

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC LEDEN 2019

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **148,8971**
 Výkonnost za poslední měsíc **6,41%**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **138,3833**
 Výkonnost za poslední měsíc **3,42%**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **125,2587**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,98%**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Vývoj ve Spojených státech byl v prvním letošním měsíci ve srovnání s posledním kvartálem minulého roku klidný. Desetileté výnosy oscilovaly v úzkém pásmu ± 10 b.b. kolem hranice 2,70%. Ani na krátkém konci nebyl vývoj o moc turbulentnější. Konec ledna a konec prosince byly z hlediska úrovně dvouletých výnosů skoro stejné (2,50%), lednová volatilita výnosů byla do deseti bazických bodů.

Nejinak tomu bylo i v případě německého dluhopisového trhu. Slabá data udržela po většinu měsíce desetileté výnosy lehce nad 20 b.b., koncem měsíce se pak výnosy dostaly pod 20 b.b. Na krátkém konci byly pohyby také nepatrné, dvouleté výnosy zůstaly mezi -0,55% a -0,6%. I na dluhopisové periférii Eurozóny byl klid. Italské desetileté dluhopisy byly v průměru kolem 2,75%, volatilita byla zhruba ± 15 b.b.

DLUHOPISY ČR

Vývoj na české výnosové křivce byl v lednu zajímavější než v Německu. Krátké dluhopisy vyrostly o zhruba 30 b.b., dostaly se tak až nad 1,8%, což je výnosově nejvýše od poloviny roku 2011. Na dlouhém konci byly výnosy naopak koncem ledna zhruba o 10 b.b. nižší než koncem prosince – většina lednového poklesu se odehrála hned jeho počátkem – na trhu se objevila agresivní poptávka zahraničních investorů, sázejících na víceméně

konec cyklu utahování měnové politiky ČNB a ochlazení ekonomického růstu. Tomu nahrála opatrná vyjádření některých centrálních bankéřů, zejména Tomáše Holuba. Podobně se pod tímto vlivem vyvíjely sazby úrokových swapů, které během celého měsíce citelně klesaly.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Na polské výnosové křivce byl vývoj kvalitativně stejný jako v ČR, tj. zploštění výnosové křivky a růst výnosů na krátkém konci. Na krátkém konci dvouleté výnosy během ledna vyrostly o zhruba 15 b.b. (1,49%), na dlouhých splatnostech pak zhruba ve stejném rozsahu výnosy poklesly.

Turecké dluhopisy

Začátek nového roku byl velmi úspěšný pro turecká aktiva, v první řadě pak pro vládní dluhopisy v TRY. Prosincová inflace dále klesla, mírně více proti tržním odhadům (zejména v rámci cen výrobců), a to k hranici 20%. Co bylo důležitější, Turecká centrální banka na lednovém zasedání ponechala nastavení měnové politiky beze změny (klíčová úroková sazba na úrovni 24%) a zdůraznila, že nepřistoupí k uvolnění měnových podmínek dříve, než dojde k trvalému a výraznému ztlumení inflačních tlaků. To byla živá voda jak pro měnový kurz TRY, tak pro ceny vládních dluhopisů zejména delších splatností. Těm navíc setrvala pomáhala strategie Ministerstva financí na primárních trzích – valnou část refinančních potřeb vláda pokryla emisí EUR a USD dluhopisů a lokální TRY obligační trh tak v důsledku nízké nabídky nových emisí postupně zdražoval (ceny rostly). Výnosová křivka ve výsledku ztlačila klesla a také snížila sklon, propad výnosů činil od 150 do zhruba 220 bps.

Firemní dluhopisy

Vývoj na kreditním trhu byl v lednu pozitivní, když kreditní marže, stoupající v předešlých měsících, poměrně citelně klesly. Korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně cenově solidně rostly, pozitivními faktory byl zejména obrat v rétorice Fedu, který indikoval možné zastavení neutralizace měnové politiky, dále pak optimisticky se vyvíjející jednání mezi USA a Čínou o obchodní dohodě. Průměrná kreditní marže indexu EUR iBoxx Corporate IG za leden klesla o 9 b. na 109 bodů, v případě indexu spekulativního stupně (EUR iBoxx HY) činil

pokles citelných 45 b. na 383 bodů. Kreditní marže dané CDS kontrakty klesly v podobném či mírně vyšším rozsahu.

