

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC LISTOPAD 2019

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia	159,4856
Výkonnost za poslední měsíc	1,98%



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia	144,8681
Výkonnost za poslední měsíc	1,08%



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia	129,2294
Výkonnost za poslední měsíc	0,42%

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Listopadový vývoj na americkém dluhopisovém trhu byl pokojný, podobně jako v říjnu (a na rozdíl od dvou měsíců předtím). Desetileté americké výnosy v první polovině měsíce vzrostly o zhruba 10 b.b. na 1,9%, ve druhé se však vrátily pod 1,8%, kde měsíc i zakončily. Ani na krátkém konci to nebylo jinak – v prvních 15 dnech poskočily výnosy téměř na 1,7%, poté však poklesly na 1,6% a tam se nacházely i koncem minulého měsíce.

Německá výnosová křivka si prošla kvalitativně stejným vývojem. Na dlouhém konci v první dekádě měsíce výnosy vzrostly na -24 b.b. (z cca. -36 b.b. z konce října), ve zbytku měsíce se však vrátily na úroveň z konce října. Na krátkém konci se nestalo vůbec nic, dvouletý výnos byl celý měsíc cca -62 b.b.

DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka se na rozdíl od německých protějšků posunula vzhůru. Tendence požadovaných výnosů růst byla patrná především v segmentu krátkodobých dluhopisů – motorem mohla být nabídka ze strany zahraničních investorů, motivem pak jestřábí komentáře některých centrálních bankéřů, indikujících připravenost případně ještě zvýšit měnověpolitické úrokové sazby s ohledem na spíše vyšší inflační tlaky. Požadované výnosy krátkodobých obligací ve výsledku stouply až o 25 bps. Stabilita EURových výnosů na nízkých úrovních však nedovolila výrazněji vzrůst středně- a dlouhodobým korunovým výnosům, které se tak meziměsíčně posunuly vzhůru cca o 5-10 bps.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Polská výnosová křivka byla v listopadu relativně stabilní, nic zásadního se zde nestalo a pohybem poměrně věrně kopírovala EUR dluhopisy. Podobně jako v EUR i v Polsku nejdřív dlouhé výnosy vzrostly, aby posléze klesly zpět k úrovním z konce října. Koncem měsíce tak byl desetiletý polský výnos opět na hodnotě kolem 2%. Na krátkém konci výnosy dokonce dále klesly (o zhruba 8 b.b.) a dostaly se tak na dohled 1,45%.

Turecké dluhopisy

Situace na tureckém obligačním trhu se v uplynulém měsíci po turbulentním říjnu citelně zklidnila a cenová volatilita vládních dluhopisů razantně poklesla. Tendence přitom zůstávala příznivá a požadované výnosy dále postupně klesaly. Hybnou silou byla pokračující dezinflace – říjnová spotřebitelská inflace totiž klesla k úrovni 8,5%, přičemž její jádrová složka ještě výrazněji, na 6,7%. To posílilo tržní očekávání další redukce měnověpolitických sazeb Turecké centrální banky, která letos své sazby redukovala z 24% na 14%. Výnosová křivka za této podpory klesla o 30 – 50 bps, na konci měsíce se nacházela na úrovni 11,8 – 12,2%. Výrazně se snížila i volatilita měnového kurzu, TRY za podpory postupující dezinflace (udržující stále atraktivní úroveň reálných sazeb) v listopadu vůči koši měn (1:1 USD, EUR) stagnoval.

