |
| LOYS Aktien Europa I | Evropa | EUR | -6,09% | -5,42% | 1,28% |
| BNP Paribas US Small Cap I | Spojené Státy | USD | -7,52% | -6,25% | 1,25% |
| BNP Paribas Europe Small Cap I | Evropa | EUR | -7,96% | -7,30% | 1,25% |
| BNP Paribas Euro Equity I | Evropa | EUR | -6,68% | -6,01% | 1,25% |
| NN (L) European Equity I | Evropa | EUR | -8,69% | -8,04% | 1,24% |
| NN (L) EURO Equity I Cap | Evropa | EUR | -7,48% | -6,82% | 1,22% |
| FF - Latin America Fund I | Latinská Amerika | USD | -15,35% | -14,18% | 1,20% |
| Allianz China A-Shares WT | Čína | USD | 9,59% | 11,10% | 1,06% |
| Templeton Frontier Markets Fund I | Ostatní rozvíjející se trhy | USD | -7,35% | -6,07% | 0,94% |
| BNP Paribas Japan Equity I | Japonsko | JPY | -11,60% | -10,24% | 0,92% |
| FF - Japan Aggressive Fund I | Japonsko | JPY | -11,41% | -10,04% | 0,89% |
| BNP Paribas Russia Equity I | Rusko | EUR | -13,81% | -13,19% | 0,70% |
| FF - Australia Fund I | Austrálie | USD | -10,11% | -8,87% | 0,48% |
| BNP Paribas Turkey Equity I | Turecko | EUR | -13,88% | -13,27% | 0,46% |
| BNP Paribas US Mid Cap I | Severní Amerika | USD | -8,93% | -7,68% | 0,41% |
| Allianz Japan Equity WT (JPY) | Japonsko | JPY | -10,88% | -9,51% | 0,40% |
| Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I | Japonsko | JPY | n/a | n/a | 0,38% |
| OSTATNÍ | | | | | -0,52% |

Konzervativní portfolio

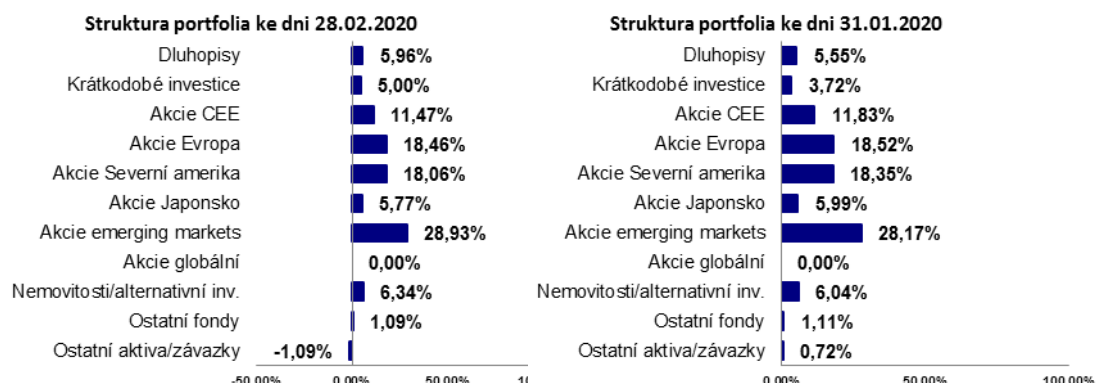
Hodnota konzervativního portfolio v únoru poklesla o 0,31 %. Dluhopisové trhy byly během února téměř jako všechna ostatní aktiva zasažena nejistotou a strachem z koronaviru. Méně rizikové dluhopisy prokázaly svou pověst bezpečného přístavu a i během silných poklesů na trzích zvládli udržet svou výkonnost mírně v plusu.

Část portfolio alokovaná do akcií a alternativních investic se silně podepsala na negativní výkonnosti portfolio.

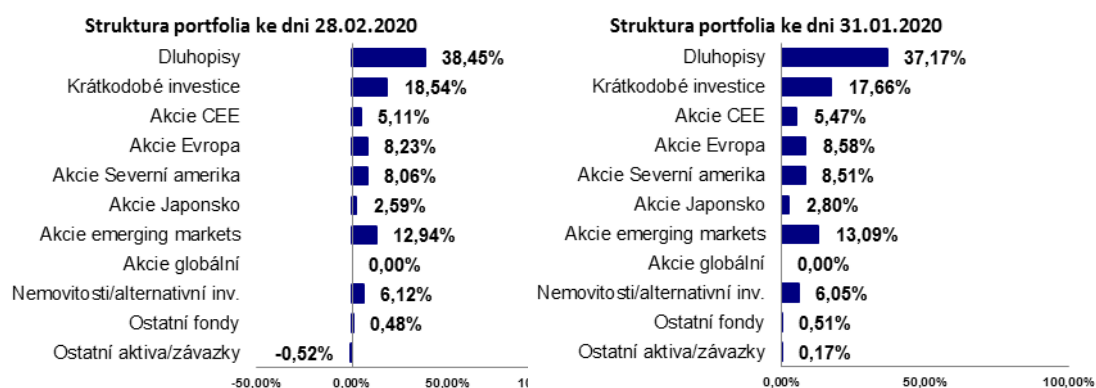
Tento měsíc jsme do portfolio aktivně nezasahovali.

