

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC PROSINEC 2018

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **139,9322**
 Výkonnost za poslední měsíc **-5,73%**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **133,8027**
 Výkonnost za poslední měsíc **-2,94%**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **124,0372**
 Výkonnost za poslední měsíc **-0,64%**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Vývoj ve Spojených státech v prosinci navázal na vývoj v listopadu, tj. výnosy dále klesaly, a to, stejně jako u cen ropy, vlivem tržních turbulencí a odklonu investorů od rizika v důsledku zvýšených obav o hospodářský růst. Na delším konci výnosy poklesly zhruba o 30 b.b., desetiletý výnos se tak v samém závěru minulého roku dostal pod 2,7%. Na krátkém konci byl pokles stejný, dvouleté výnosy tak poklesly pod 2,5%. Plochá křivka tak nadále indikuje očekávání hospodářského zpomalení.

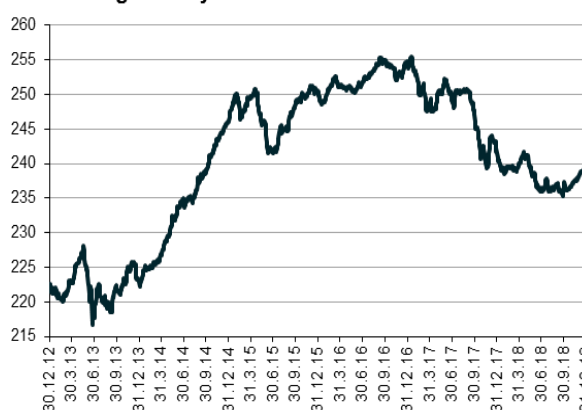
Kvalitativně stejný vývoj byl i v jádru Eurozóny, poklesy výnosů však byly mnohem menší. V Německu klesly dvouleté výnosy zpátky pod -0,6%, desetileté výnosy pak zamířily pod 25 b.b., což byla jejich nejnižší hodnota od června 2017. Výnosy pod vlivem odklonu od tržního rizika a odlivu investic zejména z akciových trhů klesly dokonce i v Itálii, kde se desetiletý výnos dostal koncem roku 2018 nejnižší (2,7%) od července.

DLUHOPISY ČR

Vývoj na české výnosové křivce byl během prosince podobný jako v Německu. Dlouhé výnosy kvůli rostoucím tržním obavám poklesly o zhruba 12 b.b., koncem prosince se tak dostaly na desetileté splatnosti na dohled 1,9%, což byla jejich nejnižší hodnota od počátku června 2018.

Na krátkém konci kvůli přehodnocení výhledu na sazby ČNB došlo také ke korekci, dvouleté výnosy se tak dostaly pod 1,50%. Cenám vládních dluhopisů pomáhala vzhůru také absence primárních aukcí Ministerstva financí, jež zafinancovalo potřeby veřejných rozpočtů již dříve v průběhu roku.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Na polském obligačním trhu došlo v prosinci k citelnému cenovému růstu. Dlouhé výnosy, podobně jako na hlavních světových trzích, v očekávání snížení tempa ekonomického růstu (přesun investic z akcií do bezpečnějších dluhopisů) poklesly o více než 20 b.b. a dostaly se na úroveň 2,8%, kde nebyly více než dva roky, dvouleté výnosy skončily minulý rok pod 1,35%, nejnižší vůbec. Kromě globálního trendu se na polském trhu projevil i vliv nadále velmi nízké inflace, což vedlo k vymazání tržních očekávání mírného zvýšení sazeb centrální bankou v letošním roce.

