

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC DUBEN 2019

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



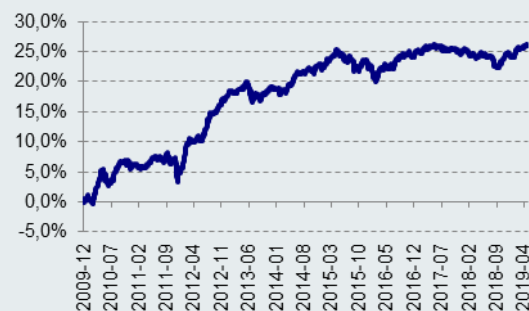
Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **155,9685**
 Výkonnost za poslední měsíc **2,10%**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **141,1991**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,89%**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **125,9184**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,14%**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Dubnový vývoj na trzích státních dluhopisů byl ve Spojených státech nezajímavý. Výnosy na dlouhém konci oscilovaly mezi 2,45% a 2,6%, na krátkém konci kolem 2,30%. Čistá změna výnosů mezi koncem měsíce a jeho začátkem tak byla minimální – u dvouletých výnosy na konci i začátku dubna byly výnosy shodně 2,25%, na dlouhém konci mírně klesly (z 2,33% počátkem dubna na 2,25% na jeho konci).

V Eurozóně byl vývoj stejný. Německé výnosy zůstaly záporné po celé délce křivky až do splatnosti deseti let. Na krátkém konci byly na úrovni -0,6%, na dlouhém konci pak kolem 0%. Slabá německá růstová data i nízká inflace jsou tak stále důvodem, proč se německé výnosy i deset let po krizi nemohou výrazněji odlepit od nuly.

DLUHOPISY ČR

Vývoj na české výnosové křivce byl v dubnu nezajímavý. Výnosy dlouhých dluhopisů vzrostly, ale jen o pouhých 5 b.b. na 2,0%. Na krátkém konci došlo navzdory v dubnu se množícím signálům, že ČNB přistoupí na svém květnovém zasedání k růstu sazeb, k poklesu výnosů, a to v rozsahu zhruba 5 b.b. na 1,75%. Výnosová křivka tedy ve výsledku mírně zvýšila svůj sklon.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

U výnosů polských vládních dluhopisů došlo k růstu (pokles cen), a to zejména v segmentu dlouhodobých obligací. Ten byl evidentně v důsledku překvapivě rychlého růstu inflace, který společně se stále solidními růstovými daty a nízkou nezaměstnaností vytlačil inflační očekávání, a v jejich důsledku pak i požadované výnosy polských desetiletých dluhopisů opět nad 3%.

Turecké dluhopisy

Celý duben se nesl ve znamení povolebního vývoje zejména v případě rozhodnutí o výsledku voleb v Istanbulu. Těsná výhra opozičního kandidáta znamenala, že vládnoucí strana AKP by po 25-ti letech opustila post primátora (kde Erdogan v roce 1990 začínal svou politickou kariéru). Přes to, že z pohledu politického vlivu nejde o nic zásadního, přišel ze strany AKP velmi silný odpor a rozporování průběhu voleb. Situaci se nepodařilo vyřešit ani během dubna. Ve vzduchu se navíc dále vznášely obavy z eskalace geopolitického napětí ve vztazích s USA z důvodu nákupu zbraňových protiletadlových systémů z Ruska. Měnový kurz liry i vládní dluhopisy tak ztrácely po celý měsíc. Celkový pohyb v případě dluhopisových výnosů činil téměř dva procentní body. Měnový kurz ztratil přes 5,5 %. Situaci neuklidnila v jeho závěru ani centrální banka, která ze svého zápisu vypustila zmínku a připravenosti dále utáhnout měnovou politiku. V současnosti jsou její klíčové úrokové sazby na úrovni 24 % a přesto, že poslední inflační čísla překvapila výrazně pozitivně, jsou i nadále vysoko (19,5 %).