Firemní dluhopisy

Firemním dluhopisům se v listopadu v úhrnu relativně dařilo, vývoj však nebyl homogenní. Zatímco na obligace investičního stupně doléhala nadprůměrná emisní aktivita (vysoký objem nově vydávaných dluhopisů) a jejich průměrné kreditní marže mírně vzrostly, více rizikovému high-yield segmentu (spekulativní ratingové pásmo) se dařilo, když průměrné kreditní přírážky solidně klesly. Společným jmenovatelem přitom byla očekávání brzkého uzavření první fáze obchodní dohody USA – Čína a díky tomu lepší výhled na globální ekonomickou aktivitu pro příští rok. Průměrné kreditní marže v případě indexu EUR iBoxx Corporate IG vzrostly o 4 b. na 76 bodů, u indexu spekulativního stupně naopak o 25 b. klesly, na 294 bodů. Co se týče trhu Credit default swapů (CDS), zde tendence k nižším maržím byla vidět v celém ratingovém spektru - v případě investičního stupně (index iTraxx Europe) průměrná kreditní marže klesla o 4 b. na 48 bodů, iTraxx Crossover, měřící průměrnou kreditní marži v HY segmentu, ubral 19 b. a končil měsíc na 221 bodech.

AKCIE

Globální trhy

Akciové trhy v měsíci listopadu pokračovaly v nastoleném růstovém trendu z poloviny října. Absence výrazných kurzotvorných zpráv, především ohledně celní války mezi USA a Čínou, vedla k růstu amerického akciové index S&P 500 o 3,4 %. Výsledková sezóna i tentokrát dopadla nad očekávání dobře. K překonání odhadů analytiků došlo na úrovni tržeb i čistých zisků. Nejpozitivnější data vykázal sektor zdravotnictví, nejvíce za

očekáváním zůstal sektor utilit. Evropský index DJ STOXX 600 vzrostl o 2,7 %. I v případě evropských akcií pomohlo uklidnění přestřelky ohledně cel a Brexitu. Výsledková sezóna také nepřekvapila, expanze čistých zisků se čeká od prvního čtvrtletí příštího roku.

Akcie na rozvíjejících se trzích se v listopadu nevyvíjely zdaleka tak jednoznačně a v souhrnu nedokázaly držet krok s vyspělými trhy, když za celý měsíc index MSCI Emerging Markets USD zaznamenal ztrátu 0,2 %. K tomuto výsledku nejvíce přispěla Čína, kde akcie odepisovaly -1,5 %, na čemž mají hlavní podíl pokračující nepokoje v Hong-Kongu. Olej do ohně přililo i schválení zákona na podporu protestujících, který podepsal Donald Trump ke konci měsíce. Nedařilo se rovněž akciím v Latinské Americe, což bylo způsobeno především oslabením brazilské měny a slabou ekonomickou aktivitou v Mexiku. Ostatní hlavní trhy zaznamenaly menší zisky (např. Indie, Taiwan, Rusko), nejvíce se dařilo tureckým akciím (+8,2 %), které umazávaly velké ztráty z předešlého měsíce.

MSCI World Index



Akciím obchodovaných na pražské burze se dařilo, index PX vzrostl o 2,8 %. Téměř desetiprocentní zhodnocení předvedly akcie softwarové společnosti Avast. Přes šest procent vyrostly akcie dividendových titulů O2 a Philip Morris. Obavy ohledně výstavby jaderných bloků naopak vedly k propadu cen akcií ČEZ o 1,6 %. Polský akciový index WIG30 v průběhu listopadu klesl o 1 %. Za pokles mohl především bankovní sektor, který již po několikáté trpěl z důvodu řešení problémů s hypotékami denominovanými ve švýcarských francích. Solidní zisky si však připsal sektor Utilit (Enea, PGE, Tauron a Energa) nebo těžař mědi, společnost KGHM. Téměř pět procent vzrostl slovinský index SBITOP, jenž byl tažený především akciemi farmaceutické společnosti Krka, která vykázala velice dobré hospodářské výsledky za předešlé čtvrtletí, doplněné o silný výhled pro příští rok.

Středoevropské trhy

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v listopadu vzrostla o 1,98 %. K pozitivní výkonnosti přispěly akciové trhy, které v listopadu pokračovaly v růstovém trendu, čemuž pomohla především klidnější situace obchodních válek mezi USA a Čínou a překonané předpoklady analytiků na úrovni tržeb a zisků. K růstu akciových trhů v Evropě přispělo uklidnění přestřelek ohledně cel a Brexitu. Akciím Latinské Ameriky se nedařilo, což bylo způsobeno zejména oslabením brazilské měny a slabší ekonomickou aktivitou v Mexiku.

