

## ERGO pojišťovna

## ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC SRPEN 2019

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH.....	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ .....	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ .....	8



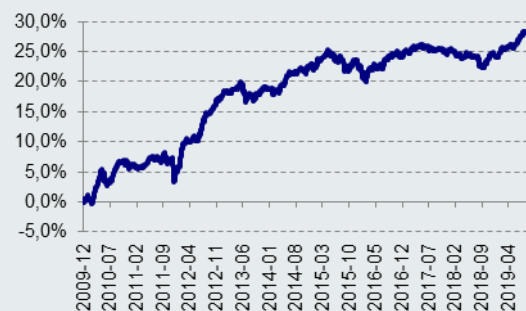
### Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia	151,5712
Výkonnost za poslední měsíc	-3,01%



### Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia	141,2409
Výkonnost za poslední měsíc	-1,26%



### Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia	128,4041
Výkonnost za poslední měsíc	0,12%

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

### DLUHOPISY – USA, EMU

Po klidném a nudném červenci se během srpna na obou stranách Atlantiku dluhopisoví investoři nenudili. Výnosy totiž vlivem napětí ve vztazích USA a Čína a vyhlídek na podstatné uvolnění měnové politiky v Eurozóně, podpořené čelnými představiteli ECB (třeba finský guvernér O.Rehn) začaly v první polovině měsíce znovu citelně klesat. Desetiletý americký výnos se tak dostal až pod 1,5%, nejnižší od léta 2016, desetiletý německý výnos klesl na bezmála -0,7%, což je samozřejmě historické minimum. Celá německá výnosová křivka se dostala do záporu – i třicetiletý výnos na úroveň -15 b.b. Na krátkém konci výnosy samozřejmě také klesly, u německých dvouletých výnosů na -0,9%, u amerických na dohled 1,4%. Ve druhé polovině minulého měsíce se pak v Německu už nic podstatného nestalo (výnosy stagnovaly lehce nad -0,7%), v Americe pak ještě dále mírně klesaly.

### DLUHOPISY ČR

**Vývoj na české výnosové křivce v srpnu opět reflektoval, jak je již několik měsíců opět zvykem, primárně události ze zahraničí.** Výnosy dlouhých dluhopisů v první polovině srpna dále klesaly (ceny dluhopisů rostly), a to na desetileté splatnosti z úrovně 1,2% na konci července až pod 1% koncem první poloviny srpna (pod procentem byly výnosy naposledy v červnu 2017).

Na dvouleté splatnosti se výnosy dostaly až pod jedno procento, tj. nejnižší za více než rok. Ve druhé polovině srpna však výnosy vzrostly (+15 b.b. na dlouhém konci), což byl rozdíl vůči vývoji v Německu, kde ve druhé polovině srpna výnosy stagnovaly. Důvodem byla zřejmě překvapivě silná data o růstu ekonomiky (podobný vývoj jsme viděli i v Polsku), která snížila pravděpodobnost, že se k plánovanému uvolnění politiky ECB přidá brzy i ČNB.

Bloomberg Barclays Czech Index



### DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

#### Polské dluhopisy

**U polských výnosů byl srpnový vývoj shodný s vývojem v České republice.** V první polovině měsíce tedy dlouhé výnosy klesaly, a to až pod 1,8%, což bylo samozřejmě nové historické minimum. Po zveřejnění silných růstových dat (a také proto, že německé výnosy stagnovaly) ve druhé polovině měsíce zamířily dlouhé výnosy v mírné korekci nahoru (1,9%).

#### Turecké dluhopisy

Ceny tureckých vládních dluhopisů čelily během srpna poměrně citelné sestupné korekci, když se dostaly pod tlak vlivem zahraničních faktorů, jmenovitě zvýšené rizikové averze v souvislosti s eskalací obchodní války mezi USA a Čínou. Ztrácel též měnové kurz TRY, když vidina klesajícího úrokového polštáře s ohledem na nastoupený cyklus snižování sazeb centrální banky byla nezanedbatelným negativním elementem. Rebalancování turecké ekonomiky však nadále probíhalo – reálná ekonomika ve stagnaci až mírné kontrakci nadále snižovala obchodní schodek/deficit běžného účtu, mj. díky silnému nárůstu příjmů z turismu. Index tureckých státních dluhopisů za srpen ztratil 0,7%, od počátku roku však i tak připisuje přes 14%. Turecká lira na tom byla hůře, když odepsala přes 4% vůči koši měn (1:1 EUR, USD).