AKCIE

Globální trhy

Akciovým trhům se v lednu velmi dařilo, když došlo k výrazné korekci prosincových ztrát. Špatný závěr předešlého roku byl zapomenut a akciové trhy napříč všemi regiony, i přes absenci výrazně pozitivních zpráv, rostly. Z ekonomik chodila převážně slabá ekonomická data, na což svou rétorikou reagovaly i některé centrální banky. Investoři však zřejmě začali brát v potaz možné ekonomické zlepšení v druhé polovině letošního roku. Zároveň příprava na nedaleké prezidentské volby zmírnila projevy Donalda Trumpa alespoň co se obchodních válek týká. Také hodnotové ukazatele se po prosincových cenových propadech a růstech korporátních zisků v minulém roce dostaly na zajímavé úrovně. Index amerických akcií S&P 500 vzrostl o 7,9 %. Akcie mimo zmíněné důvody reagovaly též na v průměru lepší než analyticky očekávané výsledky. Evropské akcie si připsaly 6,2 % (měřeno indexem DJ STOXX 600).

MSCI World Index



Také akcie na rozvíjejících se trzích si připsaly velice dobrý start do nového roku, když v souhrnu připsaly 8,7 % (index MSCI Emerging Markets USD). Všem hlavním trhům se dařilo, a korigovaly tak z části velké ztráty z minulého roku. Čínským akciím pomáhalo rovněž obnovení jednání se Spojenými státy, do kterého vkládají investoři relativně velké naděje. Výborně si vedly brazilské akcie (index Bovespa +10,8 %, v BRL), což odráží velkou důvěru v nově zvoleného prezidenta Bolsonara a v jeho schopnost provést slibované pro-tržní reformy. Za zmínku stojí rovněž turecké akcie, které připsaly téměř 15 % (v TRY) a které se po masivních loňských výprodejích také začínají vzpamatovávat.

Středoevropské trhy

Pozitivní sentiment na globálních akciových trzích se přenesl také na místní akciové trhy. I zde platilo, že zveřejněná ekonomická data nebyla silná, avšak uvolněná rétorika centrálních bank a atraktivní valuace vedly k výrazným ziskům. Nejvyšší růst vykázaly české akcie (index PX +5,8 %). S blížící se štědrá dividendová sezónou rostly hlavně bankovní tituly Komerční banky a Monety. Přes 12 % si před očekávanými dobrými výsledky za čtvrté čtvrtletí připsaly akcie mediální skupiny CETV. Polské akcie (index WIG 30) vzrostly o 5,1 %. Zde pozitivně vyčnívaly akcie softwarové společnosti CD Project (+30,5 %) a energetických společností PGE (+18,6 %), Energa (+13,8 %), Enea (8,4 %) a Tauron (+8,2 %). Horších výsledků dosáhly společnosti ze spotřebitelského sektoru. Rumunský trh (index BET -5,9 %) po silném prosincovém propadu opět ztrácel. Nejistota ohledně finálních podob sektorových daní dále táhla dolů především bankovní sektor.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v lednu stoupla o 6,41 %. Akciovým trhům se tento měsíc velmi dařilo, všechny akciové fondy zaznamenaly kladné zhodnocení, a korigovaly tak zčásti velké ztráty z konce minulého roku i navzdory tomu, že přicházely převážně slabá ekonomická data. Akciím pomohla holubičí rétorika amerického Fedu, obnovení jednání mezi Spojenými státy a Čínou a také hodnotové ukazatele, které se po prosincových propadech dostaly na zajímavé úrovni. Akcie se tak hned z kraje roku staly pro mnohé investory zajímavou investiční příležitostí.

