

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ČERVENEC 2019

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



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **156,2797**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,57%**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **143,0452**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,90%**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **128,2501**
 Výkonnost za poslední měsíc **1,01%**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Poté, co během května a června americké výnosy státních dluhopisů poklesly, setrvaly v červenci poměrně bez pohybu, což v případě desetiletých výnosů znamená, že zůstaly lehce nad hranicí dvou procent. Až po holubičím zasedání FED-u, na kterém došlo k prvnímu snížení sazeb za deset let, zaměřily v samém závěru července dolů. Desetileté výnosy se tak dostaly až na dohled 1,8%, což je jejich nejnižší hodnota od listopadu 2016.

V Eurozóně byl vývoj odlišný v první a ve druhé polovině července. V první polovině měsíce (německé desetileté) výnosy korigovaly červnové poklesy, z hodnot kolem -40 baz.bodů se dostaly „až“ na -20 bodů. Ve druhé polovině měsíce, po zasedání ECB a FED-u, se však výnosy zhroutily a koncem měsíce se desetiletý výnos dostal na nové minimum na úrovni -50 b.b. Na krátkém konci se dvouleté výnosy mírně dostaly až na -80 b.b.

DLUHOPISY ČR

Vývoj na české výnosové křivce v červenci reflektoval, jak je již několik měsíců opět zvykem, události v zahraničí (FED a ECB).

Výnosy dlouhých dluhopisů dále klesaly, a to na desetileté splatnosti z úrovně 1,5% na konci června až pod 1,2% na konci července (což je nejnižší od podzimu 2017). Na dvouleté splatnosti se výnosy dostaly až na dohled jednoho procenta, nejnižší za rok. To bylo samozřejmě umocněno i rétorikou Bankovní rady ČNB, ve které už nezbyl ani náznak toho, že by mělo dojít k dalšímu růstu sazeb. Došlo také k dalšímu, námi delší dobu očekávanému poklesu spreadu k německým dluhopisům, a to na 160 b.b. na desetileté splatnosti.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské

dluhopisy

U polských výnosů došlo, shodně s vývojem v Německu, rovněž k poklesu výnosů. Na krátkém konci se sice moc nestalo, a to proto, že polská centrální banka se navzdory rychle rostoucí poptávkové inflaci vehementně drží neměnného výhledu sazeb (dvouleté výnosy se snížily jen o 0,05 p.b. na 1,55%). Na dlouhém konci však došlo k dalšímu poklesu, podobně jako v červnu o čtvrt procentního bodu. Desetileté výnosy se tak dostaly na 2,2%, což je jejich nejnižší hodnota od jara roku 2015.

Turecké

dluhopisy

Vývoj v Turecku byl v červenci velmi pozitivní. Začátek měsíce potvrdil pokračování desinflačního trendu, když se meziroční inflace posunula o 300 bps. níže na 15,7 %. Stejně tak se nadále relativně pozitivně vyvíjela i statistika běžného účtu. To dále uvolňovalo ruce centrální bance a otevíralo prostor pro možné 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 následně, vysoko nad očekávání silné, snížení sazeb (o 425 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 %, stejně tolik přidal i index státních dluhopisů.

Firemní dluhopisy

Vývoj na kreditním trhu byl v červenci, stejně jako v červnu, v Eurozóně i v USA pozitivní. Korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně denominované v euru cenově rostly, a to o 0,2% resp. 0,7% (total return index). V případě dolarových instrumentů u investičního stupně cenově narostly o 0,5%, u spekulativního o 0,6%. U kreditních prémii korporátních dluhopisů denominovaných v euru nebyl červencový vývoj tak jednoznačný - dle indexu Markit

iTraxx Europe poklesly prémie dluhopisů investičního stupně o skoro 5%, u spekulativního stupně naopak o skoro 8% vzrostly. Vývoj spekulativních CDS premií byl pro nás překvapením, výhled uvolnění měnové politiky obou velkých centrálních bank měl být pro ně totiž dle nás pozitivní.