| Přehled investičních nástrojů obsažených v portfolio | | MTD Výkonnost | | | |
|--|------------------------------|---------------|-----------|------------------|---------------------|
| Název fondu | Teritoriální zaměření | Zákl. měna | v z. měně | v měně portfolio | Rozložení portfolio |
| Krátkodobé investice | | | | | 33,27% |
| Peníze a peněžní ekvivalenty | | CZK | n/a | n/a | 1,00% |
| Conseq Invest Konzervativní A | Středoevropský region | CZK | 0,06% | 0,06% | 32,27% |
| Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolio | | | | | 49,62% |
| Conseq Invest Dluhopisový B | Středoevropský region | CZK | 0,42% | 0,42% | 29,79% |
| Conseq korporátních dluhopisů A | Středoevropský region | CZK | 0,11% | 0,11% | 19,83% |
| Dluhopisové fondy - ostatní | | | | | 6,84% |
| Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A | Globální rozvíjející se trhy | CZK | -0,57% | -0,57% | 4,42% |
| PIMCO GIS Income Fund I | Globální | USD | -0,70% | 0,67% | 1,22% |
| Templeton Global Bond Fund I | Globální | USD | -0,55% | 0,82% | 1,21% |
| Fondy alternativních investic | | | | | 5,94% |
| Conseq realitní | Česká republika | CZK | n/a | n/a | 3,05% |
| Franklin K2 Alternative Strategies Fund I | Globální | USD | -1,16% | 0,20% | 1,51% |
| Allianz Structured Return IT | Severní Amerika | USD | -10,24% | -9,00% | 1,38% |
| Akciové fondy | | | | | 4,39% |
| NN (L) Emerging Markets High Dividend I | Globální rozvíjející se trhy | USD | -4,39% | -3,07% | 1,53% |
| Conseq Invest Akcie Nové Evropy B | Středoevropský region | CZK | -9,58% | -9,58% | 0,60% |
| BNP Paribas Euro Equity I | Evropa | EUR | -6,68% | -6,01% | 0,42% |
| Franklin Mutual European Fund I | Evropa | EUR | -8,92% | -8,27% | 0,40% |
| FF - America Fund I | Spojené Státy | USD | -9,59% | -8,35% | 0,40% |
| Franklin Mutual U.S. Value Fund I | Spojené Státy | USD | -11,20% | -9,98% | 0,40% |
| NN (L) Japan Equity I | Japonsko | JPY | -10,59% | -9,21% | 0,30% |
| BNP Paribas US Small Cap I | Spojené Státy | USD | -7,52% | -6,25% | 0,15% |
| BNP Paribas Europe Small Cap I | Evropa | EUR | -7,96% | -7,30% | 0,15% |
| FF - Australia Fund I | Austrálie | USD | -10,11% | -8,87% | 0,05% |
| OSTATNÍ | | | | | -0,07% |

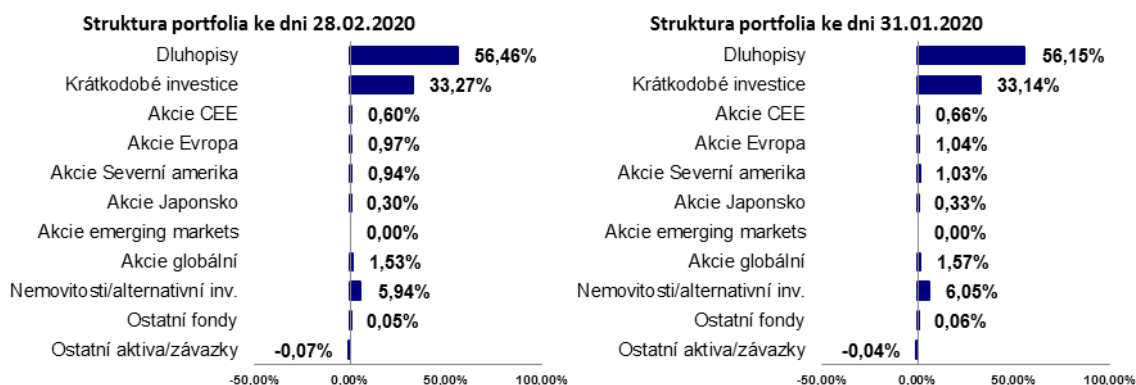
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Vývoj českého dluhopisového trhu bude i nadále ovlivňován vývojem v Eurozóně, absenci vyhlídky na další utažení měnové politiky ČNB a rostoucí pravděpodobností jejího uvolnění.