Firemní dluhopisy

Vývoj na kreditním trhu byl v dubnu pozitivní, podobně jako měsíc předtím. Korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně cenově vesměs vzrostly, kreditní marže se snižovaly jak v segmentu dluhopisů investičního, tak spekulativního ratingového pásma. Důvodem u eurových obligací byla holubičí ECB, v případě amerických spekulativních dluhopisů to bylo jak díky pokračujícímu, byť mírnému růstu cen ropy, který se podepsal na růstu cen dluhopisů ropných společností, tak díky pokračujícímu holubičímu nastavení u americké centrální banky. Průměrná kreditní marže indexu EUR iBoxx Corporate IG za duben klesla o 16 b. na 74 bodů, v

případě indexu spekulativního stupně (EUR iBoxx HY) se snížila o 31 b. na 304 bodů. Kreditní marže dané CDS kontrakty v podobném rozsahu také poklesly.

AKCIE

Globální trhy

Akciové trhy si v dubnu připsaly solidní zhodnocení. Americkým akciím pomohla dobrá makrodata a lepší než očekávané výsledky hospodaření společností za první čtvrtletí letošního roku. K překonání odhadů došlo především na úrovni čistých zisků, nejvíce pak u sektorů zdravotnického, technologického a spotřebitelského. K +3,9 % (index S&P 500) zhodnocení pomohl také celosvětový pozitivní sentiment, jenž nebyl nabourán žádnými výraznými negativními zprávami. Kladné zisky si připsaly akcie evropských společností (index DJ STOXX 600 +3,2). Zvláště se dařilo bankovnímu sektoru (index EURO STOXX Banks +8 %), jenž prozatím nejvíce zaostával. Čtvrtletní hospodářské výsledky společností nicméně souhrnně nedokázaly překonat odhady analytiků.

MSCI World Index



Rovněž akciím na rozvíjejících se trzích se celkově dařilo, když index MSCI Emerging Markets USD připsal zhodnocení 2 %, a rostl tak již čtvrtý měsíc v řadě. Na trzích panovala relativně klidná nálada bez výraznějších kurzotvorných zpráv, což dále podporovala vyjádření amerických i čínských představitelů o tom, že vzájemná jednání o obchodní dohodě jsou na dobré cestě. Akcie na všech hlavních rozvíjejících se trzích připsávaly zisky (v lokálních měnách), nejlépe se vedlo akciím na Taiwanu, v Mexiku, Koreji a v Rusku. Indické a čínské akcie přidaly okolo 1 %. Ačkoliv turecké akcie v lokální měně také mírně rostly, zahraniční investoři museli i v dubnu počítat se ztrátami, protože turecká lira dále výrazně oslabovala. Olej do ohně přilévala tentokrát hlavně nejistota ohledně možnosti opakování komunálních voleb v Istanbulu, které vládní strana AKP těsně prohrála.

Středoevropské trhy

Kladné výkonnosti si připsaly také akcie společností obchodovaných na středoevropských trzích. Většina hlavních zpráv se točila okolo bankovního sektoru, v České republice ohledně možného zavedení sektorových daní, v Polsku pak pozornost strhávaly problémy bank Getin Noble a Idea. Prozatím zveřejněné hospodářské výsledky za první čtvrtletí se nikterak výrazně neodchýlily od odhadů analytiků. Nejvyšší zisky si připsaly méně likvidní slovinské (index SBITOP +2,3 %) a rumunské (index BET +4,9 %) trhy. Mimo zajímavé hodnotové ukazatele se investoři zřejmě připravovali na blížící se dividendovou sezónu. Maďarský index BUX vzrostl o +2 %, polský index WIG 30 +1 %. Za slabší výkonnosti polského indexu byly meziměsíční propady cen akcií energetických společností.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v dubnu stoupla o 2,10 %. Akciové trhy zaznamenaly celkově dobrý měsíc, a to především na rozvinutých trzích. Investory potěšila veskrze pozitivní makrodata a solidní reportované výsledky společností. Dobrou náladu dále podporovala vyjádření amerických a čínských představitelů ohledně dlouho očekávaného vyřešení vzájemného obchodního sporu. Slabší výsledky zaznamenaly akcie Latinské Ameriky a především turecké akcie, které se propadly hlavně díky dalšímu oslabování turecké liry.