AKCIE

Globální trhy

Hlavní akciové trhy si připsaly mírné zisky, když reflektovaly stále neukončenou ságu obchodních válek a zároveň, pro akcie pozitivní, uvolněné měnově-politické výhledy předních centrálních bank. Americká centrální banka Fed (index S&P 500 +1,3 %) zasedala 31. července a v souladu s očekáváním investorů snížila základní úrokovou sazbu o 0,25 procentního bodu na cílové pásmo 2,00 až 2,25 %.

Fed své rozhodnutí zdůvodnil známými faktory jako mírně slabší inflace, mírně zpomalující americká ekonomika a především globální nejistoty, zejména v podobě obchodní války s Čínou. Zahájená výsledková sezóna opět výrazně nepřekvapovala, horší výsledky vykázaly investiční banky, naopak lepšími čísly se chlubil sektor zdravotnictví. V Evropě (index DJ STOXX 600 +0,2 %) se většina investorů domnívá, že ke snížení úrokových sazeb ECB by mohlo dojít už na příštím zasedání v září. Strašákem však nadále zůstává nedořešený Brexit a obchodní války, což akciím evropských společností brání v dosažení vyšších zisků.

Akcie na rozvíjejících trzích skončily v souhrnu letos meziměsíčně podruhé ve ztrátě, index MSCI Emerging Markets USD odepsal 1,69 %. V prvním prázdninovém měsíci jsme si od tématu obchodních válek v celku odpočali, trhy tak reagovaly většinou na události lokálního charakteru. Akcie v Indii (-4,86 %) zažily nejhorší červenec za 17 let a korigovaly předchozí povolební zisky. Investoři reagovali na horší makroekonomická data ukazující na zpomalení ekonomiky. Podobné důvody stojí i za ztrátami v Mexiku (-5,32 %). Do cen korejských akcií (-5 %) se promítlo zhoršení obchodních vztahů s Japonskem, což je pro silně exportně orientovanou ekonomiku velká rána. Akcie v Hong-Kongu při narůstajících občanských nepokojích poklesly o 2,68 %. Na ostatních významnějších trzích se obchodovalo v relativním klidu, např. čínské akcie zakončily měsíc se ziskem 0,26 %, v Brazílii pak přidaly 0,84 % (vše v lokálních měnách).

Výkonnost středoevropských trhů byla odrazem dění ve světě. Polské akcie (index WIG30 -2,8 %) kopírovaly vývoj rozvíjejících se trhů a umocněno o možný zásah v oblasti bankovních půjček denominovaných ve švýcarských francích ztrácely. Naopak pozitivně na růst rafinérských marží reagovaly akcie z ropného průmyslu, společnosti PKN Orlen a Lotos. V plusu skončila většina akcií obchodovaných na pražské burze (index PX +1,4 %). Přes 11 % si připsaly akcie mediální skupiny CME, reagující na dobré čtvrtletní hospodářské výsledky a na spekulace o možných akvizičních zájemcích. Vysoký zájem přetrvával ohledně rumunských akcií (index BET +4,4 %), jež jsou oproti ostatním trhům z regionu stále zajímavě oceněny.

MSCI World Index



Středoevropské trhy

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v červenci vzrostla o 0,57 %. Většina akciových fondů připisovala menší zisky, když reflektovali pro akcie pozitivní uvolněné měnově-politické výhledy předních centrálních bank. Nejvíce se dařilo tureckým aktivům, jimž pomohla snižující se inflace, uvolnění měnové politiky a pozitivní sentiment. Naopak nejhorších výsledků dosáhly zaznamenaly především asijské akciové trhy, které byly ovlivněny událostmi spíše lokálního charakteru (např. nepokoje v Hong-Kongu, zhoršení vztahů Korea-Japonsko a zpomalení růstu v Indii).

