

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC BŘEZEN 2019

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



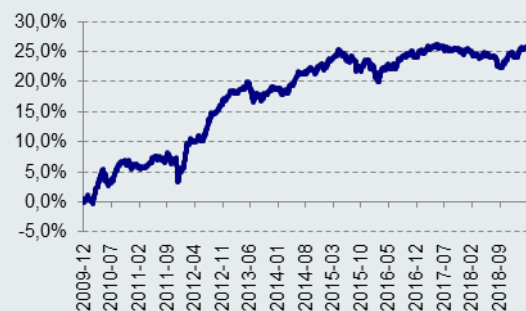
Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **152,7571**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,66%**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **139,9505**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,33%**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **125,7373**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,27%**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Vývoj na trzích státních dluhopisů byl ve Spojených státech v březnu ve znamení poklesu výnosů. Ten souvisel hlavně s nižší inflací a s holubičím FED-em. Dlouhé výnosy tak ve třetí dekádě března klesly nejnižší od prosince 2017 (2,37%) a protože do konce března už vyrostly jen mírně, měsíc uzavíraly na hranici 2,40%. Oproti konci února tak byly desetileté výnosy nižší o 0,3 p.b., na krátkém konci u dvouletých výnosů o 25 b.b.

V Eurozóně byl vývoj podobný. Slabá růstová a inflační data, zejména v Německu, a z toho plynoucí snižující se (beztlak ne moc vysoká) pravděpodobnost utážení měnové politiky ECB způsobila, že poprvé od září 2016 se německá desetiletka výnosově dostala opět do záporu. Koncem března totiž klesly desetileté výnosy až k úrovni -10 b.b. Samozřejmě to znamenalo, že celá výnosová křivka Německa až do této splatnosti byla záporná, na krátkém konci výnosy klesly až na -60 b.b. Tlak na pokles výnosů byl i ve zbytku Eurozóny, klesly dokonce i italské výnosy, a to na desetileté splatnosti o necelých 30 b.b. na 2,45%.

DLUHOPISY ČR

Vývoj na české výnosové křivce byl v březnu kvalitativně stejný jako v Německu, kvantitativně však nikoliv. Výnosy dlouhých dluhopisů poklesly mírněji, o cca 5 – 10 b.b. na 1,9% desetiletý na 1,8% dvouletý dluhopis. České výnosy na události venku (Brexit, slabá německá data, holubičí zasedání ECB) ani na události doma skoro nereagovaly. Bylo to mj. způsobeno pokračující vysokou emisní aktivitou Ministerstva financí na primárním dluhopisovém trhu. Ta se sice potkala s velmi solidním zájmem investorů jak domácích, tak zahraničních investorů, nedovolila však cenám na sekundárním trhu nijak výrazněji vzrůst.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

U polských výnosů byla reakce na vývoj na Bundech nejenom očekávatelným směrem, ale i v očekávatelném rozsahu. Navzdory tomu, že centrální banka se přece jenom alespoň zčásti začala zabývat myšlenkou růstu sazeb poté, co byl odsouhlasen expanzivní (předvolební) fiskální balíček, výnosy poklesly, a to na středních i delších splatnostech o cca 12 - 15 b.b. Evidentně tak převládá efekt německého dluhopisového trhu a vyhlídka delšího období velmi nízkých / záporných sazeb v Eurozóně.

Turecké dluhopisy

Turecká aktiva se v březnu, zejména v jeho závěru, těsně před regionálními volbami, znovu dostala pod výraznější tlak. Investory znejistil pokles výše devizových rezerv Turecké centrální banky, byť střednědobý trend je solidně rostoucí (i když z nízkých absolutních úrovní), jež vyvolal obavy, že centrální banka před regionálními volbami na konci března podporovala měnový kurz TRY. Ten v druhé části měsíce čelil znovuobnovené volatilitě a výrazněji oslabil. Na to centrální banka zareagovala přechodným zvýšením efektivní měnověpolitické sazby z 24% na 25,5%. Kurzu liry to nicméně výrazněji nepomohlo a za březen, v jehož úplném závěru byly zmíněné a investory poměrně ostře sledované regionální volby, oslabil vůči koši měn (EUR, USD; 1:1) o 4,8%. Citelně negativně se uvedený vývoj promítl do cen tureckých státních dluhopisů. Výnosová křivka stoupla o 275 – 500 bps, přičemž zvýraznila svůj inverzní sklon (největší růst požadovaných výnosů byl na krátkých splatnostech).