Turecké dluhopisy

Positivní vývoj tureckých finančních aktiv, trvající od září loňského roku, jež zkorigoval značnou část předchozích dramatických ztrát z léta, se v posledním měsíci roku již vyčerpal a převládá dopad nepříznivého vývoje rizikových aktiv, zejména akcií. Cenové ztráty tureckých dluhopisů však nebyly nijak výrazné, poměrně stabilní byl i po předešlém posilování měnový kurz TRY. Listopadová spotřebitelská inflace pozitivně překvapila citelnějším snížením oproti tržním odhadům, nadále se však jednalo o úroveň nad 21% - prostor pro další sestup inflace v prostředí přechodné ekonomické kontrakce a nižších cen ropy zde určitě dále je. V příznivém rebalančním procesu pokračoval běžný účet platební bilance, jehož říjnový přebytek – již třetí v řadě – dále svižně snižoval celoroční schodkovou bilanci. Centrální banka naplnila tržní očekávání a ponechala na prosincovém zasedání nastavení měnové politiky beze změny. Výrazně snížená nabídka nových státních dluhopisů v TRY Ministerstvem financí trvala i v prosinci, což lokálnímu trhu dodávalo podporu a cenám TRY dluhopisů nedovolilo výrazněji klesnout. Výnosová křivka ve výsledku stoupla jen v segmentu kratších a středních splatností (do 100 bps), výnosy dlouhodobých obligací naopak mírně (o cca 30 bps) klesly.

Firemní dluhopisy

Trh korporátních dluhopisů zůstával pod tlakem na růst kreditních marží, byť mírnějším oproti listopadu, i v posledním měsíci uplynulého roku. Dominantním faktorem byl razantní vzestup tržní volatility na akciových trzích spolu s nárůstem rizikové averze a pokračujícího částečného snižování pozic globálních investorů z rizikových tříd aktiv před koncem roku. Prim přítom hrály rostoucí obavy z výraznějšího ochlazení ekonomického růstu jako možného důsledku pokračujícího utahování měnové politiky amerického Fedu, obchodních válek mezi USA a Čínou či divokého Brexitu. Průměrná kreditní marže indexu EUR iBoxx Corporate IG za prosinec vzrostla o 7 b. na 118 bodů, v případě indexu spekulativního stupně (EUR iBoxx HY) činil nárůst 31 b. na 428 bodů. Kreditní marže dané CDS kontrakty vzrostly v podobném rozsahu. Za celý rok 2018 průměrné kreditní marže dluhopisů investičního stupně vzrostly o 69 bodů (tedy na více než dvojnásobek), dluhopisů spekulativního stupně pak o 190 bodů.

AKCIE

Globální trhy

Prosinec byl pro akciové trhy negativním měsícem, kdy došlo k reflexi většiny rizik, o kterých se v minulých měsících diskutovalo. Jedním z důvodů mohla být také nižší likvidita před vánočními svátky, která byla právě podpořena nadále panující globální nejistotou. Mezi obvyklé obavy investorů patřily utahující se měnové politiky centrálních bank, zpomalující globální ekonomika, obchodní války, problémy některých

sektorů, nepredikovatelnost politiků nebo dražší valuační ukazatele amerických akcí. Právě americké akcie svými meziměsíčními ztrátami vyčnívaly, když např. index S&P 500 propadl o 9,2 % (meziročně o -6,2 %). Evropské trhy, jež se s horší výkonností potýkaly již v průběhu předešlých měsíců, padaly o něco méně (index DJ STOXX 600 meziměsíčně -5,6 %, za celý rok 2018 -13,2 %).

Ani akcie na rozvíjejících se trzích se nevyhnuly výprodejům, index MSCI Emerging Markets klesl meziměsíčně o 2,92 % (měřeno v USD). Ve srovnání v rozvinutými trhy byl ale pokles přeci jen zřetelně mírnější. Všechny hlavní rozvíjející se ekonomiky zaznamenaly ztráty, jmenujme například Čínu, Indii či Brazílii. S nadějami vyhlížený summit zemí G-20 v Argentině na přelomu listopadu a prosince nepřinesl výrazný posun v oblasti obchodních vztahů mezi USA a Čínou, pozitivní zprávou bylo především plánované obnovení obchodních dialogů v roce 2019. Konec roku byl poznamenán silně negativním sentimentem na akciových trzích a nižší likviditou obchodů.