Tento měsíc jsme žádné aktivní změny v portfoliu nedělali.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					2,95%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,16%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,31%	0,31%	0,80%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					2,98%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,80%	0,80%	1,86%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	1,07%	1,07%	1,12%
Dluhopisové fondy - ostatní					2,82%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	5,17%	5,17%	2,01%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	1,62%	4,58%	0,81%
Fondy alternativních investic					6,37%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,58%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	0,42%	3,34%	1,40%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	0,78%	3,71%	1,39%
Akciové fondy					85,48%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	-0,28%	-0,28%	12,03%
FF - Emerging Asia Fund I-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	-0,88%	2,01%	6,24%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,29%	2,61%	6,17%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	1,95%	4,92%	6,14%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	0,31%	1,16%	5,21%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	0,97%	3,91%	4,59%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	0,55%	3,48%	4,54%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	0,22%	1,07%	4,51%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	1,68%	3,83%	3,13%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,76%	0,07%	3,11%
Fidelity Funds - Latin America Fund I-Acc-USD	Latinská Amerika	USD	1,02%	3,96%	2,99%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	0,28%	3,20%	2,85%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	-0,42%	0,42%	2,75%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	-0,21%	0,63%	2,74%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-0,34%	0,50%	2,73%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	1,03%	1,88%	2,70%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	-0,49%	0,35%	2,68%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	0,78%	3,71%	2,16%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	0,30%	3,22%	1,74%
Fidelity Fds Scv Japan Aggressive Fd I	Japonsko	JPY	3,06%	5,23%	1,31%
Fidelity Funds - Australia Fund I ACC USD	Ostatní vyspělé trhy	USD	1,89%	4,86%	1,19%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	11,06%	12,00%	1,15%
PARVEST EQUITY USA MID CAP I	Severní Amerika	USD	1,69%	4,65%	0,94%
Allianz Japan Equity Share Class IT	Japonsko	JPY	n/a	n/a	0,94%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	2,57%	4,73%	0,92%
OSTATNÍ					-0,61%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v červenci vzrostla o 0,90 %. Většina akciových fondů připisovala menší zisky, když reflektovali pro akcie pozitivní uvolněné měnově-politické výhledy předních centrálních bank. Nejvíce se dařilo tureckým aktivům, jimž pomohla snižující se inflace, uvolnění měnové politiky a pozitivní sentiment. Naopak nejhorších výsledků dosáhly zaznamenaly především asijské akciové trhy, které byly ovlivněny událostmi spíše lokálního charakteru (např. nepokoje v Hong-Kongu, zhoršení vztahů Korea-Japonsko a zpomalení růstu v Indii). Dominantním faktorem majícím vliv na vývoj cen (resp. výnosů) na dluhopisových trzích v červenci byly opět centrální banky. Poté, co americká centrální banka snížila poprvé po 10-ti letech sazby, zaměřily ceny amerických dluhopisů v závěru měsíce vzhůru. Evropské dluhopisy reagovaly po dalším holubičím zasedáním ECB stejným způsobem. Regionální dluhopisy pak tento vývoj reflektovaly, a rovněž zaznamenaly zisky. V segmentu korporátních dluhopisů byla situace prakticky identická - holubičí centrální banky způsobily utahování kreditních marží, což mělo za následek nárůst cen dluhopisů, a to napříč celým rizikovým spektrem.