Firemní dluhopisy

Vývoj na kreditním trhu byl v březnu poměrně různorodý, nicméně ve výsledku opět mírně pozitivní. Dařilo se zejména evropským dluhopisům investičního stupně. Rizikovější emise (spekulativní stupeň) zakončily měsíc z pohledu vývoje kreditní marže zhruba stagnací,

dolarové/americké firemní dluhopisy cenově mírně ztrácely. Všechny tyto segmenty ovlivňovaly zejména informace potvrzující ekonomické ochlazení na obou březích Atlantiku (negativní) a v reakci obrát kormidla tendencí měnových politik hlavních centrálních bank (Fed, ECB; pozitivní). Průměrná kreditní marže indexu EUR iBoxx Corporate IG za březen klesla o 5 b. na 90 bodů, v případě indexu spekulativního stupně (EUR iBoxx HY) převládla zmíněná stagnace na 335 bodech. Kreditní marže dané CDS kontrakty se naproti tomu tentokrát vyvíjely odlišně, když mírně stouply.

AKCIE

Globální trhy

Akciové trhy i v březnu pokračovaly v růstovém trendu započatém začátkem letošního roku. Akciový index vyspělých trhů (MSCI World) vzrostl o 1 %. Investoři i nadále příliš nereflektovali slabší makroekonomická data a zřejmě se soustředili již na druhou polovinu roku a na očekávané zlepšení hospodářské aktivity. Akciím amerických společností (index S&P 500 +1,8 %) zřejmě pomohly holubičí (uvolněné) prognózy Fedu na vývoj úrokových sazeb a budoucí snižování

své rozvahy. Také přetrvávající nejistota ohledně nevyřešeného Brexitu vedla k posílení amerického dolaru, respektive oslabení eura, a růstu cen tamních akcií. Valuačně atraktivnější evropské akcie si také připsaly solidní 1,7 % zhodnocení (index DJ STOXX 600). Pozitivně pomohly zveřejněné výsledky hospodaření evropských společností. Lepší než očekávané výsledky přišly ze sektoru spotřebitelského a technologií, za očekáváním skončil sektor finanční a zdravotnictví.

Celkově se akciím na rozvíjejících se trzích také dařilo, index MSCI Emerging Markets USD vzrostl o 0,68 %, a připsal tak kladné zhodnocení třetí měsíc po sobě. Nejlépe se vedlo velkým asijským ekonomikám – indické akcie připsaly před nadcházejícími volbami do parlamentu téměř 8 % a čínské akcie přes 5,5 % (index CSI300), když reagovaly na stále se slibně vyvíjející jednání s USA. Na ostatních trzích panovala klidnější nálada bez výraznějších výkyvů, snad jen s výjimkou Turecka (-10,5 %), kde se tamní aktiva dostala před komunálními volbami pod velký tlak. To však nic nemění na faktu, že první kvartál letošního roku byl pro akcie na rozvíjejících se trzích jeden z nejuspěšnějších za několik posledních let.

MSCI World Index



Středoevropské trhy

Středoevropské akciové trhy pokračovaly v růstovém trendu. Nejvyšší zisky si připsaly akcie rumunských společností, jež pokračovaly v korigování prosincových ztrát po oznámení zavedení sektorových daní. Téměř 10 % vzrostly ceny akcií bank Transilvania a BRD, následované energetickými společnostmi. Dařilo se také méně likvidním slovinským akciím (index SBITOP +2,8 %). Důvodem byla pravděpodobně blížící se dividendová sezóna. Vynikající výkonnost v Praze (index PX +0,3 %) na základě spekulací o změně majoritního akcionáře předvedly akcie mediální skupiny CETV (+16,3 %) a po dobrých kvartálních výsledcích hospodaření také akcie pojišťovny Vienna Insurance Group (+10 %). V Polsku (index WIG30 -0,8 %) se nedařilo sektoru Utilit, naopak potěšil sektor spotřebitelský a těžební.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v březnu stoupla o 0,66 %. Akciové fondy neměly jednoznačný směr. Dařilo se evropským akciím, kterým pomohly zveřejněné výsledky hospodaření společností a měnová politika ECB, jež zůstává i nadále velice uvolněná. Dobrý výsledků dosáhly ještě především čínské akcie, když reagovaly na stále se slibně vyvíjející jednání s USA, a také indické akcie, které před volbami prudce zhodnocovaly. Americké fondy zato odepisovaly menší ztráty. Na ostatních trzích panovala spíše klidnější nálada bez výraznějších pohybů. Výjimkou byly turecké akcie, které se před tamními komunálními volbami dostaly pod velký tlak.