V závěru listopadu jsme se rozhodli akciovou složku oproti neutrální alokaci mírně podvážit. Částečně jsme tak realizovali zisky z rostoucích akciových trhů pohybujících se na úrovni historických maxim a zároveň jsme připraveni reagovat na případnou korekci trhů, která by nám umožnila investovat za atraktivnější ceny. Volnou likviditu jsme přesunuli do Conseq Invest Konzervativní.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					4,21%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,07%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,15%	0,15%	2,15%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					2,81%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,17%	0,17%	1,68%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,37%	0,37%	1,12%
Dluhopisové fondy - ostatní					2,72%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,85%	0,85%	1,90%
Templeton Global Bond Fund I	Globální	USD	-0,52%	1,05%	0,82%
Fondy alternativních investic					5,98%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,94%
Allianz Structured Return IT	Severní Amerika	USD	0,75%	2,34%	1,52%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I	Globální	USD	0,59%	2,18%	1,52%
Akciové fondy					84,78%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	1,82%	1,82%	11,81%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	3,90%	5,54%	5,97%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,50%	2,09%	5,71%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,61%	3,22%	5,67%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	1,38%	1,40%	5,11%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	2,91%	2,93%	4,71%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	3,73%	5,37%	4,46%
FF - America Fund I	Severní Amerika	USD	2,75%	4,38%	4,45%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,06%	1,52%	3,09%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	6,39%	6,42%	2,85%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	1,95%	1,97%	2,83%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	2,67%	2,69%	2,82%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-2,66%	-1,12%	2,81%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	1,85%	1,87%	2,80%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	5,04%	6,70%	2,80%
NN (L) EURO Equity I Cap	Evropa	EUR	1,67%	1,69%	2,80%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	7,36%	7,64%	2,20%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	4,55%	4,82%	2,17%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	0,56%	2,15%	2,09%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	2,19%	2,21%	1,61%
FF - Australia Fund I	Ostatní vyspělé trhy	USD	2,04%	3,66%	1,15%
BNP Paribas Turkey Equity I	Turecko	EUR	9,57%	9,59%	1,07%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	1,70%	3,31%	1,01%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	2,40%	2,67%	0,93%
Allianz Japan Equity Share Class IT	Japonsko	JPY	2,07%	2,34%	0,92%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	3,10%	4,73%	0,92%
OSTATNÍ					-0,49%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v listopadu vzrostla o 1,08 %. K dobré výkonnosti přispěly akciové trhy, které v listopadu pokračovaly v růstovém trendu, čemuž pomohla především klidnější situace obchodních válek mezi USA a Čínou a překonané předpoklady analytiků na úrovni tržeb a zisků. K růstu akciových trhů v Evropě přispělo uklidnění přestřelek ohledně cel a Brexitu. Naopak fond zaměřený na akcie Latinské Ameriky připsal ztrátu. Dluhopisovým fondům se v listopadu celkem dařilo. Fondy zaměřené na korporátní dluhopisy připsaly nepatrné zisky a stejně tak i fondy se státními dluhopisy přispěly k výkonnosti fondu.