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					2,60%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,80%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,08%	0,08%	0,81%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					2,99%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,83%	0,83%	1,86%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,82%	0,82%	1,13%
Dluhopisové fondy - ostatní					2,76%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	3,73%	3,73%	1,95%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	2,27%	2,09%	0,80%
Fondy alternativních investic					6,39%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,56%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	2,49%	2,31%	1,43%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	3,02%	2,84%	1,41%
Akciové fondy					85,50%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	3,99%	3,99%	11,63%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	9,28%	9,09%	7,97%
FF - Emerging Asia Fund I-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	7,15%	6,96%	6,66%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	10,02%	9,83%	6,50%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	5,60%	5,74%	5,27%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	6,15%	7,17%	5,24%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	5,90%	6,04%	4,54%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	7,75%	7,56%	3,47%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	7,83%	7,64%	3,45%
NN (L) Latin America Equity I Cap	Latinská Amerika	USD	15,33%	15,13%	3,13%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,92%	1,74%	3,04%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	14,38%	14,18%	2,86%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	7,90%	8,05%	2,80%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	5,51%	5,65%	2,74%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	9,47%	9,62%	2,70%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	5,68%	5,82%	2,69%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	8,68%	8,83%	2,65%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	6,92%	6,73%	2,21%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	13,93%	13,73%	1,71%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	16,20%	16,36%	1,24%
Fidelity Funds - Australia Fund I ACC USD	Ostatní vyspělé trhy	USD	8,63%	8,44%	1,17%
PARVEST EQUITY USA MID CAP I	Severní Amerika	USD	12,88%	12,68%	0,93%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	3,21%	4,20%	0,90%
OSTATNÍ					-0,24%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v lednu stoupla o 3,42 %. Akciovým trhům se tento měsíc velmi dařilo, všechny akciové fondy zaznamenaly kladné zhodnocení, a korigovaly tak zčásti velké ztráty z konce minulého roku i navzdory tomu, že přicházely převážně slabá ekonomická data. Akciím pomohla holubičí rétorika amerického Fedu, obnovení jednání mezi Spojenými státy a Čínou a také hodnotové ukazatele, které se po prosincových propadech dostaly na zajímavé úrovni. Akcie se tak hned z kraje roku staly pro mnohé investory zajímavou investiční příležitostí. Všem dluhopisovým fondům v portfoliu se dařilo. Vývoj na kreditním trhu byl v lednu rovněž jako u akcií pozitivní, když kreditní marže, stoupající v předešlých měsících, poměrně citelně klesly. Korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně cenově solidně rostly, pozitivní faktory byly obdobné jako u akcií, tj. příznivý postoj americké centrální banky a optimisticky se vyvíjející se jednání o obchodní dohodě USA-Čína.

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					15,40%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,46%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,08%	0,08%	13,94%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					28,44%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,83%	0,83%	17,83%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,82%	0,82%	10,62%
Dluhopisové fondy - ostatní					9,22%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	3,73%	3,73%	6,53%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	2,27%	2,09%	2,69%
Fondy alternativních investic					6,46%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,62%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	2,49%	2,31%	1,43%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	3,02%	2,84%	1,41%
Akciové fondy					40,54%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	3,99%	3,99%	5,53%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	9,28%	9,09%	3,79%
FF - Emerging Asia Fund I-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	7,15%	6,96%	3,15%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	10,02%	9,83%	3,08%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	5,60%	5,74%	2,50%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	6,15%	7,17%	2,48%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	5,90%	6,04%	2,16%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	7,75%	7,56%	1,65%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	7,83%	7,64%	1,64%
NN (L) Latin America Equity I Cap	Latinská Amerika	USD	15,33%	15,13%	1,48%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,92%	1,74%	1,44%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	14,38%	14,18%	1,36%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	7,90%	8,05%	1,33%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	5,51%	5,65%	1,29%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	9,47%	9,62%	1,27%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	5,68%	5,82%	1,27%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	8,68%	8,83%	1,26%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	6,92%	6,73%	1,04%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	13,93%	13,73%	0,80%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	16,20%	16,36%	0,59%
Fidelity Funds - Australia Fund I ACC USD	Ostatní vyspělé trhy	USD	8,63%	8,44%	0,57%
PARVEST EQUITY USA MID CAP I	Severní Amerika	USD	12,88%	12,68%	0,44%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	3,21%	4,20%	0,43%
OSTATNÍ					-0,06%

Konzervativní portfolio

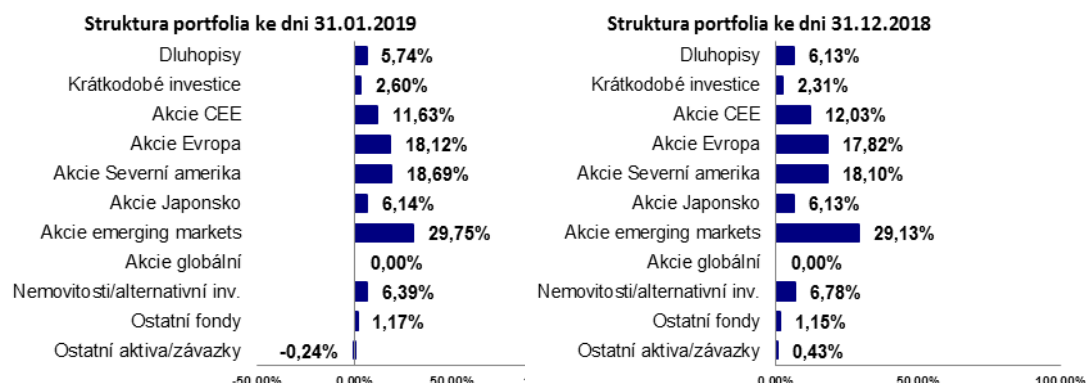
Hodnota konzervativního portfolia v lednu vzrostla o 0,98 %. Všem dluhopisovým fondům v portfoliu se dařilo. Vývoj na kreditním trhu byl v lednu rovněž jako u akcií pozitivní, když kreditní marže, stoupající v předešlých měsících, poměrně citelně klesly. Korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně cenově solidně rostly, pozitivními faktory byl zejména obrat v rétorice Fedu, který indikoval možné zastavení neutralizace měnové politiky, dále pak optimisticky se vyvíjející jednání mezi USA a Čínou o obchodní dohodě.

