

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC KVĚTEN 2019

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



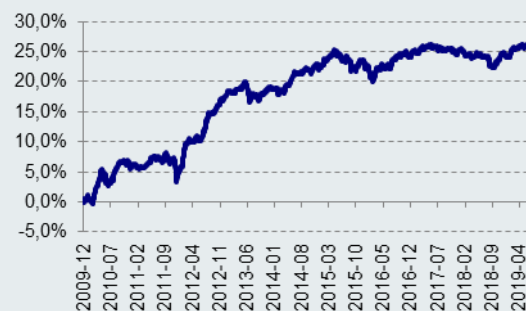
Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia	149,5616
Výkonnost za poslední měsíc	-4,11%



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia	138,8741
Výkonnost za poslední měsíc	-1,65%



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia	126,2206
Výkonnost za poslední měsíc	0,24%

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Květen se na trhu amerických Treasuries nesl ve znamení citelného poklesu výnosů (růstu cen vládních dluhopisů). Desetileté výnosy vlivem úprku ke kvalitě, který byl způsoben vyšším rizikem obchodní války mezi Čínou a USA, a na pozadí tržní revize výhledu sazeb FEDu směrem dolů během celého května klesaly. Koncem května se tak dostaly až na 2,1%, což znamenalo pokles o cca 40 b.b. jen v samotném květnu a také nejnižší hodnotu od pozdního léta 2017. Na krátkém konci to nebylo jinak – dvouleté výnosy poklesly na 1,85%, nejnižší od konce roku 2017.

V Eurozóně byl vývoj stejný, jen revize výhledu měnové politiky zde nehrála takovou roli jako v USA. Německé výnosy zůstaly záporné po celé délce křivky až do splatnosti deseti let včetně. Na začátku května sice byly ještě na nule, jejich setrvalý pokles během celého uplynulého měsíce však znamenal, že koncem května už byly na hranici -0,2%, tj. na historickém minimu. Na krátkém konci došlo také k poklesu výnosů, ale jen mírnému: dvouletý výnos se dostal na skoro -0,7%. Pokles jen o deset b.b. na krátkém konci za měsíc je daný tím, že krátký konec je dobře ukotvený ultra nízkými sazbami ECB. Na dlouhém konci byl pokles patrnější, reflektoval totiž úprk k relativnímu bezpečí vládních dluhopisů jádra EMU.

DLUHOPISY ČR

Vývoj na trhu českých státních dluhopisů byl v květnu naprosto v souladu a pod dominantním vlivem zahraničního vývoje. Výnosy dlouhých dluhopisů poklesly, a to až na 1,7%, což jsou hodnoty neviděné od konce roku 2017. Došlo také k poklesu spreadu k německým dluhopisům, a to zhruba o 15 b.b. po umírněné valné většině měsíce došlo k citelnému růstu cen po výrazně přeupsané primární aukci nových dluhopisů Ministerstva financí, po kterém zahraniční i domácí investoři přispěli s neuspokojenou poptávkou na sekundární trh, v očekávání, že i česká ekonomika uvidí posléze pokles úrokových sazeb pod tlakem případného ekonomického ochlazení.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

U polských výnosů došlo, shodně s vývojem v Německu či v ČR, rovněž k poklesu výnosů. Ten byl hnaný toliko vývojem v zahraničí, domácí faktory (třeba jako velmi silný růst ekonomiky a jeho velmi dobrá struktura, rostoucí inflace) zde tentokrát nehrály žádnou roli. Desetileté výnosy poklesly až na 2,6%, což implikovalo nejnižší úroveň od srpna 2016.

Turecké dluhopisy

Příznivá inflační čísla začátkem měsíce naznačila, že se začal projevovat pozitivní efekt vysoké srovnávací základny a cenová hladina v Turecku po dlouhé době opět klesá. V závěru května pak data za vývoj HDP v prvním čtvrtletí potvrdila, že se turecká ekonomika vymanila z recese, přičemž předstihové indikátory dále naznačily, že ekonomická aktivita již dále pravděpodobně tolik slábnout nebude. To, v kombinaci s historicky nejnižším zastoupením tureckých státních dluhopisů v portfoliích zahraničních investorů, velmi přálo cenám turecký aktiv. Lehkou výjimkou byl kurz liry, který ztrácel v důsledku obav o eskalaci geopolitické rozdmísky s USA ohledně nákupu raketového systému z Ruska a z důvodu rozhodnutí o opakování istanbulských primátorských voleb.