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					2,73%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,94%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,18%	0,18%	0,79%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					2,92%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,11%	0,11%	1,81%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,32%	0,32%	1,11%
Dluhopisové fondy - ostatní					2,59%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-2,32%	-2,32%	1,79%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	-1,50%	0,89%	0,80%
Fondy alternativních investic					6,49%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,61%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	0,34%	2,77%	1,45%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	0,73%	3,17%	1,43%
Akciové fondy					86,36%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	1,33%	1,33%	11,87%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	-1,12%	1,27%	8,17%
FF - Emerging Asia Fund I-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	3,63%	6,14%	6,38%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	2,76%	5,25%	6,36%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	-0,21%	2,17%	5,40%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	2,92%	3,72%	5,35%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	-0,97%	-0,20%	4,57%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	-0,74%	1,66%	3,63%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	-0,78%	1,62%	3,55%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	4,77%	7,31%	3,42%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	-0,95%	1,45%	2,97%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	2,56%	3,36%	2,86%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	2,14%	2,94%	2,85%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	2,06%	2,86%	2,84%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	1,04%	1,83%	2,80%
Fidelity Funds - Latin America Fund I-Acc-USD	Latinská Amerika	USD	-2,62%	-0,26%	2,80%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-0,63%	0,15%	2,70%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	0,15%	2,58%	2,14%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	-0,65%	1,76%	1,63%
Fidelity Funds - Australia Fund I ACC USD	Ostatní vyspělé trhy	USD	0,68%	3,12%	1,21%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	-1,17%	1,19%	0,98%
PARVEST EQUITY USA MID CAP I	Severní Amerika	USD	-0,94%	1,46%	0,95%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	-13,09%	-12,41%	0,94%
OSTATNÍ					-1,09%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v březnu stoupla o 0,33 %. Akciové fondy neměly jednoznačný směr. Dařilo se evropským akciím, kterým pomohly zveřejněné výsledky hospodaření společností a měnová politika ECB, jež zůstává i nadále velice uvolněná. Dobrý výsledků dosáhly ještě především čínské akcie, když reagovaly na stále se slibně vyvíjející jednání s USA, a také indické akcie, které před volbami prudce zhodnocovaly. Americké fondy zato odepisovaly menší ztráty. Na ostatních trzích panovala spíše klidnější nálada bez výraznějších pohybů. Výjimkou byly turecké akcie, které se před tamními komunálními volbami dostaly pod velký tlak.

V uplynulém měsíci se dařilo především dluhopisům investičního stupně, pozitivním impulsem byl především obrat kormidla tendencí měnových politik evropské i americké centrální banky. Rizikovějším dluhopisům se tolik nevedlo, ačkoliv se v souhrnu kreditní marže těchto dluhopisů meziměsíčně prakticky nezměnila. Na pokles cen tlačily přicházející informace potvrzující ekonomické ochlazení na obou březích Atlantiku.