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 evidentně s otevřeným koncem, se může zdát, že střednědobý růst německých výnosů nemůže být na pořadu dne. Nicméně proti tomu hovoří absolutně extrémně nízké (hluboce záporné) výnosové úrovně, které dle našeho názoru nejsou dlouhodobě udržitelné. Navíc, faktorem, jež bude dle nás tlačit na střednědobý růst požadovaných výnosů, bude volnější fiskální politika v rámci zemí Eurozóny včetně jejího tvrdého jádra (Německo).

ČNB začátkem února překvapila, když proti většinovému očekávání stability zvýšila úrokové sazby o čtvrt procentního bodu na 2,25% (hlasování proběhlo nejtěsnějším rozdílem 4:3). To jen podtrhlo naše hodnocení, že nastavení měnové politiky a námi očekávaná stabilita sazeb během zbytku roku není konsistentní s aktuální úrovní výnosů českých státních dluhopisů. Výnosová křivka se totiž po celé délce nacházela hluboko pod úrovní repo sazby (cca 1,5% p.a. po celé délce až do splatnosti 15 let; versus repo sazba 2,25%), a implikovala tak výrazné očekávané snižování sazeb, které bylo v kontrastu s úrovní a očekávaným vývojem celkové i jádrové inflace.

Dalším rizikovým faktorem (ve směru růstu výnosů/poklesu cen dluhopisů) je nadále situace na devizovém trhu. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž stále uložena právě v českých dluhopisech – koncem minulého roku drželi nerezidenti 36,7 % všech a 40,6 % 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 prémie

Nicméně aktuálně bude vše výše zmíněné záležet na vývoji situace okolo šíření virové epidemie a dopadech přijatých opatření, která mají mnohdy drastický charakter. Dopad do ekonomické aktivity je minimálně v prvním kvartále jistý. Důležitým faktorem bude délka, po kterou budou v platnosti přijatá opatření. S vysokou pravděpodobností tak lze očekávat, že po nějakou dobu budou centrální banky dělat vše pro podporu ekonomiky a návrat do normálního režimu se tak odkládá.

Polská inflace je nadále vysoká (a to i inflace jádrová) a polské ekonomice se stále daří (růst navzdory německé slabosti polevuje, ale proti tomuto tlaku jde svou fiskální politikou vláda). Z toho by šlo očekávat, že měnová politika se postará o růst výnosů. Zářijové uvolnění měnové politiky v Eurozóně, její ochabující růst a také holubičí nastavení polské centrální banky však toto očekávání efektivně nabourávají. Naším základním scénářem tak pro nejbližší čtvrtletí je oscilace kolem současných hodnot, v případě nějakého pohybu pak spíše další mírný posun směrem dolů. Pro růst výnosů nevidíme žádné dobré důvody.

Vlivem probíhající stagnace turecké ekonomiky a silného bazického efektu poklesla spotřebitelská inflace výrazněji pod hranici 10%, v závěru roku 2019 a počátkem letošního roku se však vrátila až nad úroveň 12%. Především pokles inflace umožnil centrální bance (v souladu se silným přáním prezidenta Erdogana) výrazně snížit měnověpolitické úrokové sazby (v úhrnu zatím o 12,75 p.b. od maxima po eskalaci krize na podzim 2018) k hranici 11%. V letošním roce bude záležet na dalším inflačním, celkově ekonomickém a v neposlední řadě též geopolitickém vývoji. Prostor pro další cenový růst vládních dluhopisů v našem základním scénáři vidíme pro nejbližší období jako omezený s vyšším rizikem korekce části předešlých rozsáhlých zisků, v delším horizontu pak vývoj určí inflační trajektorie (mj. pod vlivem stability/nestability měnového kurzu), stav vnitřní a vnější bilance (deficity rozpočtu a běžného účtu platební bilance) spolu s geopolitickou situací.