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

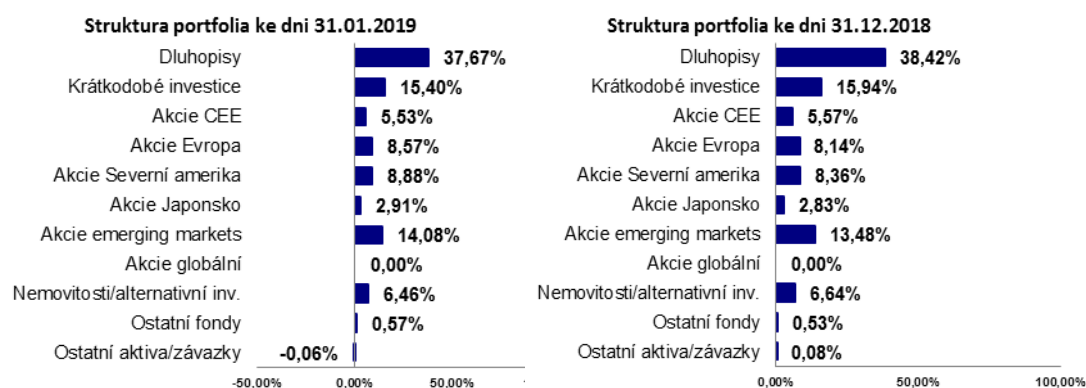
Tento měsíc jsme žádné aktivní změny v portfoliu nedělali.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					31,61%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,34%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,08%	0,08%	30,27%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					49,85%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,83%	0,83%	31,23%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,82%	0,82%	18,62%
Dluhopisové fondy - ostatní					6,99%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	3,73%	3,73%	4,95%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	2,27%	2,09%	2,04%
Fondy alternativních investic					6,47%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,62%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	3,02%	2,84%	1,43%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	2,49%	2,31%	1,42%
Akciové fondy					5,11%
NN (L) Emerging Markets High Dividend	Globální rozvíjející se trhy	USD	8,16%	7,97%	1,78%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	3,99%	3,99%	0,70%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	7,83%	7,64%	0,47%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	5,90%	6,04%	0,47%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	5,68%	5,82%	0,47%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	7,75%	7,56%	0,46%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	6,84%	7,86%	0,37%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	14,38%	14,18%	0,18%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	8,68%	8,83%	0,15%
Fidelity Funds - Australia Fund I ACC USD	Ostatní vyspělé trhy	USD	8,63%	8,44%	0,07%
OSTATNÍ					-0,03%

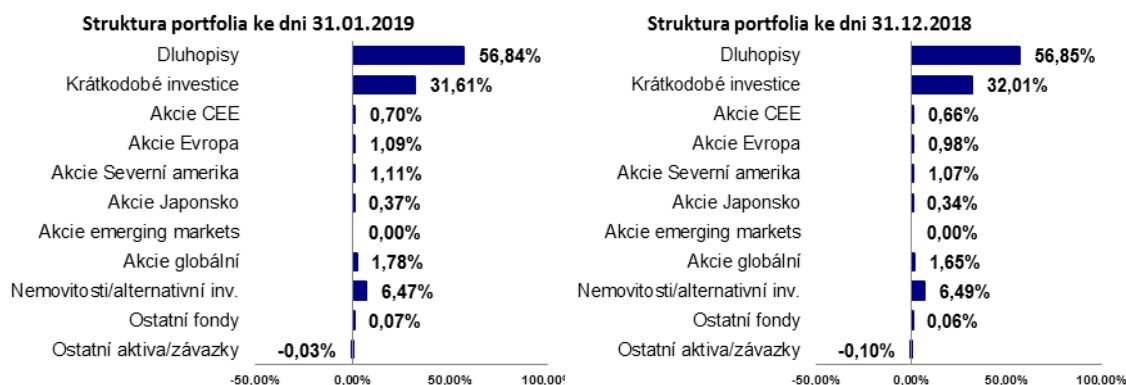
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Vývoj českého dluhopisového trhu bude 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 za poslední měsíc však dále snížila (beztak nepřilíš vysokou) pravděpodobnost, že ECB v letošním roce 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. ECB sice asi nepřestane 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 než lehce nad 0,5% v letošním roce pravděpodobně stačit nebude. U ČNB se také zdá, že pauza, kterou si ve své měnově-politické utahovací kampani v prosinci vybrala, bude delší, než původně centrální banka i trh čekaly. Ani z domácích měnověpolitických faktorů tak nyní příliš důvodů pro růst výnosů nepřichází.