Firemní dluhopisy

Vývoj na kreditním trhu byl v květnu logicky negativní, pod tlakem nárůstu globální rizikové averze. Zesilující obchodní napětí mezi USA a Čínou, které naplno oživilo obavy z citelného ochlazení mezinárodního obchodu a v důsledku globálního ekonomického růstu se nepřekvapivě promítlo do poklesu cen firemních dluhopisů. Částečné stažení investorů do

relativního bezpečí vybraných státních dluhopisů vedlo k nárůstu kreditních marží napříč sektory a jak v rámci investičního, tak spekulativního ratingového segmentu. Průměrná kreditní marže indexu EUR iBoxx Corporate IG za květen vzrostla o 20 b. na 94 bodů, v případě indexu spekulativního stupně (EUR iBoxx HY) stoupla o 54 b. na 378 bodů. Obdobný vývoj byl patrný také na trhu Credit default swapů (CDS) – indexy iTraxx Europe (IG segment) a iTraxx Crossover (HY segment), měřící průměrnou kreditní marží, stouply o 14, resp. 61 bodů na 72, resp. 310 b.

AKCIE

Globální trhy

Celkový obrázek se na globálních finančních trzích v průběhu května obrátil negativním směrem pod vlivem narůstajícího obchodního napětí mezi USA a Čínou. Spojené státy (index S&P 500 -6,6 %) zvýšily 10. května cla na dovozy z Číny. Zvýšeno bylo clo na vybrané zboží v hodnotě 200 mld. USD z 10 % na 25 %. Krátkodobá reakce finančních trhů po oznámení záměru prezidentem Trumpem na Twitteru byla patřičně negativní. Peking

následně v pondělí 13. května oznámil odvetná cla na americké zboží ve výši 60 mld. USD. Nová cla by měla dosáhnout 5 až 25 % a zasáhnout až 5000 amerických produktů. Platit budou od 1. června. Akciové trhy po celém světě na to reagovaly negativně, nadále si však drtivá většina akciových indexů od začátku roku připisuje výrazná zhodnocení. Výsledky hospodaření amerických společností za první čtvrtletí dopadly, zvláště na úrovni čistých zisků, nad očekáváním analytiků. Nejsilnější akceleraci zisků předvedl sektor telekomunikací a spotřebitelský. Evropské akciové trhy reflektovaly negativní sentiment z USA a zároveň pod nejistotou dopadů zmíněných cel také padaly (index DJ Stoxx 600 -5,7 %), přičemž proběhlé volby do Evropského parlamentu neměly výraznější vliv.

Stačilo pár tweetů amerického prezidenta Donalda Trumpa a doposud optimisticky se vyvíjející obchodní jednání nabraly zcela jiný směr. Uvalení cel na Čínu a reálná hrozba další eskalace obchodní války tvrdě zasáhla akcie na rozvíjejících trzích. Index MSCI Emerging Markets USD ztratil 7,53 %, a umazal tak velkou část letošních zisků. Největší poklesy zaznamenaly čínské a korejské akcie. Zisky si naopak udržely indické akcie (+ 1,75 % v lokální měně), kde v květnu skončily šest týdnů trvající parlamentní volby, ve kterých zvítězil současný premiér Módí. Zajímavých zisků dosáhly ještě akcie v Rusku (+ 4 %). Obecně však na trzích panoval výrazně negativní sentiment a napětí ohledně budoucího vývoje.

Středoevropské trhy kopírovaly dění na světových trzích a také ztrácely. Propady však nebyly tak výrazné, když určitou podporou byla započatá sezóna výplaty dividend a celková defenzivnost mnoha místních společností. Hlavní bankovní sektor ztrácel spolu s evropskými bankami a zároveň na problémy banky Idea a Getin v Polsku a v České republice představení Fondu národního rozvoje politickou, stranou ANO, do něhož by banky odváděly část dividend. Zdanění by se mělo dotknout také pojišťoven, což z části stálo za poklesem pojišťovny VIG (-7,3 %). Mírné zhodnocení předvedly akcie nízké korelované s hospodářským cyklem, například společnosti Avast nebo Stock Spirit Group. V Polsku se zvláště nedařilo spotřebitelskému sektoru (společnosti CCC a LPP (Reserved)), kterému uškodilo chladné počasí. Dobré výkonnosti předvedli společnosti z energetického sektoru.