#### Firemní dluhopisy

Firemní oblihační trh byl v srpnu pod vlivem protichůdných faktorů – rostoucí obavy z eskalace obchodních válek mezi USA a Čínou, jež se stále více zakusují do globálního ekonomického růstu a proti tomu působící obrát v trendech měnových politik centrálních bank v čele s Fedem a ECB směrem k opětovně nižším, respektive ještě více záporným úrokovým sazbám. Výsledkem byl v průměru růst cen firemních dluhopisů, nicméně v o něco menším rozsahu proti

bezrizikovým státním benchmarkům. Kreditní marže v rámci investičního stupně rostly, v případě indexu EUR iBoxx Corporate IG se jednalo o posun o 12 b. na 79 bodů. Segment spekulativního stupně byl stabilnější, vzestup kreditní marže byl nepatrný, o 4 b. na 303 body. Co se týče trhu Credit default swapů (CDS), zde byla patrná stabilita napříč ratingovými segmenty - indexy iTraxx Europe (IG segment) a iTraxx Crossover (HY segment), měřící průměrnou kreditní marži, klesly shodně o 1 b. na 49, resp. 252 bodů.

## AKCIE

### Globální trhy

Směr globálních akciových trhů byl primárně určován tweety amerického prezidenta Trumpa. Zároveň nesnížení základní úrokové sazby na zasedání amerického FEDu, obavy ohledně zpomalování evropské ekonomiky a v neposlední řadě nadále neukončené obchodní války vedly k poklesům akciových trhů. V USA (index S&P500 -1,8%) skončila výsledková sezóna za druhé čtvrtletí letošního roku, přičemž

opětovně došlo k překonání odhadů analytiků jak na úrovni tržeb, tak na úrovni čistých zisků. Zveřejněná čísla však potvrdila krátkodobý trend snižování tempa růstu zisků, pozitivní obrat je očekáván ve čtvrtém čtvrtletí. Evropské akcie (index DJ STOXX 600 -1,6%) reflektovaly slábnoucí ekonomickou dynamiku a nadále nedořešený BREXIT. Dochází tak k poklesům objednávek a investičních výdajů společností. Také u evropských společností se očekává návrat k akceleraci ziskovosti na konci roku.

Akcie na rozvíjejících se trzích poklesly druhý měsíc v řadě, když tentokrát souhrnný index MSCI Emerging Markets USD odepsal citelnou ztrátu 5,08 %. Hlavním katalyzátorem se staly ostré tweety amerického prezidenta z počátku měsíce, jenž znamenaly opětovné eskalování obchodní války mezi USA a Čínou. Následné obavy z možné eskalace a možného zpomalení ekonomického růstu způsobily pokles prakticky na všech hlavních trzích. Ke konci měsíce se začaly našťestí objevovat zprávy o tom, že jednání budou dále pokračovat, přičemž trhy alespoň mírně korigovaly ztráty. Velká pozornost se upínala i na situaci v Hong-Kongu, kde akcie v reakci na sílící občanské nepokoje odepsaly 7,39 % (v místní měně). Hrozící vojenský zásah ze strany Číny, blokáce letiště a masové demonstrace paralyzovaly toto důležité asijské finanční centrum.

MSCI World Index



### Středoevropské trhy

Středoevropské akciové trhy také klesaly. Mimo dění ve světě a zpomalování německé ekonomiky se v Polsku začala opět přetřásat sága hypoték denominovaných ve švýcarských francích. Nález Evropského soudního dvoru ohledně kompenzace držitelů CHF hypoték za kurzové ztráty by znamenal výrazné ztráty některých akcií polských bank, což by mohlo zatřást s celým bankovním sektorem. Polský akciový index WIG 30 tak odepsal 6,2%. Český index PX skončil s pouze mírnými ztrátami (-1,8%). Šestnáctiprocentní zhodnocení předvedly akcie softwarové společnosti Avast, která zveřejnila dobré čtvrtletní hospodářské výsledky. Zbylá část trhu, tvořená především finančními institucemi, již ztrácela. V plusu skončil rumunský index BET (+0,3%), kdy se dařilo hlavně společnostem ze spotřebitelského sektoru.

## STRUKTURA PORTFOLIÍ

### Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v srpnu klesla o 3,01 %. Akciovým trhů se vůbec nedařilo, fondy odepisovaly ztráty napříč všemi regiony. Za poklesy stojí především ostré tweety amerického prezidenta, který opět eskaloval obchodní válku, občanské nepokoje v Hong-Kongu, či slabé výsledky přicházející z Latinské Ameriky.