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 prosince 2018 drželi nerezidenti 37,7 % všech a 41,8 % korunových dluhopisů, což jsou velmi vysoké podíly. Jinými slovy, dluhopisy podobně jako koruna jsou velmi náchylné na zhoršení sentimentu. Navíc, a co vnímáme jako podstatné riziko pro domácí obligační trh, je hrozící negativní fiskální vývoj ve scénáři citelnějšího ochlazení ekonomického růstu. V důsledku dřívějšího navýšení mandatorních výdajů a optimistických makroekonomických předpokladů letošního vládního rozpočtu, se může schodek propadnout do výrazně hlubšího záporu než plánovaných 50 mld., což by se projevilo v navýšení refinančních potřeb MF a to ještě ve chvíli, kdy by zájem zahraničních investorů o domácí trhu polevil.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

V Polsku se k růstu sazeb centrální banka v nejbližším roce, možná v nejbližších dvou letech, nechystá. To limituje prostor pro růst výnosů tažený polskou měnovou politikou. V Eurozóně to na růst sazeb minimálně v tomto roce také nevypadá. Polská riziková prémie sice v lednu dle očekávání mírně poklesla, stále je však dostatečně vysoko, na úrovni 2,5 p.b. Dle nás je zde v letošním roce prostor pro její další mírné přivření k hranici 2 - 2,2 p.b., zejména pokud by inflační vývoj v Polsku přetrvával a přinesl spekulace na možný pokles sazeb.

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 též 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 vyhlídkami 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, tak jak to naznačil velmi úspěšný leden.

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 obrat 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 1,14-1,15. Pro výrazně vyšší úrovně (=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 s největší pravděpodobností bude

v dalších čtvrtletích při utahování měnové politiky postupovat mnohem pomaleji, než tomu bylo doposud, ale to kurzu příliš nevádí, protože ECB se k utažení politiky také hned tak nedostane. Ztráta dynamiky růstu Eurozóny a persistentně nižší než očekávaná inflace naopak zvyšují pravděpodobnost, že sazby ECB zůstanou neměnné i v roce 2020. Proto, pokud k nějakému pohybu od hranice 1,14-1,15 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. 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 vývozů a zpomalováním průmyslu. Náš výhled tak je koruna setrvale 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 zvyšovat sazby, což limituje prostor pro jeho výraznější posílení, ale úrokový diferenciál a solidní makro by mělo 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 315 jsou podobně jako u polského zlatého fundamentálně stále neodůvodnitelně slabé a vzhledem k tomu, že maďarská centrální banka se ztlačena posunula ještě směrem, čekáme pro letošní první pololetí jejich korekci směrem k hranici 300.

Globální akciové trhy

I přes dobrý začátek roku stále nedošlo k absolutní korekci loňských propadů. Vzhledem k prosincovým propadům cen akcií a zároveň růstům korporátních zisků v minulém roce se hodnotové ukazatele společností dostaly na zajímavé úrovni. I přes očekávaná slabší ekonomická data v první polovině letošního roku jsme na některé akciové trhy pozitivní. Pomoci by mělo zlepšení hospodářské kondice v druhém pololetí, uvolněnější rétorika centrálních bank a v neposlední řadě příprava Donalda Trumpa na nedaleké prezidentské volby s příslibem mírnějších kroků ať již na domácí nebo světové scéně. Hodnotové ukazatele **amerických společností** se nyní pohybují blízko dlouhodobých úrovní. **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. **Positivní 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 střeoevropského 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, sítě čerpacích stanic Petrol a přístavu Luka Koper.

*Anne-Françoise Blüher
Adam Šperl*

Portfolio managers