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					15,54%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,47%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,18%	0,18%	14,07%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					28,45%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,11%	0,11%	17,77%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,32%	0,32%	10,68%
Dluhopisové fondy - ostatní					8,85%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-2,32%	-2,32%	5,65%
PIMCO GIS Income I USD Acc	Globální	USD	n/a	n/a	1,62%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	-1,50%	0,89%	1,59%
Fondy alternativních investic					6,59%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,66%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	0,34%	2,77%	1,47%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	0,73%	3,17%	1,46%
Akciové fondy					41,15%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	1,33%	1,33%	5,62%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	-1,12%	1,27%	3,90%
FF - Emerging Asia Fund I-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	3,63%	6,14%	3,05%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	2,76%	5,25%	3,03%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	-0,21%	2,17%	2,58%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	2,92%	3,72%	2,55%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	-0,97%	-0,20%	2,20%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	-0,74%	1,66%	1,69%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	-0,78%	1,62%	1,69%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	4,77%	7,31%	1,60%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	-0,95%	1,45%	1,46%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	2,06%	2,86%	1,36%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	2,56%	3,36%	1,35%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	2,14%	2,94%	1,34%
Fidelity Funds - Latin America Fund I-Acc-USD	Latinská Amerika	USD	-2,62%	-0,26%	1,33%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	1,04%	1,83%	1,30%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-0,63%	0,15%	1,28%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	0,15%	2,58%	1,06%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	-0,65%	1,76%	0,79%
Fidelity Funds - Australia Fund I ACC USD	Ostatní vyspělé trhy	USD	0,68%	3,12%	0,60%
PARVEST EQUITY USA MID CAP I	Severní Amerika	USD	-0,94%	1,46%	0,46%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	-13,09%	-12,41%	0,45%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	-1,17%	1,19%	0,45%
OSTATNÍ					-0,59%

Konzervativní portfolio

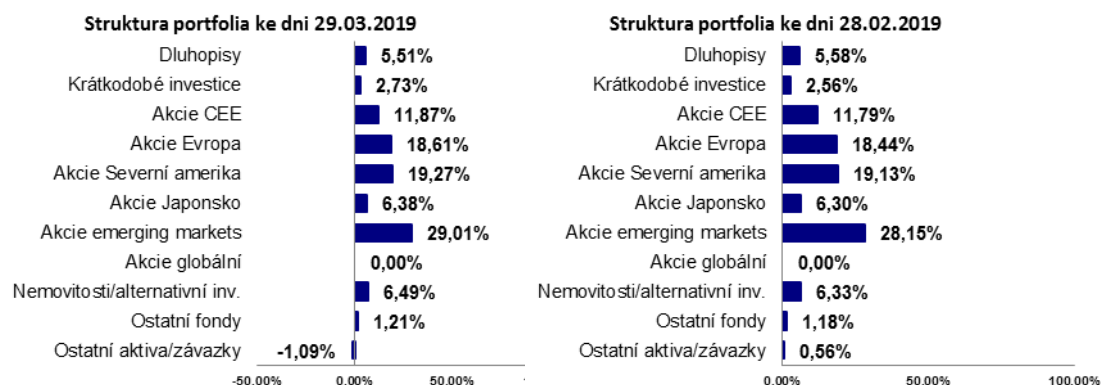
Hodnota konzervativního portfolio v březnu vzrostla o 0,27 %. V uplynulém měsíci se dařilo především dluhopisům investičního stupně, pozitivním impulsem byl především obrat kormidla tendencí měnových politik evropské i americké centrální banky. Rizikovějším dluhopisům se tolik nevedlo, ačkoliv se v souhrnu kreditní marže těchto dluhopisů meziměsíčně prakticky nezměnila. Na pokles cen tlačily přicházející informace potvrzující ekonomické ochlazení na obou březích Atlantiku.