MSCI World Index



Středoevropské trhy

Středoevropské trhy byly ve vleku globálních propadů. Při nižším významu a menší likviditě nedosáhly, oproti vyspělým trhům, takových ztrát. Problémy se však nevyhnuly ani místním trhům. Investoři do polských akcí (index WIG30 meziměsíčně -0,7 %, meziročně -8,6 %), zvláště sektor utilit, až do konce roku nevěděli, zda dojde k zvýšení cenových tarifů elektřiny pro domácnosti. Nadále se také spekulovalo o záchraně problémových bank Alior a Idea. Malé ztráty si připsaly také maďarské akcie (index BUX meziměsíčně -2,4 %, meziročně -0,6 %), výraznější pak z důvodu propojení s rakouským trhem, respektive akciemi Erste Bank a Vienna Insurance group, český akciový index PX, jenž propadl o 7,7 % (meziročně o 8,5 %). Nejvýraznější propady však postihly akcie rumunských společností (index BET meziměsíčně -14,8 %, meziročně -4,8 %). Důvodem bylo, týden před vánočními svátky, oznámení vlády o rychlé zavedení sektorových daní pro banky, utility, telekomunikační a energetické společnosti. Konkrétní podoba nebyla do konce roku zřejmá, avšak prvotní návrh by například pro banky znamenal snížení čistého zisku až o 40%.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v prosinci klesla o 5,73 %. Poslední měsíc v roce akciím vůbec nepřál. Na trzích panoval výrazně negativní sentiment, když došlo k reflexi většiny rizik, o kterých se v minulých měsících diskutovalo. Všechny akciové fondy zaznamenaly ztráty. Nejhuře se vedlo americkým a japonským fondům. Relativně lépe se dařilo rozvíjejícím se trhům, ačkoliv očekávaný summit zemí G-20 v Argentině na přelomu listopadu a prosince výrazný posun v oblasti obchodních vztahů mezi USA a Čínou nepřinesl. Na rok 2019 byly nicméně naplánovány další schůzky mezi zástupci obou zemí.

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					2,31%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,45%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,00%	0,00%	0,86%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					3,20%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,06%	0,06%	2,01%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-0,31%	-0,31%	1,19%
Dluhopisové fondy - ostatní					2,92%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,55%	-0,55%	2,06%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	-0,75%	-2,41%	0,87%
Fondy alternativních investic					6,78%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Česká republika	CZK	-0,24%	-0,24%	3,80%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	-2,55%	-4,18%	1,50%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	-2,01%	-3,65%	1,48%
Akciové fondy					84,36%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	-5,75%	-5,75%	12,03%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	-9,86%	-11,37%	7,78%
FF - Emerging Asia Fund I-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	-2,35%	-3,98%	6,54%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,23%	-5,83%	6,30%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	-3,01%	-3,87%	5,38%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	-10,69%	-9,25%	5,21%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	-6,39%	-7,22%	4,56%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	-9,11%	-10,63%	3,41%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	-9,46%	-10,97%	3,36%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,32%	-3,95%	3,17%
NN (L) Latin America Equity I Cap	Latinská Amerika	USD	-0,88%	-2,54%	2,80%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	-5,08%	-5,92%	2,72%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	-5,74%	-6,58%	2,70%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	-5,15%	-5,99%	2,69%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	-12,34%	-13,81%	2,66%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	-8,86%	-9,67%	2,59%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-8,24%	-9,05%	2,56%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-1,78%	-3,42%	2,20%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	-6,66%	-8,22%	1,60%
Fidelity Funds - Australia Fund I ACC USD	Ostatní vyspělé trhy	USD	-4,73%	-6,32%	1,15%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	-6,30%	-7,13%	1,14%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	-11,83%	-10,41%	0,92%
PARVEST EQUITY USA MID CAP I	Severní Amerika	USD	-13,04%	-14,49%	0,88%
OSTATNÍ					0,43%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v prosinci klesla o 2,94 %. Poslední měsíc v roce akciím vůbec nepřál. Na trzích panoval výrazně negativní sentiment, když došlo k reflexi většiny rizik, o kterých se v minulých měsících diskutovalo. Všechny akciové fondy zaznamenaly ztráty. Nejhuře se vedlo americkým a japonským fondům. Relativně lépe se dařilo rozvíjejícím se trhům, ačkoliv očekávaný summit zemí G-20 v Argentině na přelomu listopadu a prosince výrazný posun v oblasti obchodních vztahů mezi USA a Čínou nepřinesl. Na rok 2019 byly nicméně naplánovány další schůzky mezi zástupci obou zemí. Zvýšená riziková averze spojená s propady na akciových trzích snižovala ochotu investorů k nákupu rizikových aktiv, což vytvářelo na trhu s dluhopisy tlak na růst kreditních marží. Dluhopisy vnímané jako více rizikové (tj. například korporátní) tedy klesaly. Kladné zhodnocení dokázal připsat pouze Conseq Dluhopisový, který těžil z nárůstu cen českých státních dluhopisů.