MSCI World Index



Středoevropské trhy

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v květnu klesla o 4,11 %. Akciovým trhům se znatelně nedařilo, hlavním důvodem bylo oznámení amerického prezidenta o uvalení dalších cel (resp. jejich zvýšení) na čínské zboží v hodnotě 200 mld. USD. Reálná hrozba eskalace obchodní války způsobila na trzích výrazné propady, a to prakticky napříč všemi regiony. Proběhlé volby do Evropského parlamentu neměly výraznější vliv. Nejlepších výsledků dosáhly v květnu ruské, turecké a relativně také středoevropské akcie.

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					1,28%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	0,46%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,25%	0,25%	0,83%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					3,07%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,87%	0,87%	1,91%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,50%	0,50%	1,16%
Dluhopisové fondy - ostatní					2,66%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	3,27%	3,27%	1,84%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	-1,58%	-0,34%	0,82%
Fondy alternativních investic					6,71%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,73%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	-1,01%	0,24%	1,49%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	0,01%	1,27%	1,49%
Akciové fondy					86,48%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	-1,56%	-1,56%	12,04%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	-5,64%	-4,45%	8,32%
FF - Emerging Asia Fund I-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	-4,22%	-3,01%	6,32%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	-8,47%	-7,31%	6,07%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	-6,02%	-2,60%	5,47%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	-6,10%	-5,53%	5,26%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	-7,59%	-7,02%	4,52%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	-6,24%	-5,05%	3,59%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	-6,25%	-5,07%	3,54%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,86%	-3,66%	3,32%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	-7,49%	-6,32%	2,94%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	-5,40%	-4,82%	2,91%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	-4,97%	-4,39%	2,89%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	-4,65%	-4,07%	2,87%
Fidelity Funds - Latin America Fund I-Acc-USD	Latinská Amerika	USD	-0,45%	0,81%	2,84%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	-6,34%	-5,77%	2,76%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-6,20%	-5,63%	2,74%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-1,96%	-0,72%	2,18%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	0,19%	1,46%	1,75%
Fidelity Funds - Australia Fund I ACC USD	Ostatní vyspělé trhy	USD	0,19%	1,46%	1,25%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	-4,88%	-1,42%	1,03%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	1,12%	1,74%	0,95%
PARVEST EQUITY USA MID CAP I	Severní Amerika	USD	-8,45%	-7,29%	0,92%
OSTATNÍ					-0,21%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v květnu klesla o 1,65 %. Akciovým trhům se znatelně nedařilo, hlavním důvodem bylo oznámení amerického prezidenta o uvalení dalších cel (resp. jejich zvýšení) na čínské zboží v hodnotě 200 mld. USD. Reálná hrozba eskalace obchodní války způsobila na trzích výrazné propady, a to prakticky napříč všemi regiony. Proběhlé volby do Evropského parlamentu neměly výraznější vliv. Nejlepších výsledků dosáhly v květnu ruské, turecké a relativně také středoevropské akcie.

V uplynulém měsíci se dařilo především méně rizikovým (vládním) dluhopisům, což můžeme přičíst především zvýšenému zájmu investorů o bezpečnější aktiva. K dobrým výsledkům některých dluhopisových fondů pomohl i růst hodnoty tureckých bondů. Ceny korporátních a vysoce rizikových (High Yield) dluhopisů poklesly, a to v důsledku již zmíněného napětí mezi USA a Čínou, které naplno oživilo obavy z citelného ochlazení mezinárodního obchodu a v důsledku globálního ekonomického růstu.

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					15,08%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	0,83%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,25%	0,25%	14,25%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					28,85%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,87%	0,87%	18,01%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,50%	0,50%	10,84%
Dluhopisové fondy - ostatní					8,99%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	3,27%	3,27%	5,71%
PIMCO GIS Income I USD Acc	Globální	USD	n/a	n/a	1,67%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	-1,58%	-0,34%	1,61%
Fondy alternativních investic					6,73%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,74%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	0,01%	1,27%	1,50%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	-1,01%	0,24%	1,49%
Akciové fondy					40,49%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	-1,56%	-1,56%	5,66%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	-5,64%	-4,45%	3,91%
FF - Emerging Asia Fund I-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	-4,22%	-3,01%	2,95%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	-8,47%	-7,31%	2,84%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	-6,02%	-2,60%	2,55%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	-6,10%	-5,53%	2,47%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	-7,59%	-7,02%	2,11%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	-6,24%	-5,05%	1,69%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	-6,25%	-5,07%	1,64%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,86%	-3,66%	1,56%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	-7,49%	-6,32%	1,38%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	-4,97%	-4,39%	1,35%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	-5,40%	-4,82%	1,34%
Fidelity Funds - Latin America Fund I-Acc-USD	Latinská Amerika	USD	-0,45%	0,81%	1,34%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	-4,65%	-4,07%	1,34%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-6,20%	-5,63%	1,29%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	-6,34%	-5,77%	1,27%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-1,96%	-0,72%	1,03%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	0,19%	1,46%	0,84%
Fidelity Funds - Australia Fund I ACC USD	Ostatní vyspělé trhy	USD	0,19%	1,46%	0,58%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	-4,88%	-1,42%	0,47%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	1,12%	1,74%	0,45%
PARVEST EQUITY USA MID CAP I	Severní Amerika	USD	-8,45%	-7,29%	0,44%
OSTATNÍ					-0,14%