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

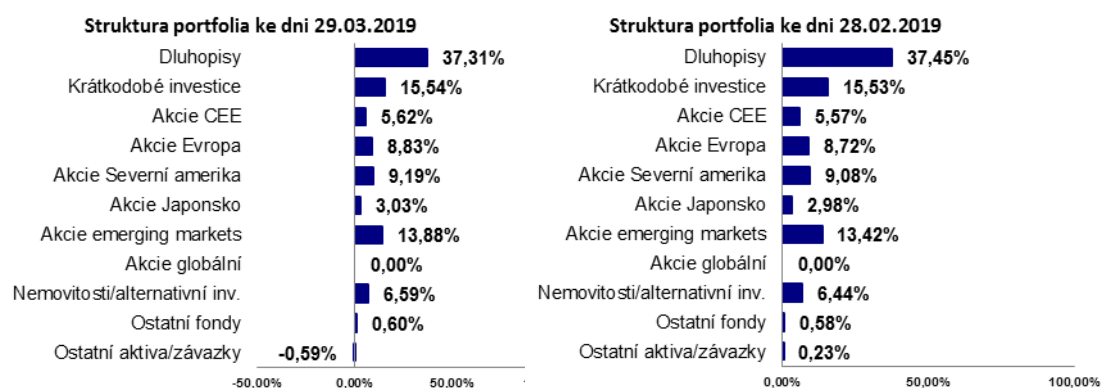
Tento měsíc jsme žádné aktivní změny v portfolio nedělali.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfolio		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolio	Rozložení portfolio
Krátkodobé investice					31,99%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,53%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,18%	0,18%	30,46%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolio					49,67%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,11%	0,11%	31,00%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,32%	0,32%	18,67%
Dluhopisové fondy - ostatní					6,67%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-2,32%	-2,32%	4,25%
PIMCO GIS Income I USD Acc	Globální	USD	n/a	n/a	1,22%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	-1,50%	0,89%	1,20%
Fondy alternativních investic					6,61%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,64%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	0,73%	3,17%	1,48%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	0,34%	2,77%	1,48%
Akciové fondy					5,16%
NN (L) Emerging Markets High Dividend	Globální rozvíjející se trhy	USD	0,55%	2,98%	1,73%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	1,33%	1,33%	0,71%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	2,14%	2,94%	0,50%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	-0,78%	1,62%	0,49%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	-0,74%	1,66%	0,47%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	-0,97%	-0,20%	0,47%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	-0,56%	1,81%	0,37%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	-0,95%	1,45%	0,19%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	1,04%	1,83%	0,16%
Fidelity Funds - Australia Fund I ACC USD	Ostatní vyspělé trhy	USD	0,68%	3,12%	0,07%
OSTATNÍ					-0,10%

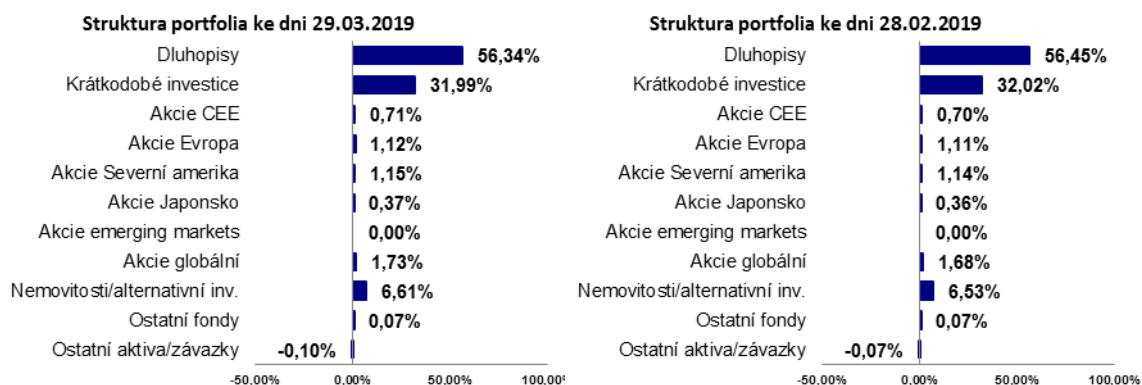
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



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 však odsunula scénář, kdy ECB přistoupí ke zpřísnění úrokové komponenty měnově-politických podmínek, dále za konec roku 2019. To samozřejmě odkládá růst německých výnosů, na který by nemohly české dluhopisy nereagovat. ECB sice nepřestane úplně mluvit o tom, že jednou sazby zvedne, zdá se však, že to bude nejdřív v roce 2020, a i tak bude utahování jenom pomalé. To na výraznější růst desetiletých německých výnosů prozatím nejspíš stačit nebude. U ČNB je pravděpodobné, že pauza, kterou si ve své měnově-politické utahovací kampani vybírá, bude delší, než původně centrální banka i trh očekával. Důvodem pro možný růst požadovaných výnosů však může být zhoršení fiskální situace při výraznějším ekonomickém zpomalení. Vzhledem k tomuto námi vnímanému riziku neočekáváme, že riziková prémie nad německé dluhopisy (na desetileté splatnosti kolem 200 b.b.) v dalších měsících klesne, spíše naopak. Zde je hlavním rizikem nízká přirozená likvidita trhu a vysoký podíl držby zahraničními investory.