Tento měsíc jsme žádné aktivní změny v portfoliu nedělali.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					16,11%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,97%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,31%	0,31%	14,14%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					28,66%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,80%	0,80%	17,91%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	1,07%	1,07%	10,75%
Dluhopisové fondy - ostatní					9,12%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	5,17%	5,17%	5,96%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	1,62%	4,58%	1,60%
PIMCO GIS Income I USD Acc	Globální	USD	n/a	n/a	1,56%
Fondy alternativních investic					6,42%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,60%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	0,42%	3,34%	1,41%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	0,78%	3,71%	1,41%
Akciové fondy					40,16%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	-0,28%	-0,28%	5,66%
FF - Emerging Asia Fund I-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	-0,88%	2,01%	2,96%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,29%	2,61%	2,88%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	1,95%	4,92%	2,84%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	0,31%	1,16%	2,48%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	0,97%	3,91%	2,15%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	0,22%	1,07%	2,13%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	0,55%	3,48%	2,13%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	1,68%	3,83%	1,49%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,76%	0,07%	1,41%
Fidelity Funds - Latin America Fund I-Acc-USD	Latinská Amerika	USD	1,02%	3,96%	1,39%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	0,28%	3,20%	1,35%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	-0,49%	0,35%	1,27%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	1,03%	1,88%	1,26%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	-0,21%	0,63%	1,26%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	-0,42%	0,42%	1,25%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-0,34%	0,50%	1,25%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	0,78%	3,71%	1,03%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	0,30%	3,22%	0,83%
Fidelity Fds Scv Japan Aggressive Fd I	Japonsko	JPY	3,06%	5,23%	0,62%
Fidelity Funds - Australia Fund I ACC USD	Ostatní vyspělé trhy	USD	1,89%	4,86%	0,60%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	11,06%	12,00%	0,54%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	2,57%	4,73%	0,47%
PARVEST EQUITY USA MID CAP I	Severní Amerika	USD	1,69%	4,65%	0,45%
Allianz Japan Equity Share Class IT	Japonsko	JPY	n/a	n/a	0,44%
OSTATNÍ					-0,47%

Konzervativní portfolio

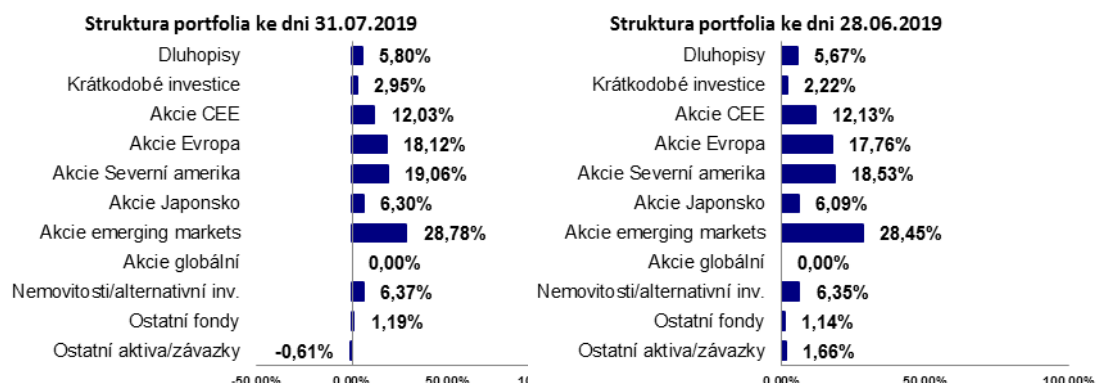
Hodnota konzervativního portfolia v červenci vzrostla o 1,01 %. Dominantním faktorem majícím vliv na vývoj cen (resp. výnosů) na dluhopisových trzích v červenci byly opět centrální banky. Poté, co americká centrální banka snížila poprvé po 10-ti letech sazby, zaměřily ceny amerických dluhopisů v závěru měsíce vzhůru. Evropské dluhopisy reagovaly po dalším holubičím zasedáním ECB stejným způsobem. Regionální dluhopisy pak tento vývoj reflektovaly, a rovněž zaznamenaly zisky. V segmentu korporátních dluhopisů byla situace prakticky identická - holubičí centrální banky způsobily utahování kreditních marží, což mělo za následek nárůst cen dluhopisů, a to napříč celým rizikovým spektrem.