Konzervativní portfolio

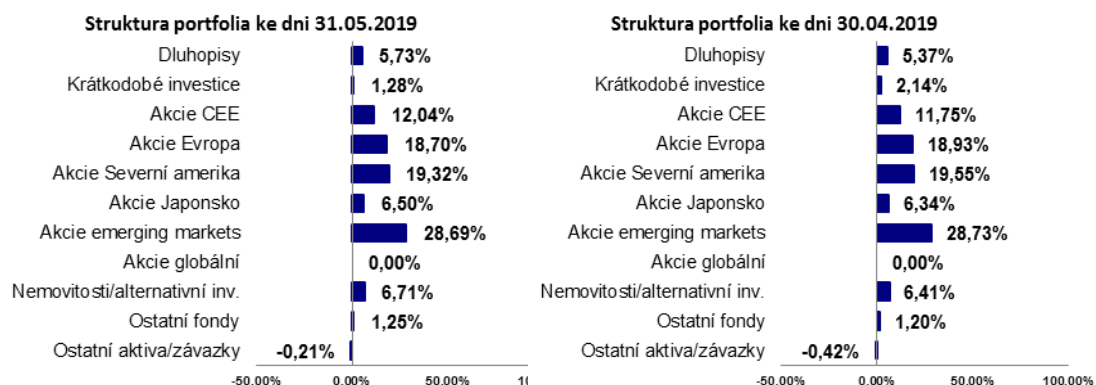
Hodnota konzervativního portfolia v květnu vzrostla o 0,24 %. V uplynulém měsíci se dařilo především méně rizikovým (vládním) dluhopisům, což můžeme přičíst především zvýšenému zájmu investorů o bezpečnější aktiva. Hlavní příčinou byla jednoznačně hrozba eskalace obchodní války, která byla způsobena oznámením amerického prezidenta o uvalení dalších cel (resp. jejich zvýšení) na čínské zboží v hodnotě 200 mld. USD. Pozitivní zprávou byl růst hodnoty tureckých bondů, což se promítlo do dobré výkonnosti některých fondů. Ceny korporátních a vysoce rizikových (High Yield) dluhopisů poklesly, a to v důsledku již zmíněného napětí mezi USA a Čínou, které naplno oživilo obavy z citelného ochlazení mezinárodního obchodu a v důsledku globálního ekonomického růstu.

Část portfolia alokovaná do akcií měla na výkonnost portfolia negativní dopad. Akcie výrazně klesaly v reakci na zvýšené napětí mezi USA a Čínou.