Druhým faktorem totiž 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 února 2019 drželi nerezidenti 35,8 % všech a 39,6 % korunových dluhopisů, což jsou stále velmi vysoké podíly. Jinými slovy, dluhopisy podobně jako koruna jsou velmi náchylné na zhoršení sentimentu.

V Polsku se k růstu sazeb centrální banka v nejbližším roce, dost možná dokonce v nejbližších dvou letech, nedostane. To limituje prostor pro růst výnosů tažený polskou měnovou politikou. V Eurozóně to, jak jsme již zmínili, na růst sazeb také hned tak nevypadá. Polská riziková prémie v březnu dále překvapivě narostla (na 2,9 p.b. na deseti letech). Dle nás je tak zde v letošním roce prostor pro její snížení k hranici 2 - 2,2 p.b., zejména pokud by inflační vývoj v Polsku přetrvával a přinesl spekulace na možný pokles sazeb (což je vzhledem k tomu, že Německo zpomaluje, což se Polsko nakonec přece jenom dotkne, a vzhledem k tomu, že polská inflace je hluboko pod cílem, teoreticky možné).

Věříme, že po zvýšené volatilitě a ztrátách tureckých aktiv před březnovými regionálními volbami dojde k opětovnému uklidnění situace a odmazání těchto ztrát. Turecko má nyní před sebou více než 4 roky bez voleb. Toto období by jeho vedoucí představitelé měli začít protřními reformními kroky, směřujícími k rebalancování největších chronických problémů turecké ekonomiky – vysoké inflace a schodku běžného účtu platební bilance. Předpokladem je také stabilizace v předvolebním období zhoršené fiskální situace. Půjde také o to, zda centrální banka odolá politickému tlaku a bude držet dostatečně utaženou měnovou politiku. V současnosti jsou její klíčové úrokové sazby na úrovni 24%, inflace je však prozatím stále vysoko (nad 20%) a bude klesat postupně. Naplňování kredibilní hospodářské a měnové politiky by mělo vést k opětovnému otvírání pozic nyní rekordně podvážených zahraničních investorů a 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 1,14. Pro výrazně vyšší úrovně (=pro slabší dolar) nadále nenacházíme v současných ani v očekávaných diferenciálech měnových politik na opačných stranách Atlantiku (což je primární faktor kurzu v posledním desetiletí) žádné odůvodnění. FED s největší

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Měny

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, zavedení TLTRO de facto uvolněním politiky je). Proto, pokud k nějakému pohybu od hranice 1,14 v dalších měsících dojde, čekali bychom, že bude směrem k silnějšímu dolaru.

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 výraznějším 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 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 zlotého nadále očekáváme posílení. Slabá inflace sice nedovolí centrální bance zvyšovat sazby, což limituje prostor pro jeho výraznější posílení, ale stávající úrokový diferenciel a solidní makro by měly trhy přesvědčit, že hodnoty nad 4,30 jsou příliš slabé. V nejbližších dvou čtvrtletích tak očekáváme návrat k úrovním 4,20.

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 přistoupila k utahování politiky, čekáme jejich brzkou korekci směrem k hranici 310, poté, ve druhé polovině roku, až k hranici 300.

Akciové trhy pokračovaly rostoucím trendu. Pro následující měsíce budou stěžejní příchodí makrodata, jež naznačí vývoj v druhé polovině roku, 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 politiku ECB. Je však zřejmá určitá opatrnost evropských společností s hrozbou obchodních válek v plánování investičních výdajů. **Pozitivní jsme na hospodaření společností z rozvíjejících se trhů**, které budou těžit ze sílícího 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 očekávaní 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.

Globální akciové trhy

*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, vzhledem ke kladným úrokovým sazbám a silnému spotřebiteli, pozitivní na akcie finanční tituly Erste Bank a Vienna Insurance Group a producenta tabákových výrobků Philip Morris Czech. Pozitivní jsme i na akciový titul AVAST a rychle se oddlužujícího se majitele Nova, mediální skupinu CETV. Na českém trhu momentálně neočekáváme výrazný propad u žádné z obchodovaných akcií. 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