Část portfolia alokovaná do akcií měla na výkonnost portfolia mírně negativní dopad, alternativní investice naopak výkonnost zlepšily.

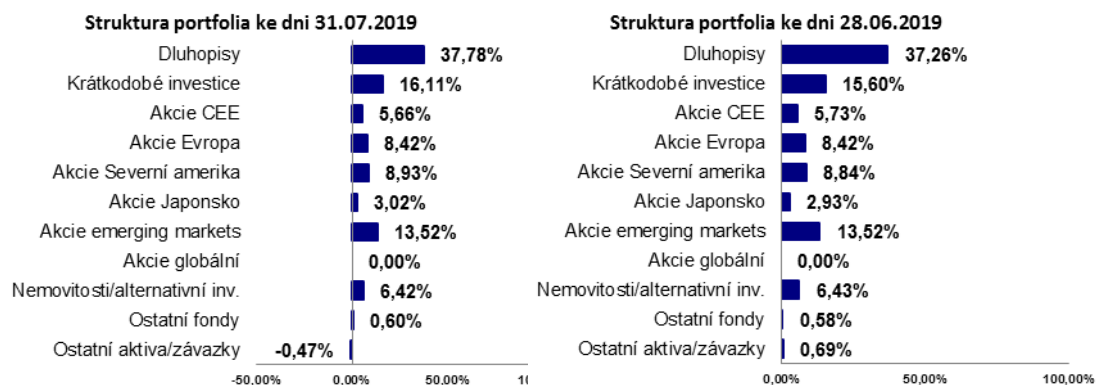
Tento měsíc jsme žádné aktivní změny v portfoliu nedělali.

Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	MTD Výkonnost		Rozložení portfolia
			v z. měně	v měně portfolia	
Krátkodobé investice					31,44%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,21%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,31%	0,31%	30,23%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					49,87%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,80%	0,80%	31,17%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	1,07%	1,07%	18,70%
Dluhopisové fondy - ostatní					6,99%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	5,17%	5,17%	4,55%
PIMCO GIS Income I USD Acc	Globální	USD	n/a	n/a	1,24%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	1,62%	4,58%	1,21%
Fondy alternativních investic					6,66%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,70%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	0,42%	3,34%	1,49%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	0,78%	3,71%	1,47%
Akciové fondy					5,07%
NN (L) Emerging Markets High Dividend	Globální rozvíjející se trhy	USD	-1,90%	0,96%	1,64%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	-0,28%	-0,28%	0,69%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	0,55%	3,48%	0,50%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	-0,49%	0,35%	0,50%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	0,97%	3,91%	0,50%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	0,22%	1,07%	0,46%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	-0,09%	2,02%	0,37%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	0,28%	3,20%	0,18%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	1,03%	1,88%	0,15%
Fidelity Funds - Australia Fund I ACC USD	Ostatní vyspělé trhy	USD	1,89%	4,86%	0,08%
OSTATNÍ					-0,03%

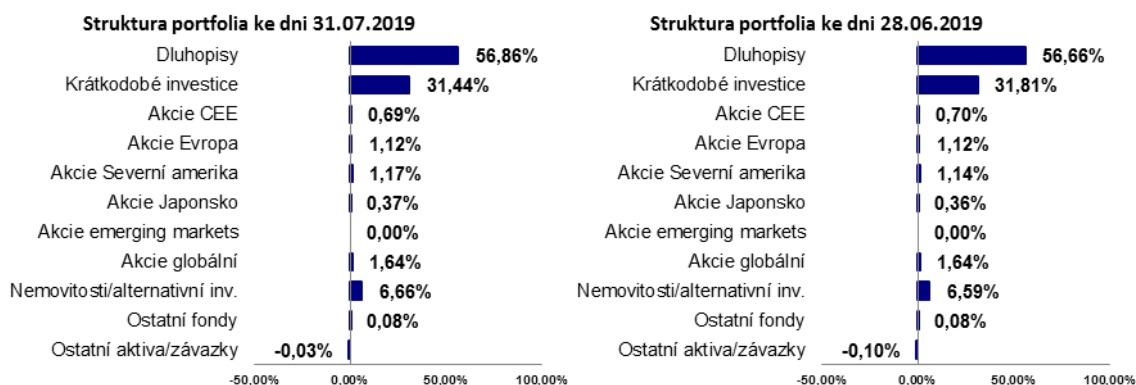
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