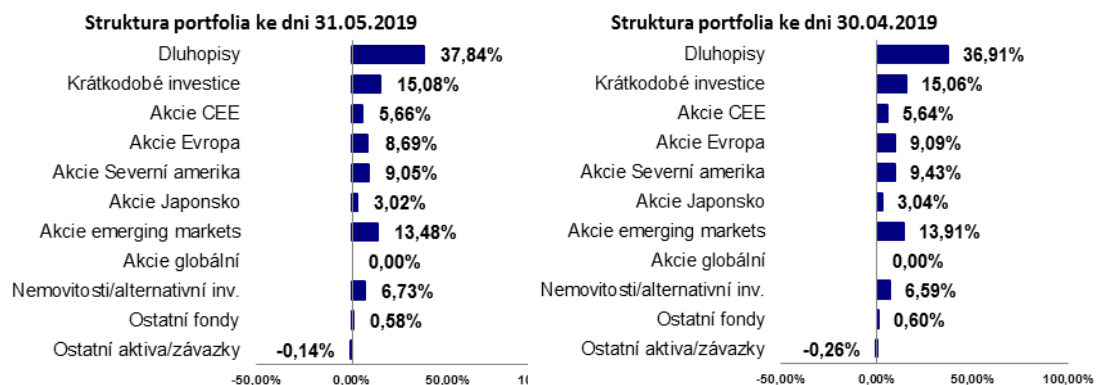
Tento měsíc jsme žádné aktivní změny v portfoliu nedělali.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					31,92%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,40%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,25%	0,25%	30,51%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					49,86%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,87%	0,87%	31,11%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,50%	0,50%	18,75%
Dluhopisové fondy - ostatní					6,70%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	3,27%	3,27%	4,25%
PIMCO GIS Income I USD Acc	Globální	USD	n/a	n/a	1,24%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	-1,58%	-0,34%	1,20%
Fondy alternativních investic					6,65%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,68%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	-1,01%	0,24%	1,49%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	0,01%	1,27%	1,48%
Akciové fondy					4,95%
NN (L) Emerging Markets High Dividend	Globální rozvíjející se trhy	USD	-6,90%	-5,72%	1,62%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	-1,56%	-1,56%	0,69%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	-5,40%	-4,82%	0,49%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	-6,24%	-5,05%	0,48%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	-6,25%	-5,07%	0,47%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	-7,59%	-7,02%	0,45%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	-8,07%	-4,72%	0,36%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	-7,49%	-6,32%	0,17%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	-6,34%	-5,77%	0,15%
Fidelity Funds - Australia Fund I ACC USD	Ostatní vyspělé trhy	USD	0,19%	1,46%	0,08%
OSTATNÍ					-0,07%

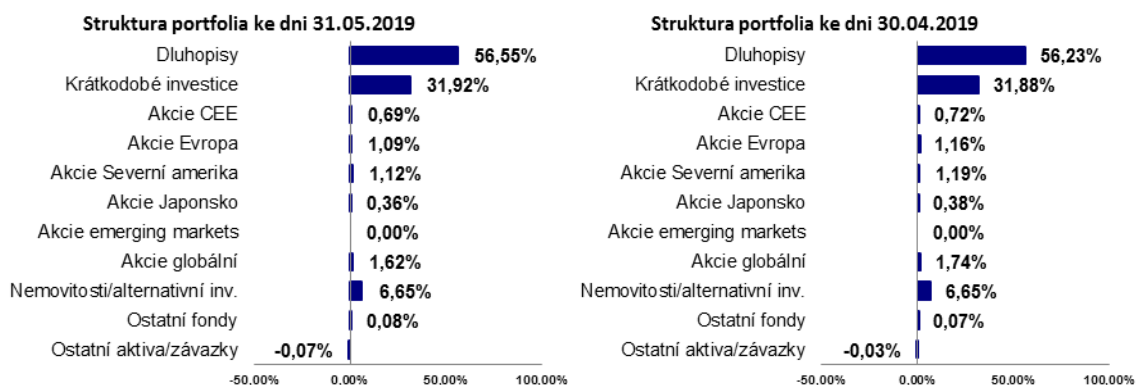
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



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. I navzdory překvapivě dobrému růstu Eurozóny v 1Q19 a jeho optimistické struktuře je vzhledem k setrvalé nízké inflaci a vzhledem k špatným předstihovým indikátorům vyloučeno, aby v nejbližším roce, roce a půl ECB sazby zvedla. To samozřejmě odkládá růst německých výnosů, na který by, pokud by k němu došlo, nemohly české dluhopisy nereagovat. Protože se zdá, že růst sazeb ECB přijde nejdřív koncem roku 2020 (a i poté, co se s utahováním začne, bude toto zpříšňování jenom postupné), na výraznější růst desetiletých německých výnosů to stačit nebude.

ČNB sice počátkem května sazby zvedla, ale je evidentní, že to není po několikaměsíční pauze začátek druhé fáze utahovacího cyklu. Prognóza ČNB i členové BR ČNB indikují, že pro letošek je s růstem sazeb konec. Důvodem pro možný růst požadovaných výnosů však může být zhoršení fiskální situace při výraznějším ekonomickém zpomalení. Přestože je riziková prémie českých vládních obligací nad německými dluhopisy aktuálně z historického pohledu poměrně vysoká (185 b.b. v případě desetileté splatnosti), nedomníváme se, že v dohledné době výrazně a setrvalě poklesne.

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 dubna 2019 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.