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					2,14%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,37%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,28%	0,28%	0,77%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					2,86%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,03%	0,03%	1,78%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,18%	0,18%	1,09%
Dluhopisové fondy - ostatní					2,51%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-2,11%	-2,11%	1,72%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	1,60%	1,14%	0,79%
Fondy alternativních investic					6,41%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,57%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	1,11%	0,65%	1,43%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	1,11%	0,65%	1,41%
Akciové fondy					86,50%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	1,11%	1,11%	11,75%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	4,83%	4,36%	8,35%
FF - Emerging Asia Fund I-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	1,87%	1,41%	6,34%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	2,08%	1,62%	6,33%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	n/a	n/a	5,34%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	2,12%	1,57%	5,32%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	4,83%	4,26%	4,67%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	4,88%	4,41%	3,63%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	1,90%	1,44%	3,60%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,76%	0,30%	3,36%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	3,89%	3,42%	3,01%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	4,96%	4,39%	2,91%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	3,95%	3,39%	2,87%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	2,97%	2,41%	2,87%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	2,91%	2,35%	2,81%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	6,61%	6,03%	2,80%
Fidelity Funds - Latin America Fund I-Acc-USD	Latinská Amerika	USD	-0,18%	-0,63%	2,73%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	0,89%	0,43%	2,11%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	4,23%	3,76%	1,65%
Fidelity Funds - Australia Fund I ACC USD	Ostatní vyspělé trhy	USD	1,75%	1,29%	1,20%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	n/a	n/a	1,00%
PARVEST EQUITY USA MID CAP I	Severní Amerika	USD	2,71%	2,24%	0,95%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	-1,75%	-2,28%	0,90%
OSTATNÍ					-0,42%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v dubnu stoupla o 0,89 %. Akciové trhy zaznamenaly celkově dobrý měsíc, a to především na rozvinutých trzích. Investory potěšila veskrze pozitivní makrodata a solidní reportované výsledky společností. Dobrou náladu dále podporovala vyjádření amerických a čínských představitelů ohledně dlouho očekávaného vyřešení vzájemného obchodního sporu. Slabší výsledky zaznamenaly akcie Latinské Ameriky a především turecké akcie, které se propadly hlavně díky dalšímu oslabování turecké liry. V uplynulém měsíci se stejně jako v březnu dařilo dluhopisům investičního stupně. Důvodem byly zejména holubičí centrální banky (ECB a Fed), které daly jasně najevo, že s dalším zvyšováním úrokových sazeb rozhodně nebudou nijak spěchat. Pokles rizikových premií zaznamenaly i rizikovější dluhopisy (High Yield), což tlačilo jejich cenu vzhůru. Významný vliv na výkonnost některých dluhopisových fondů měl již zmíněný pokles cen tureckých aktiv.

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					15,06%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,08%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,28%	0,28%	13,99%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					28,23%
Conseq Invest Dluhopisy - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,03%	0,03%	17,62%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,18%	0,18%	10,61%
Dluhopisové fondy - ostatní					8,68%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-2,11%	-2,11%	5,48%
PIMCO GIS Income I USD Acc	Globální	USD	n/a	n/a	1,61%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	1,60%	1,14%	1,59%
Fondy alternativních investic					6,59%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,67%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	1,11%	0,65%	1,47%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	1,11%	0,65%	1,45%
Akciové fondy					41,71%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	1,11%	1,11%	5,64%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	4,83%	4,36%	4,03%
FF - Emerging Asia Fund I-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	1,87%	1,41%	3,06%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	2,08%	1,62%	3,05%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	n/a	n/a	2,58%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	2,12%	1,57%	2,57%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	4,83%	4,26%	2,27%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	4,88%	4,41%	1,75%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	1,90%	1,44%	1,70%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,76%	0,30%	1,59%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	3,89%	3,42%	1,49%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	4,96%	4,39%	1,39%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	3,95%	3,39%	1,39%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	2,97%	2,41%	1,37%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	6,61%	6,03%	1,34%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	2,91%	2,35%	1,32%
Fidelity Funds - Latin America Fund I-Acc-USD	Latinská Amerika	USD	-0,18%	-0,63%	1,31%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	0,89%	0,43%	1,06%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	4,23%	3,76%	0,82%
Fidelity Funds - Australia Fund I ACC USD	Ostatní vyspělé trhy	USD	1,75%	1,29%	0,60%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	n/a	n/a	0,47%
PARVEST EQUITY USA MID CAP I	Severní Amerika	USD	2,71%	2,24%	0,46%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	-1,75%	-2,28%	0,44%
OSTATNÍ					-0,26%