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					15,94%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,54%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,00%	0,00%	14,40%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					29,14%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,06%	0,06%	18,25%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-0,31%	-0,31%	10,89%
Dluhopisové fondy - ostatní					9,27%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,55%	-0,55%	6,55%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	-0,75%	-2,41%	2,72%
Fondy alternativních investic					6,64%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Česká republika	CZK	-0,24%	-0,24%	3,75%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	-2,55%	-4,18%	1,45%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	-2,01%	-3,65%	1,44%
Akciové fondy					38,92%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	-5,75%	-5,75%	5,57%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	-9,86%	-11,37%	3,59%
FF - Emerging Asia Fund I-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	-2,35%	-3,98%	3,02%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,23%	-5,83%	2,90%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	-3,01%	-3,87%	2,49%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	-10,69%	-9,25%	2,41%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	-6,39%	-7,22%	2,10%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	-9,11%	-10,63%	1,58%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	-9,46%	-10,97%	1,55%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,32%	-3,95%	1,49%
NN (L) Latin America Equity I Cap	Latinská Amerika	USD	-0,88%	-2,54%	1,28%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	-5,15%	-5,99%	1,23%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	-12,34%	-13,81%	1,23%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	-5,74%	-6,58%	1,23%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	-5,08%	-5,92%	1,22%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	-8,86%	-9,67%	1,19%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-8,24%	-9,05%	1,16%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-1,78%	-3,42%	1,06%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	-6,66%	-8,22%	0,73%
Fidelity Funds - Australia Fund I ACC USD	Ostatní vyspělé trhy	USD	-4,73%	-6,32%	0,53%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	-6,30%	-7,13%	0,52%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	-11,83%	-10,41%	0,43%
PARVEST EQUITY USA MID CAP I	Severní Amerika	USD	-13,04%	-14,49%	0,40%
OSTATNÍ					0,08%