V závěru měsíce jsme se rozhodli mírně navýšit akciovou složku, a to na úkor korunových dluhopisových fondů. Při současných velmi nízkých výnosech nám tyto dluhopisy nepřipadají příliš přitažlivé, zatímco především evropské akcie (včetně regionálních) a akcie na rozvíjejících se trzích se obchodují na relativně atraktivních úrovních. Příslibem pro ně může být také postoj Evropské centrální banky, která brzy nejspíše přijde s dalším podpurným balíčkem, fiskální impulsy či slabší Euro.

Název fondu	Teritoriální zaměření	MTD Výkonnost			
		Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>2,13%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,13%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>1,90%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,39%	0,39%	1,14%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,05%	0,05%	0,76%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>2,72%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,05%	0,05%	1,91%
Templeton Global Bond Fund I	Globální	USD	-5,19%	-3,25%	0,81%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>6,74%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,81%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I	Globální	USD	-0,25%	1,79%	1,47%
Allianz Structured Return IT	Severní Amerika	USD	-0,24%	1,80%	1,46%
<b>Akciové fondy</b>					<b>88,48%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-2,62%	-2,62%	12,28%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-3,57%	-1,60%	6,52%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,22%	-2,26%	6,49%
BNP Paribas Equity USA I	Spojené Státy	USD	-2,78%	-0,79%	6,16%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-4,00%	-3,05%	5,41%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-2,77%	-1,80%	4,99%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-3,30%	-1,33%	4,62%
FF - America Fund I	Severní Amerika	USD	-5,23%	-3,29%	4,57%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-3,20%	0,93%	3,26%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-6,50%	-4,59%	3,22%
NN (L) EURO Equity I Cap	Evropa	EUR	-0,97%	0,01%	2,99%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	-1,85%	-0,87%	2,99%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	-1,77%	-0,79%	2,98%
Franklin European Small-Mid Cap Fund I	Evropa	EUR	-6,89%	-5,96%	2,94%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-2,79%	-1,82%	2,93%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-8,07%	-6,19%	2,90%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-5,04%	-3,10%	2,85%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-4,14%	-2,18%	2,18%
BNP Paribas Equity Russia Opportunities I	Rusko	USD	-5,72%	-3,79%	1,72%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	-3,24%	0,89%	1,28%
FF - Australia Fund I	Ostatní vyspělé trhy	USD	-2,92%	-0,94%	1,21%
BNP Paribas Turkey Equity I	Turecko	EUR	-8,76%	-7,85%	1,10%
Allianz Japan Equity Share Class IT	Japonsko	JPY	-2,17%	2,00%	0,99%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	-2,54%	1,62%	0,97%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	-3,90%	-1,94%	0,95%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-1,97%</b>

## Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v srpnu klesla o 1,26 %. Akciovým trhů se vůbec nedařilo, fondy odepisovaly ztráty napříč všemi regiony. Za poklesy stojí především ostré tweety amerického prezidenta, který opět eskaloval obchodní válku, občanské nepokoje v Hong-Kongu, či slabé výsledky přicházející z Latinské Ameriky. Dluhopisovým fondům se naopak opět dařilo, pomohla jim vyhlídka podstatné uvolnění měnové politiky v Eurozóně a přesun investorů od akcií směrem k méně rizikovým nástrojům. Výjimkou byla ztráta Templeton Global Bond fondu, která byla způsobena velmi výrazným propadem argentinských dluhopisů, jenž tento fond drží. V závěru měsíce jsme se rozhodli mírně navýšit akciovou složku, a to na úkor korunových dluhopisových fondů. Při současných velmi nízkých výnosech nám tyto dluhopisy nepřipadají příliš přitažlivé, zatímco především evropské akcie (včetně regionálních) a akcie na rozvíjejících se trzích se obchodují na relativně atraktivních úrovních. Příslibem pro ně může být také postoj Evropské centrální banky, která brzy nejspíše přijde s dalším podpurným balíčkem, fiskální impulsy či slabší Euro.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>14,66%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,90%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,31%	0,31%	12,76%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>26,92%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,39%	0,39%	16,15%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,05%	0,05%	10,78%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>9,08%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,05%	0,05%	5,91%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	n/a	n/a	1,60%
Templeton Global Bond Fund I	Globální	USD	-5,19%	-3,25%	1,57%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>6,58%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,67%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I	Globální	USD	-0,25%	1,79%	1,46%
Allianz Structured Return IT	Severní Amerika	USD	-0,24%	1,80%	1,45%
<b>Akciové fondy</b>					<b>43,73%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-2,62%	-2,62%	6,04%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-3,57%	-1,60%	3,22%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,22%	-2,26%	3,21%
BNP Paribas Equity USA I	Spojené Státy	USD	-2,78%	-0,79%	3,04%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-4,00%	-3,05%	2,67%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-2,77%	-1,80%	2,46%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-3,30%	-1,33%	2,29%
FF - America Fund I	Severní Amerika	USD	-5,23%	-3,29%	2,27%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-3,20%	0,93%	1,60%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-6,50%	-4,59%	1,59%
NN (L) EURO Equity I Cap	Evropa	EUR	-0,97%	0,01%	1,48%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	-1,85%	-0,87%	1,48%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	-1,77%	-0,79%	1,47%
Franklin European Small-Mid Cap Fund I	Evropa	EUR	-6,89%	-5,96%	1,45%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-2,79%	-1,82%	1,45%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-8,07%	-6,19%	1,43%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-5,04%	-3,10%	1,43%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-4,14%	-2,18%	1,07%
BNP Paribas Equity Russia Opportunities I	Rusko	USD	-5,72%	-3,79%	0,85%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	-3,24%	0,89%	0,64%
FF - Australia Fund I	Ostatní vyspělé trhy	USD	-2,92%	-0,94%	0,60%
BNP Paribas Turkey Equity I	Turecko	EUR	-8,76%	-7,85%	0,55%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	-2,54%	1,62%	0,48%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	-3,90%	-1,94%	0,48%
Allianz Japan Equity Share Class IT	Japonsko	JPY	-2,17%	2,00%	0,46%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,97%</b>

## Konzervativní portfolio

Hodnota konzervativního portfolia v srpnu vzrostla o 0,12 %. Dluhopisovým fondům se opět dařilo, pomohla jim vyhlídka na podstatné uvolnění měnové politiky v Eurozóně a přesun investorů od akcií směrem k méně rizikovým nástrojům. Výjimkou byla ztráta Templeton Global Bond fondu, která byla způsobena velmi výrazným propadem argentinských dluhopisů, jenž tento fond drží.

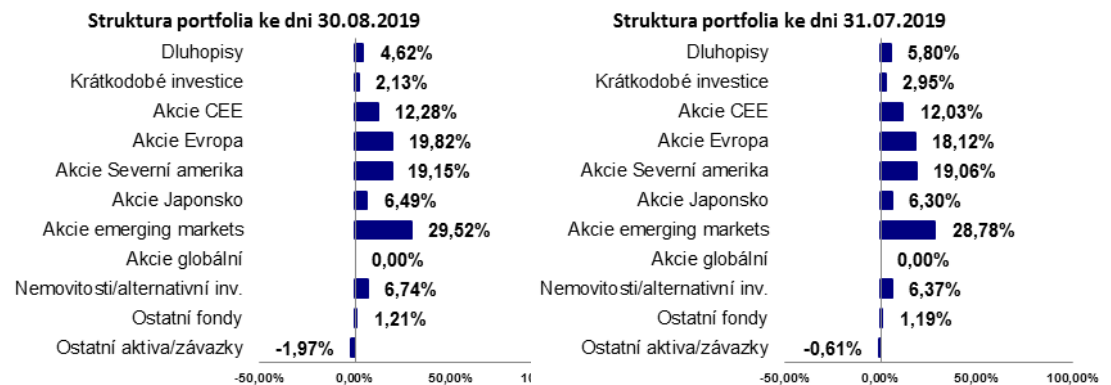
Část portfolia alokovaná do akcií měla na výkonnost portfolia negativní dopad.

V závěru měsíce jsme se rozhodli mírně navýšit akciovou složku, a to na úkor korunových dluhopisových fondů. Při současných velmi nízkých výnosech nám tyto dluhopisy nepřipadají příliš přitažlivé, zatímco především evropské akcie (včetně regionálních) a akcie na rozvíjejících se trzích se obchodují na relativně atraktivních úrovních. Příslibem pro ně může být také postoj Evropské centrální banky, která brzy nejspíše přijde s dalším podpurným balíčkem, fiskální impulsy či slabší Euro. Je však třeba mít na paměti, že akciová složka v portfoliu je relativně velice malá.