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 výnosů musí přijít zvenčí. Po červnovém zasedání ECB narostlo riziko, že se měnová politika neutáhne, nýbrž uvolní, po červencovém zasedání se toto riziko již blíží jistotě. To samozřejmě na neurčito odkládá růst německých výnosů, na který by, pokud by k němu došlo, nemohly české dluhopisy nereagovat. ČNB také v podstatě vyloučila další růst sazeb, a pokud se někam sazby pohnou, tak dolů. Jinými slovy, české výnosy budou nejpravděpodobněji dále klesat, na desetileté splatnosti se lehce můžou dostat i hlouběji pod procento.

Druhým faktorem nicméně je, jako po celý minulý rok, situace na devizovém trhu, konkrétně přetrvávající silná překoupenost české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž stále uložena právě v českých dluhopisech – koncem prvního pololetí drželi nerezidenti 38,4 % všech a 42,3 % 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.

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

Pokles ostře sledované vysoké turecké inflace pokračoval i v červenci (i nadále o něco rychleji, než odhadoval tržní konsensus) a především díky vysoké srovnávací základně a probíhající ekonomické kontrakci by měl v druhé polovině roku pokračovat. Reálné měnověpolitické úrokové sazby se po snížení sazeb dostaly na relativně méně atraktivní úroveň (cca 4 %). Tato nižší atraktivita ve spojení se změnami na hlavních postech centrální banky je do budoucna relativně riziková. Nicméně pro nejbližší období bude pro turecká aktiva pozitivním faktorem relativní stabilizace hospodářské situace, opětovné otvírání pozic nyní rekordně podvážených zahraničních investorů a také geopolitické faktory. Zejména další vývoj vztahů 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.

Vývoj kurzu eura proti dolaru poměrně dobře odpovídá našim představám z minulých vydání tohoto materiálu, a nevidíme proto důvod náš výhled měnit. Ačkoliv došlo v červenci k posílení dolaru k 1,11, myslíme si, že dolar ve zbytku druhé poloviny roku oslabí a že se kurz vrátí do pásma 1,13-1,15. Vede nás k tomu očekávání, že FED, evidentně veden jinými než inflačními a makroekonomickými důvody, sníží sazby dále, zatímco ECB sice asi také přikročí k uvolnění, ale, pokud nedojde k výraznějšímu ochlazení ekonomiky, jenom k uvolnění opatrnému, možná jen slovnímu (třeba skrze prodloužení tzv. forward guidance).

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- nebude mít nijak jednoduché. 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 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. Nakonec, letos a v dalším roce nebude již ČNB koruně oporou, jako v minulosti. Náš výhled tak je následující: koruna setrvale a po většinu letošního roku ztlačně 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.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Měny

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 utažení politiky by však stávající úrokový diferenciál a solidní makro měly trhy přesvědčit, že současné hodnoty kolem 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 utažení 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 utažení politiky slyšet, což v očích (devizových) trhů vyvolává obavy, že inflaci nezvládne a že se jí tato vymkne spod kontroly. Pokud by došlo k příslibu zpřísnění domácí měnové politiky, mohl by forint posílit směrem ke 300. Pokud se tak nestane, zůstane nejspíš nad 320.

Červencová výkonnost akciových trhů mnoho nenaznačila a investoři tak i v následujících měsících 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 neutrální pohled. Koncem letošního roku můžeme očekávat akceleraci ziskových marží, což povede k zatraktivnění 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. **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 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