V závěru listopadu jsme se rozhodli akciovou složku oproti neutrální alokaci mírně podvážit. Částečně jsme tak realizovali zisky z rostoucích akciových trhů pohybujících se na úrovni historických maxim a zároveň jsme připraveni reagovat na případnou korekci trhů, která by nám umožnila investovat za atraktivnější ceny. Volnou likviditu jsme přesunuli do Conseq Invest Konzervativní.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					17,93%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,40%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,15%	0,15%	16,53%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					27,90%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,17%	0,17%	16,74%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,37%	0,37%	11,16%
Dluhopisové fondy - ostatní					9,10%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,85%	0,85%	5,90%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,95%	0,39%	1,61%
Templeton Global Bond Fund I	Globální	USD	-0,52%	1,05%	1,60%
Fondy alternativních investic					6,04%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,00%
Allianz Structured Return IT	Severní Amerika	USD	0,75%	2,34%	1,53%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I	Globální	USD	0,59%	2,18%	1,51%
Akciové fondy					39,35%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	1,82%	1,82%	5,47%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	3,90%	5,54%	2,77%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,50%	2,09%	2,66%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,61%	3,22%	2,63%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	1,38%	1,40%	2,37%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	2,91%	2,93%	2,18%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	3,73%	5,37%	2,07%
FF - America Fund I	Severní Amerika	USD	2,75%	4,38%	2,06%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,06%	1,52%	1,44%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	6,39%	6,42%	1,32%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	1,95%	1,97%	1,31%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	2,67%	2,69%	1,31%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	5,04%	6,70%	1,31%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-2,66%	-1,12%	1,30%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	1,85%	1,87%	1,30%
NN (L) EURO Equity I Cap	Evropa	EUR	1,67%	1,69%	1,30%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	7,36%	7,64%	1,03%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	4,55%	4,82%	1,01%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	0,56%	2,15%	0,98%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	2,19%	2,21%	0,75%
FF - Australia Fund I	Ostatní vyspělé trhy	USD	2,04%	3,66%	0,53%
BNP Paribas Turkey Equity I	Turecko	EUR	9,57%	9,59%	0,50%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	1,70%	3,31%	0,47%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	2,40%	2,67%	0,44%
Allianz Japan Equity Share Class IT	Japonsko	JPY	2,07%	2,34%	0,43%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	3,10%	4,73%	0,43%
OSTATNÍ					-0,32%

Konzervativní portfolio

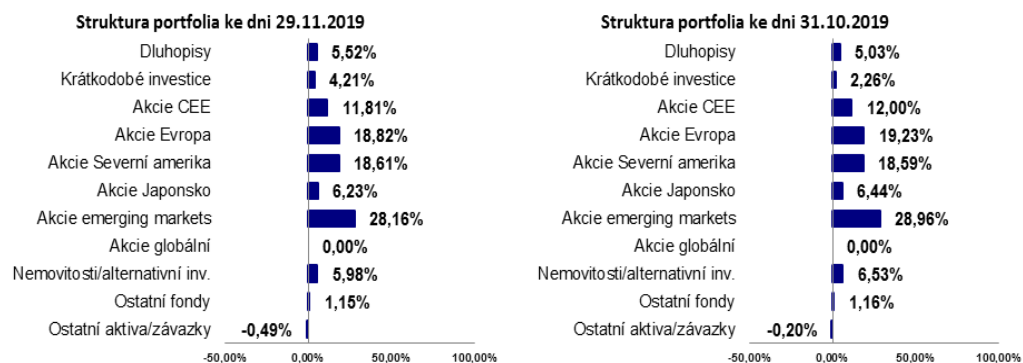
Hodnota konzervativního portfolia v listopadu vzrostla o 0,42 %. Dluhopisovým fondům se v listopadu celkem dařilo a připsaly malé zisky i přes fakt, že trh s dluhopisy neměl jednoznačný směr. K výkonnosti portfolia během listopadu přispěly fondy obsahující státní dluhopisy i fondy zaměřující se na korporátní dluhopisy. Kladného zhodnocení dosáhly také fondy regionálních dluhopisů.