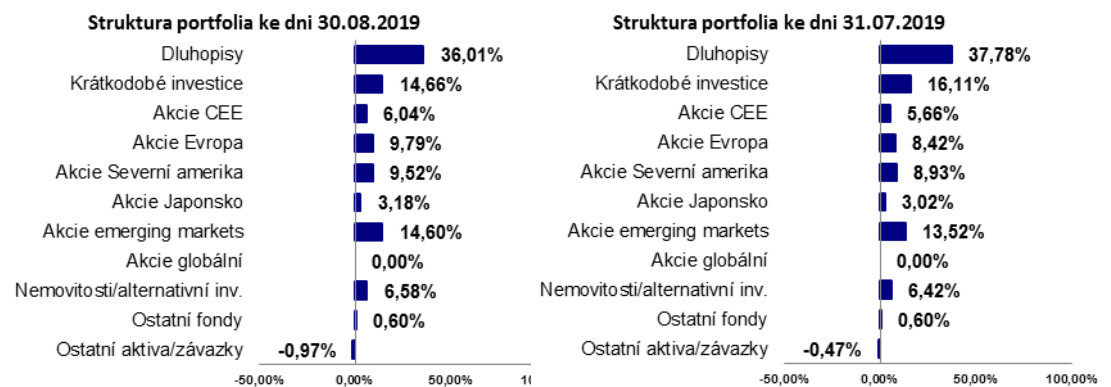
Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>32,58%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,21%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,31%	0,31%	31,36%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>48,20%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,39%	0,39%	28,91%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,05%	0,05%	19,30%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>6,87%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,05%	0,05%	4,45%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	n/a	n/a	1,25%
Templeton Global Bond Fund I	Globální	USD	-5,19%	-3,25%	1,17%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>6,67%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,72%
Allianz Structured Return IT	Severní Amerika	USD	-0,24%	1,80%	1,50%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I	Globální	USD	-0,25%	1,79%	1,46%
<b>Akciové fondy</b>					<b>5,75%</b>
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-5,77%	-3,85%	1,97%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-2,62%	-2,62%	0,81%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-2,77%	-1,80%	0,56%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	-1,85%	-0,87%	0,56%
FF - America Fund I	Severní Amerika	USD	-5,23%	-3,29%	0,54%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-3,30%	-1,33%	0,49%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	-4,20%	-0,11%	0,43%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-5,04%	-3,10%	0,17%
Franklin European Small-Mid Cap Fund I	Evropa	EUR	-6,89%	-5,96%	0,14%
FF - Australia Fund I	Ostatní vyspělé trhy	USD	-2,92%	-0,94%	0,08%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,07%</b>



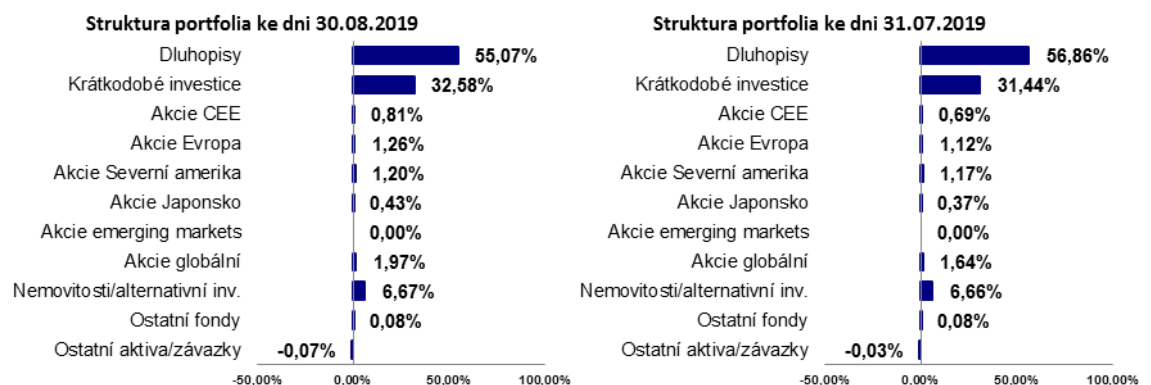
## DYNAMICKÉ PORTFOLIO



## VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



## KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### České dluhopisy

**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 českých výnosů musí přijít zvenčí. Po červnovém zasedání ECB narostlo riziko, že se měnová politika neutáhne, nýbrž uvolní, po červencovém zasedání se pravděpodobnost, že tomu tak bude, přiblížila jistotě. A po srpnových vyjádřeních představitelů ECB je evidentní nejenom to, že uvolnění přijde, ale že bude nejspíš masivní. To samozřejmě do značné míry limituje setrvalejší růst německých výnosů, na který by, pokud by k němu došlo, nemohly české dluhopisy nereagovat. ČNB také vyloučila další růst sazeb, a pokud se někam sazby pohnou, tak při naplnění negativního ekonomického scénáře dolů. Na druhou stranu, české výnosy již citelně na tento vývoj v očekáváních reagovaly, ze současných úrovní okolo 1% (a tedy hluboko pod klíčovou repo sazbou ČNB) již dle nás prostor k dalšímu trvalejšímu poklesu nemají.