Měny

U kurzu eura proti dolaru vidíme pro nejbližší měsíce kurz dolaru na dolní hranici námi dlouhodobě predikovaného pásma 1,12-1,14. Měnová politika ECB totiž dle nás v nejbližších měsících žádné překvapení již nepřinese, Brexit teď je ve fázi klidu. Naproti tomu se však na opačné straně Atlantiku množí očekávání, že centrální banka sníží sazby, a to dokonce i více krát. Goldman Sachs kupříkladu očekávají trojí snížení, Bank of America dokonce pracuje s možností, že sazby klesnou i o 100 b.b. Nevěříme, že by FED až natolik zpanikařil, ale posun holubičím směrem čekat lze. S nepříznivým dopadem na dolar.

Posílení koruny, jak jsme na tomto místě psali naposledy, nevydrželo, a koruna se vrátila nad 25,50. V následujících měsících budeme svědky vývoje, který jsme tady viděli v minulém roce: oscilace mezi 25,50 a 26. Případný pokles sazeb ČNB posune koruna na slabší okraj tohoto pásma.

Polskému zlotému by z fundamentálního hlediska svědčily i hodnoty znatelně silnější, nečekáme však, že se na tyto úrovně zlotý hned tak dostane. K nastartování posilování k hranici 4,15 by bylo potřeba impulsu, nejspíše ze strany měnové politiky (silný růst ekonomiky doposud na nastartování posilování evidentně nestačil). Toho se však jen tak nedočkáme. Proto nadále očekáváme oscilaci kolem 4,30, častěji, snad, pod touto hranicí.

Maďarský forint by fundamentálně také měl být silnější, k tomu by však kromě solidního makra potřeboval ujištění od centrální banky nejlépe v podobě utaženější měnové politiky, že se jí inflace nevymyká z rukou. Takového ujištění se mu však, podobně jako u zlotého, nedostává. Proto si myslíme, že v nejbližší době bude forint mnohem slabší (přes 330), než by fundamentálně s rozumnější centrální bankou mohl být (310-315).

Po výrazných propadech způsobených především zprávami ohledně COVID-19 a jeho možných dopadech na hospodářskou aktivitu se některé akciové trhy dostaly na zajímavé úrovně, zvláště pak ty z regionu střední Evropa. Délka a rozsah šíření Corona viru prozatím nejsou známe, stejně tak ani dopad do ekonomik, avšak i v tomto případě předpokládáme, že se situace během pár měsíců uklidní (anabáze Čína) a trhy opět začnou diskontovat budoucí vývoj světového hospodářství a měnových politik centrálních bank. Akceleraci ekonomické aktivity tak nyní očekáváme především v druhé polovině roku, stejně tak růst ziskových ukazatelů korporací. Výhled na globální akciové trhy pro zbytek roku 2020 máme regionálně selektivně pozitivní jsme na evropské a rozvíjející se trhy, nadále opatrní naopak na US trhy. Světová ekonomika dosáhla v rámci aktuálního hospodářského cyklu vrcholu na konci roku 2017 a od začátku roku 2018 postupně mírně zpomaluje. Současný růst světové ekonomiky je stále ještě relativně slušný, nicméně postupné zpomalování dynamiky pokračuje. Co se týká klíčových centrálních bank- ECB, Fed a BoJ v únoru nastavení velice uvolněných měnových politik nezměnily. Přitom platí, že zejména v eurozóně se v souvislosti s pravděpodobně slabou účinností měnové politiky začalo hovořit o tom, že k podpoře ekonomického růstu by měly být použity masivní fiskální stimuly. Mimo jiné se takto vyjádřila nová prezidentka Christine Lagardeová.

Globální akciové trhy

Nejvyšší růstový potenciál v rámci středoevropského regionu nyní vidíme u slovinských a některých českých akcií. Místní trhy se vyznačují vysokými dividendovými výnosy a relativně nízkým zadlužením. Bankovní tituly pak vysokou kapitalizací, dobrou ziskovostí vlastního kapitálu a úrokovou marží. U polského akciového trhu nadále vidíme rizika ve vysokém zastoupení státu v podílech mnoha společností, což často vede k výměnám managementu, nevhodným akvizicím nebo neefektivnímu řízení mnohdy bez ohledu na cíle minoritních akcionářů. Pozitivní však jsme na polské společnosti ze spotřebitelského sektoru a některé banky, jež dle našeho názoru mají mnoho negativních událostí již v cenách akcií zaceněno. Z hodnotového pohledu se nám líbí mnoho slovinských společností. Ze segmentu START, části pražské burzy pro malé firmy, jsme pozitivní na akcie výrobce strun do 3D tiskáren, Fillamentum, výrobce obuvi Prabos, producenta bezpilotních letadel Primoco a také na zpracovatele kůží společnost Karo.

Anne-Françoise Blüher

Adam Šperl

Šimon Schloff

Portfolio managers