Konzervativní portfolio

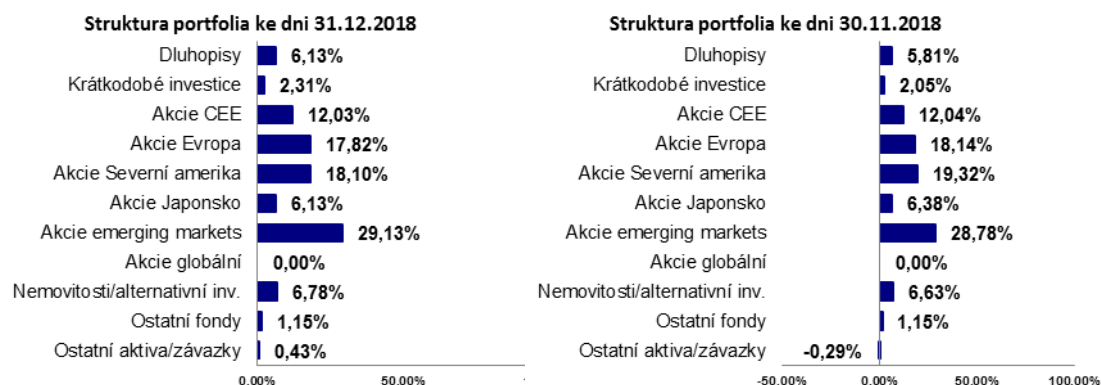
Hodnota konzervativního portfolia v prosinci klesla o 0,64 %. Zvýšená riziková averze spojená s propady na akciových trzích snižovala ochotu investorů k nákupu rizikových aktiv, což vytvářelo na trhu s dluhopisy tlak na růst kreditních marží. Dluhopisy vnímané jako více rizikové (tj. například korporátní) tedy klesaly. Kladné zhodnocení dokázal připsat pouze Conseq Dluhopisový, který těžil z nárůstu cen českých státních dluhopisů.

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

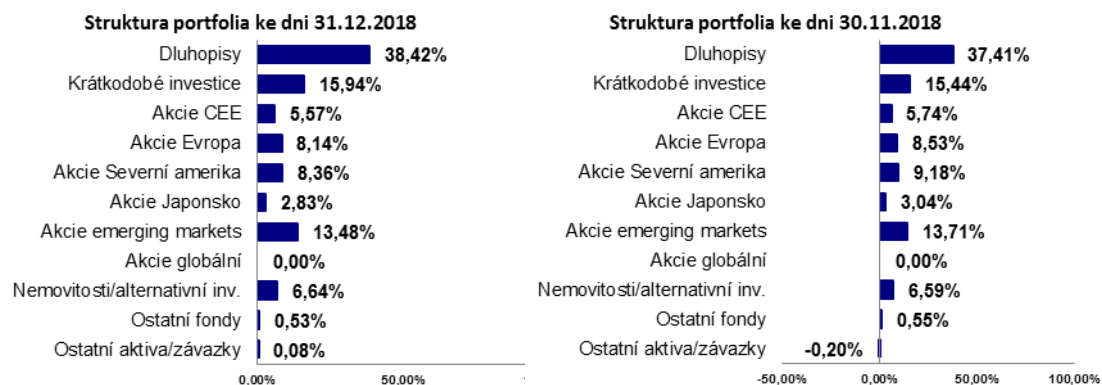
Tento měsíc jsme žádné aktivní změny v portfoliu nedělali.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					32,01%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,48%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,00%	0,00%	30,53%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					49,98%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,06%	0,06%	31,31%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-0,31%	-0,31%	18,67%
Dluhopisové fondy - ostatní					6,87%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,55%	-0,55%	4,84%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	-0,75%	-2,41%	2,03%
Fondy alternativních investic					6,49%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Česká republika	CZK	-0,24%	-0,24%	3,66%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	-2,55%	-4,18%	1,42%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	-2,01%	-3,65%	1,41%
Akciové fondy					4,76%
NN (L) Emerging Markets High Dividend	Globální rozvíjející se trhy	USD	-2,80%	-4,43%	1,65%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	-5,75%	-5,75%	0,66%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	-9,11%	-10,63%	0,48%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	-9,46%	-10,97%	0,43%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	-5,74%	-6,58%	0,42%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	-6,39%	-7,22%	0,42%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	-11,28%	-9,85%	0,34%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	-12,34%	-13,81%	0,16%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	-8,86%	-9,67%	0,13%
Fidelity Funds - Australia Fund I ACC USD	Ostatní vyspělé trhy	USD	-4,73%	-6,32%	0,06%
OSTATNÍ					-0,10%