Konzervativní portfolio

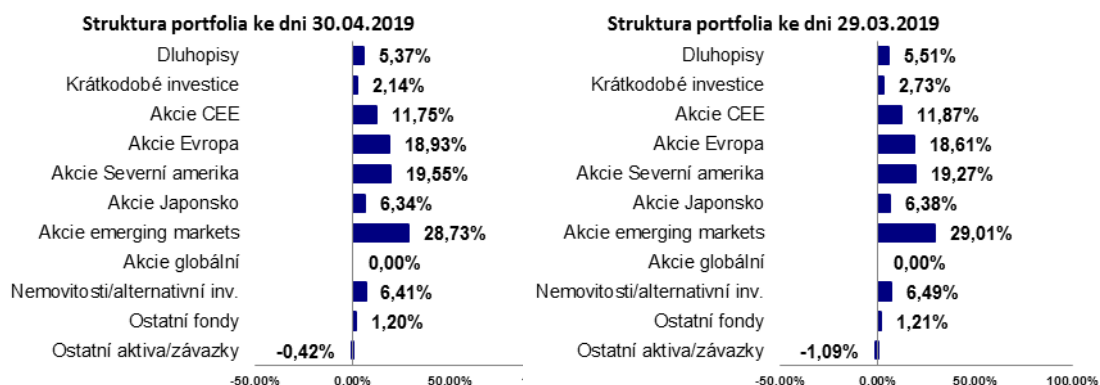
Hodnota konzervativního portfolia v dubnu vzrostla o 0,14 %. V uplynulém měsíci se stejně jako v březnu dařilo dluhopisům investičního stupně. Důvodem byly zejména holubičí centrální banky (ECB a Fed), které daly jasně najevo, že s dalším zvyšováním úrokových sazeb rozhodně nebudou nijak spěchat. Pokles rizikových premií zaznamenaly i rizikovější dluhopisy (High Yield), což tlačilo jejich cenu vzhůru. Významný vliv na výkonnost některých dluhopisových fondů měl i výraznější pokles cen tureckých aktiv, které oslabovaly vlivem nejistoty spojené s opakováním komunálních voleb v Istanbulu.

Část portfolia alokovaná do akcií měla na výkonnost portfolia pozitivní dopad, stejně tak jako alternativní investice.

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					31,88%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,38%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,28%	0,28%	30,50%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					49,64%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,03%	0,03%	30,97%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,18%	0,18%	18,68%
Dluhopisové fondy - ostatní					6,59%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-2,11%	-2,11%	4,16%
PIMCO GIS Income I USD Acc	Globální	USD	n/a	n/a	1,22%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	1,60%	1,14%	1,21%
Fondy alternativních investic					6,65%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,67%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	1,11%	0,65%	1,49%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	1,11%	0,65%	1,49%
Akciové fondy					5,26%
NN (L) Emerging Markets High Dividend	Globální rozvíjející se trhy	USD	1,28%	0,82%	1,74%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	1,11%	1,11%	0,72%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	4,96%	4,39%	0,52%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	4,88%	4,41%	0,51%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	4,83%	4,26%	0,49%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	1,90%	1,44%	0,48%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	n/a	n/a	0,38%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	3,89%	3,42%	0,20%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	2,91%	2,35%	0,16%
Fidelity Funds - Australia Fund I ACC USD	Ostatní vyspělé trhy	USD	1,75%	1,29%	0,07%
OSTATNÍ					-0,03%

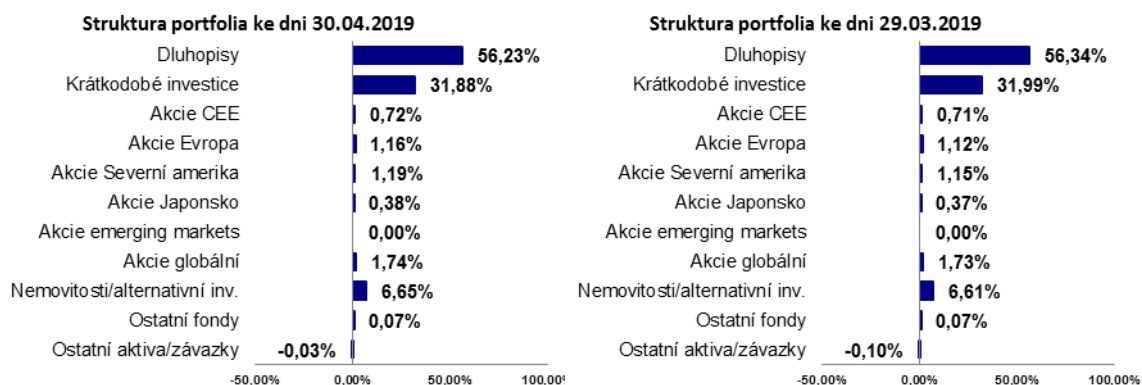
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