Překvapivý růst inflace v letošním roce společně s vládou schváleným fiskálním impulsem a silným růstem ekonomiky přece jenom alespoň teoreticky otevřely doposud beznadějně zavřené dveře k růstu sazeb. Proti tomu však působí stále nízkoinflační Eurozóna a úprk ke kvalitě, který v posledním měsíci stlačil německé výnosy na historická minima. Tyto dva efekty se budou i v nejbližších měsících kompenzovat, nečekáme tedy o moc větší pokles rizikové premie než na 270 bodů, které jsme na desetileté splatnosti viděli v květnu. Další pokles ostře sledované vysoké turecké inflace by se měl dostavit z důvodu vysoké srovnávací základny a probíhající ekonomické kontrakce v druhé polovině roku. Pozitivem je, že naplňování kredibilní hospodářské a měnové politiky by mělo vést k opětovnému otvírání pozic nyní rekordně podvážených zahraničních investorů a v důsledku k příznivému cenovému vývoji tureckých aktiv. Důležité ale budou také externí faktory, zejména vývoj globální rizikové averze v souvislosti s vyhlídkami ekonomického růstu, měnové politiky Fedu či eskalace/uklidnění obchodních válek mezi USA a Čínou. V úhrnu jsme poměrně optimističtí a věříme, že turecká aktiva ve zbylé části letošního roku dosáhnou atraktivního zhodnocení.

Vzhledem k tomu, že vývoj kurzu eura zhruba odpovídá našim představám, že se nedomníváme, že by Eurozóna jako celek měla spadnout do recese (tj., že nečekáme dramatický obrát v měnové politice ECB) a že americká centrální banka v posledních měsících citelně otočila svoji rétoriku na „holubičí“, neměníme ani náš výhled kurzu eura proti dolaru. Očekáváme tedy, že v nejbližších dvou čtvrtletích se kurz **eura proti dolaru** ze stávajících hodnot 1,12 posune o něco výše a že se po zbytek roku bude pohybovat kolem 1,13-1,14.

Vývoj v posledních měsících stále potvrzuje, že **koruna** to s dalším posílením k hranici 25 korun za euro resp. pod tuto hranici - což je to, co již delší dobu od ní čeká ČNB - nebude mít nijak jednoduché. Korunu navíc v letošním roce utahování měnové politiky ČNB podporuje mnohem méně než v roce 2018. Jejím výraznějším posílení také bude nadále bránit tendence zahraničních investorů z koruny vystupovat hned, jak se naskytne příležitost. Tato tendence bude dle nás tím patrnější, 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

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Měny

limitováno vysokým podílem zajištěných vývozu a zpomalováním průmyslu. Náš výhled tak je koruna setrvale a po většinu letošního roku znatelně 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.

U polského zlatého nadále očekáváme posílení. Vyšší inflace by mohla (měla) rozvázat centrální bance ruce (anebo alespoň ústa), což by zlotý jistě podpořilo. I bez slibu utážení politiky by však stávající úrokový diferenciál a solidní makro měly trhy přesvědčit, že hodnoty kolem 4,30 jsou 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. Stávající hodnoty nad 320 jsou fundamentálně neodůvodnitelně slabé a vzhledem k tomu, že maďarská centrální banka již v březnu de facto přistoupila k utahování politiky (byť velice mírnému) a že věříme, že se při pohledu na inflace nakonec přebudí, čekáme jejich brzkou korekci směrem k hranici 310, a poté, ve druhé polovině roku, až k hranici 300.

Před měsícem jsme po silném růstu z počátku roku očekávali konsolidaci či menší korekci akciových trhů. A korekce skutečně v květnu nastala. Domníváme se, že obchodní válka mezi USA a Čínou ještě bude nějakou dobu pokračovat. Na akciové trhy tak nyní máme souhrnně neutrální pohled. Pro následující měsíce budou stěžejní příchozí makrodata, jež naznačí vývoj v druhé polovině roku, vývoj na poli obchodních válek a rétorika centrálních bankéřů. 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 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 velice pozitivní. Největší potenciál nyní vidíme u slovinských, rumunských 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 častěji hovoří. 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, plynárenskou společnost Romgaz a Petrom, a producenta vína Purcari, ve Slovinsku jsou to akcie farmaceutické společnosti Krka, banky Nova Ljubljanska Banka, sítě čerpacích stanic Petrol a přístavu Luka Koper.

Anne-Françoise Blüher
Adam Šperl

Portfolio managers