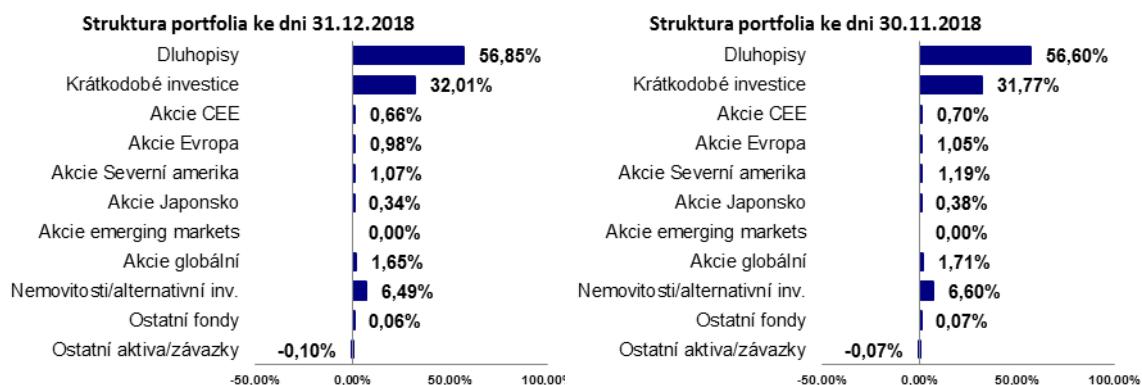
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Riziková prémie vůči německým dluhopisům zůstala na desetileté splatnosti v průměru kolem 170 b.b., tj. bez změny proti situaci v minulých měsících. V dalších čtvrtletích čekáme její snížení k úrovni 100-150 b.b. To by mělo probíhat jak zdola (tj., růstem německých výnosů), tak shora. U německých výnosů vzhledem k tomu, že čekáme, že ekonomika EMU už dále zpomalovat nebude a že jsou výrazně nízké, nečekáme další pokles. Naopak, pokud ECB postupem času začne připravovat investory na to, že přece jen sazby zvedne, mělo by dojít k nárůstu německých desetiletých výnosů nad 0,5% v nejbližším roce. U českých výnosů je vzhledem k tomu, že ČNB v posledních týdnech minulého roku zmírnila potřebu dalšího rapidního utahování měnové politiky (a to nejenom ve své poslední, listopadové prognóze, která žádný růst sazeb pro rok 2019 nečeká, ale také verbálně, v zápisu po prosincovém zasedání), reálný pokles výnosů jak středně-, tak dlouhodobých dluhopisů. Zpomalování, které vidíme v Německu, se musí projevit v ČR a mělo by vést k nižším požadovaným výnosům (vyšším cenám obligací).

Jako po celý minulý rok, však výhled českých výnosů nadále komplikuje situace na devizovém trhu, konkrétně přetrvávající překoupenost české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž stále uložena právě v českých dluhopisech – koncem listopadu drželi nerezidenti 36 % všech a 40 % korunových dluhopisů, což jsou stále velmi vysoké podíly. Další stovky miliard korun z intervencí, které jsou v rukou zahraničních investorů, jsou pak v jiných instrumentech. Jinými slovy, dluhopisy podobně jako koruna jsou velmi náchylné na zhoršení sentimentu.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Růst obav o globální růst v roce 2019 stlačil koncem minulého roku polskou rizikovou prémii vůči Německu až na 260 b.b. Výnosy v Německu totiž už byly tak nízké, že jejich další citelný pokles nenastal ani důsledkem nezanedbatelné pravděpodobnosti německé stagnace/recese, naopak, polské výnosy s premií vůči německým bundům 280 - 290 bodů měly v očích investorů prostor k poklesu. V letošním roce by měla tato prémie zůstat zhruba stabilní – růst úrokových sazeb ze strany Polské centrální banky nebude pravděpodobně ani letos na pořadu dne a inflace bude k cíli centrální banky směřovat jen pozvolna. Na druhou stranu námi očekávaný postupný vzestup výnosů německých dluhopisů může polské dlouhodobé výnosy postupem času tlačit vzhůru.