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. Makroekonomická data z Eurozóny v 1. čtvrtletí však dále redukovala (ani předtím nepříliš vysokou) pravděpodobnost, že ECB v dohledné době, tj. v roce 2019 či v první polovině 2020, přistoupí ke zpřísnění úrokové komponenty měnově-politických podmínek. 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 nejdříve v roce 2020 (a i poté, co se s utahováním začne, bude toto zpřísnění jenom postupné), na výraznější růst desetiletých německých výnosů to pravděpodobně 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 (200 b.b. v případě desetileté splatnosti), nedomníváme se, že v dohledné době 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 března 2019 drželi nerezidenti 36,4 % všech a 40,1 % 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 posledních 2 měsících společně s vládou schváleným fiskálním impulsem přece jenom otevřel doposud pevně zavřené dveře směrem k růstu sazeb. Proti tomu však působí stále nízkoinflační Eurozóna. Tyto dva efekty se budou v nejbližších měsících kompenzovat, tj. neočekáváme rozšiřování rizikové premie, která se v dubnu roztáhla až na 300 b.b., ale ani její zužování.

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 přesně odpovídá našim dřívějším představám a že se nedomníváme, že by Eurozóna jako celek měla spadnout do recese (tj., že nečekáme dramatický obrát v měnové politice ECB), neměníme ani náš výhled kurzu eura proti dolaru. Očekáváme tedy, že v nejbližších dvou čtvrtletích se kurz **eura proti dolaru** bude pohybovat kolem 1,13-1,14. Pro výrazně vyšší úroveň (=pro slabší dolar) nadále nenacházíme v současných ani v očekávaných diferenciálních měnových politik na opačných stranách Atlantiku (což je primární faktor kurzu v posledním desetiletí) žádné odůvodnění. FED s největší pravděpodobností bude v dalších čtvrtletích v klidu, ECB se k růstu sazeb nedostane dost možná ani v příštím roce. Ztráta dynamiky růstu Eurozóny a persistentně nižší než očekávaná inflace naopak zvyšují pravděpodobnost, že ECB měnovou politiku dokonce dále uvolní (ostatně, březnové zavedení TLTRO de facto uvolněním politiky je, snaha o zmírnění negativních následků záporných sazeb je také interpretovatelná jako příprava půdy pro případné uvolnění politiky). Proto, pokud k nějakému pohybu od hranice 1,13 v dalších

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Měny

měsících bude docházet, čekali bychom, že bude směrem k silnějšímu dolaru. Což se ostatně i během dubna stalo.

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 nejenom ČNB, ale i trh - nebude mít nijak jednoduché. Korunu bude navíc v letošním roce utahování měnové politiky ČNB podporovat mnohem méně než v roce 2018, dost možná pak vůbec. Jejím výraznějšímu posílení také 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. Náš výhled tak je koruna setrvala a po většinu letošního roku ztlačena 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 zlotého nadále očekáváme posílení. Vyšší inflace by mohla 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, 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), čekáme jejich brzkou korekci směrem k hranici 310, a poté, ve druhé polovině roku, až k hranici 300.

Globální akciové trhy

Na akciové trhy máme souhrnně neutrální pohled. Pro následující měsíce budou stěžejní příchozí makrodata, jež naznačí vývoj v druhé polovině roku, a rétorika centrálních bankéřů. Koncem letošního roku můžeme očekávat akceleraci ziskových marží, což povede k zatraaktivnější 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 blízko historických maxim a v současné době, po výrazném zhodnocení, budou obtížně hledat důvody pro jejich další růst. Pozitivním stimulem by však 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.

*Akciové trhy
střední a východní
Evropy*

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 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 leasingová společnost Prime Car Management. 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 Ljublanska Banka, sítě čerpacích stanic Petrol a přístavu Luka Koper.

*Anne-Françoise Blüher
Adam Šperl*

Portfolio managers