**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 prvního pololetí drželi nerezidenti 37 % všech a 41 % korunových dluhopisů, což jsou stále velmi vysoké podíly. Jinými slovy, dluhopisy podobně jako koruna jsou a zůstanou až do doby, kdy tyto podíly výrazněji poklesnou, velmi náchylné na zhoršení sentimentu. Pokud by k němu došlo, výprodej by krátkodobě vytlačil výnosy nahoru a došlo by k roztažení rizikové premie.

Polská inflace dále roste a polské ekonomice se stále daří, absence byť jen stopových prvků „jestřábích“ reakcí u centrální banky a uvolňování měnové politiky v Eurozóně však ukazují i v případě polských výnosů jen jedním směrem. A to směrem dolů.

Vlivem probíhající stagnace turecké ekonomiky a silného bazického efektu dle našeho odhadu ve zbytku roku dále citelně poklesne dynamika inflace (blízko hranici 10%), což otevře další prostor pro pokles úrokových sazeb centrální banky. Ta dle tržního konsensu úroveň klíčových měnověpolitických sazeb dále sníží ze současných téměř 20%, v úhrnu do konce roku čekáme 400 - 500 bps. Ceny vládních dluhopisů díky tomu v základním scénáři porostou, výnosová křivka by mohla klesnout ze současných 15% o dalších cca 250 bps. Reálné měnověpolitické úrokové sazby sice budou i nadále klesat na relativně méně atraktivní úrovně, nicméně pro nejbližší období bude pro turecká aktiva pozitivním faktorem relativní 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.

**Kurz eura proti dolaru** se vyvíjí dle rizikového scénáře, který jsme popisovali, tj. že pokud se kurz dostane z pásma 1,12-1,14, pak nejpravděpodobněji směrem dolů. To se skutečně během srpna stalo. Dle nás tak nyní existuje prostor pro další posilování dolaru – uvolnění měnové politiky ECB bude nejspíš hodně agresivní (alespoň to naznačují vyjádření jejich představitelů), představitelé FEDU naopak dle zápisků z posledního zasedání nejsou automaticky nakloněni dalšímu snižování sazeb. Návrat eura na mírně silnější úrovně je možný jen pokud ECB trhy na nejbližším zasedání zklame nebo pokud FED skutečně uvolní ještě tři, čtyřikrát.

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 posílením 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 úrovně. Posílení koruny bude rovněž limitováno vysokým podílem zajištěných vývozů 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 ztlačí nad 25,50 korunami za euro, přičemž výrazné oslabení může v případě vyostření situace na trzích přijít velmi lehce.

### Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

### Měny



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 léta.

**U polského zlatého nadále očekáváme posílení.** Vyšší inflace by mohla (měla) nakonec přece rozvázat centrální bance ruce (anebo alespoň ústa), což by zlotý podpořilo. I bez slibu utážení politiky by však stávající úrokový diferenciál a solidní makro měly trhy přesvědčit, že současné hodnoty nad 4,30 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, naopak, dle posledního zasedání opět pokukuje holubičím směrem. Pokud by přece, jakkoliv se to zdá nepravděpodobné, došlo k příslibu v dohledné době zpřísnit domácí měnovou politiku (nebo ji zpřísnit alespoň relativně k ECB, tj. neuvolňovat ji doma), mohl by forint posílit pod 320 a směrem ke 310. Pokud se tak nestane, což je po srpnu mnohem pravděpodobnější, zůstane nejspíš mezi 320 a 330.

Srpnová mírná korekce akciových trhů mnoho nenaznačila a investoři tak i v následujících měsících budou muset sledovat rétoriku 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 opatrně pozitivní 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 střeoevropského 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 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.

Anne-Françoise Blüher  
Adam Šperl

Portfolio managers

## Globální akciové trhy

## Akciové trhy střední a východní Evropy