Vývoj tureckých finančních aktiv – vládních dluhopisů a měnového kurzu TRY – se v letošním roce bude odvíjet od několika faktorů. Na domácí scéně půjde zejména o naplňování akčního programu vlády v hospodářské politice (zaměřeného primárně na boj s inflací, přísnou fiskální politiku či podporu bankovnímu sektoru), zaměřeného na rebalancování turecké ekonomiky a také o to, zda centrální banka odolá politickému tlaku a bude držet dostatečně utaženou těžkou politiku měnovou. V současnosti jsou její klíčové úrokové sazby na úrovni 24%, inflace však zůstává zvýšená (nad 20%) a bude klesat postupně. Naplňování kredibilní hospodářské a měnové politiky by mělo vést k dalšímu otvírání pozic stále citelně podvážených zahraničních investorů a příznivému cenovému vývoji tureckých aktiv. Důležité ale budou také externí faktory, zejména vývoj globální rizikové averze v souvislosti s výhlídkami ekonomického růstu, měnové politiky Fedu či eskalace/uklidnění obchodních válek mezi USA a Čínou. V úhrnu zůstáváme poměrně optimističtí a věříme, že turecká aktiva během letošního roku dosáhnou atraktivního zhodnocení.

Měny

Vzhledem k tomu, že vývoj kurzu 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 1,15. Pro výrazně vyšší úroveň (=pro slabší dolar kolem 1,20) nenacházíme v současných ani v očekávaných diferenciacích měnových politik na opačných stranách Atlantiku (což je primární faktor kurzu v posledním desetiletí) žádné odůvodnění. FED sice možná bude v dalších čtvrtletích postupovat pomaleji v utahování měnové politiky, než tomu bylo doposud, ale to

kurzu příliš nevdí, protože ECB se k utažení politiky hned tak nedostane. Ztráta dynamiky růstu Eurozóny a persistentně nižší než očekávaná inflace naopak zvyšují pravděpodobnost, že sazby ECB zůstanou neměnné i v roce 2019. Proto, pokud k nějakému pohybu od hranice 1,15 v dalších měsících dojde, čekali bychom, že bude směrem k silnějšímu dolaru.

Vývoj v posledních měsících potvrdil, 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. 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 vyběrání 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 zlatého nadále očekáváme posílení. Slabá inflace sice nedovolí centrální bance hned tak zvyšovat sazby, což limituje prostor pro jeho výraznější posílení, ale úrokový diferenciál a solidní makroekonomický obrázek by měly trhy přesvědčit, že hodnoty 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 kolem 320 jsou podobně jako u polského zlatého fundamentálně neodůvodnitelně slabé a vzhledem k tomu, že maďarská centrální banka se ztlačena posunula jestřábím směrem, čekáme jejich korekci směrem k hranici 310 v řádu několika měsíců.

Závěrem roku 2018 akciové trhy reflektovaly některé rizika, o nichž se již několik měsíců spekulovalo, jako například zpomalení globálního ekonomického růstu, obchodní války nebo blížící se BREXIT. Ceny akcií v některých regionech se tak po těchto propadech dostaly na atraktivnější úroveň. Hodnotové ukazatele **amerických společností** se nyní pohybují blízko, avšak stále mírně nad, dlouhodobých úrovní. **Výrazný prostor pro zhodnocení** tak u nich v blízké době, vzhledem k pozvolnému růstu krátkodobých úrokových sazeb, ekonomickému zpomalení a nejistotě ohledně obchodních válek, **nevidíme. Hodnotové ukazatele akcií evropských společností** se obchodují mírně **pod svými dlouhodobými průměry**. Akcie by zároveň mohly reflektovat slabé euro a nadále uvolněnou měnovou politikou 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 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, vzhledem k rostoucím úrokovým sazbám a silnému spotřebiteli, pozitivní na akcie finanční tituly Erste Bank a Vienna Insurance Group. Pozitivní jsme i na relativně nový 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 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, síť čerpacích stanic Petrol a přístavu Luka Koper.

*Anne-Françoise Blüher
Adam Šperl*

Portfolio managers