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

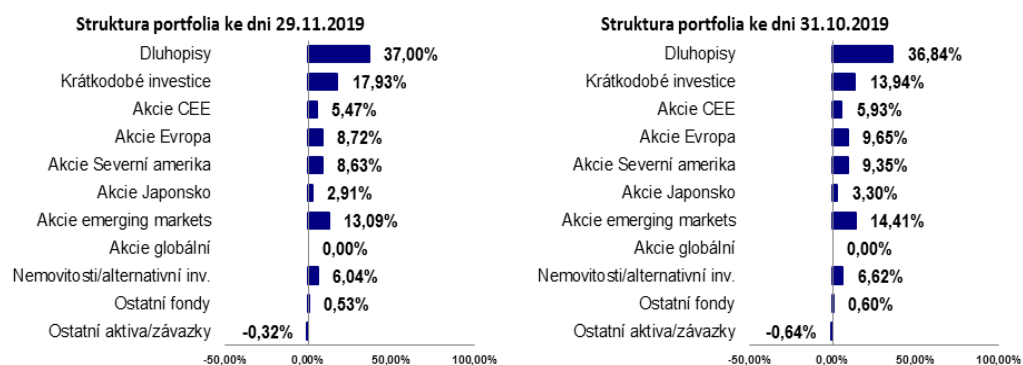
V závěru listopadu jsme se rozhodli akciovou složku oproti neutrální alokaci mírně podvážit. Je však potřeba brát v potaz, že akciová složka portfolia tvoří necelých 5 % a tato změna nijak zásadně portfolio neovlivní. Částečně jsme tak realizovali zisky z rostoucích akciových trhů pohybujících se na úrovni historických maxim a zároveň jsme připraveni reagovat na případnou korekci trhů, která by nám umožnila investovat za atraktivnější ceny. Volnou likviditu jsme přesunuli do Conseq Invest Konzervativní.

Název fondu	Teritoriální zaměření	MTD Výkonnost			Rozložení portfolia
		Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	
Krátkodobé investice					33,24%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,13%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,15%	0,15%	32,10%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					49,15%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,17%	0,17%	29,49%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,37%	0,37%	19,66%
Dluhopisové fondy - ostatní					6,83%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,85%	0,85%	4,42%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,95%	0,39%	1,21%
Templeton Global Bond Fund I	Globální	USD	-0,52%	1,05%	1,20%
Fondy alternativních investic					6,08%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,03%
Allianz Structured Return IT	Severní Amerika	USD	0,75%	2,34%	1,53%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I	Globální	USD	0,59%	2,18%	1,52%
Akciové fondy					4,78%
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-0,43%	1,15%	1,58%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	1,82%	1,82%	0,66%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	2,91%	2,93%	0,46%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	2,67%	2,69%	0,46%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	3,73%	5,37%	0,45%
FF - America Fund I	Severní Amerika	USD	2,75%	4,38%	0,45%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	2,04%	2,31%	0,35%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	5,04%	6,70%	0,16%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	1,95%	1,97%	0,16%
FF - Australia Fund I	Ostatní vyspělé trhy	USD	2,04%	3,66%	0,06%
OSTATNÍ					-0,07%

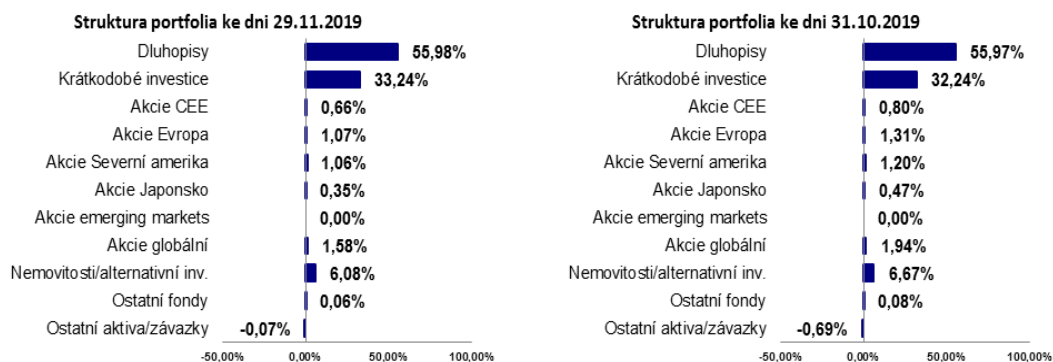
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Vývoj českého dluhopisového trhu bude i nadále ovlivňován dvojicí faktorů.

Zaprvé, vývojem nastavení měnové politiky v Eurozóně a v ČR. Vliv Eurozóny je klíčový pro dlouhodobou tendenci vývoje výnosů českých dluhopisů – jinými slovy, dlouhodobý směr pohybu českých výnosů je a stále bude do značné míry určovaný zvenčí. Po zářijovém uvolnění politiky ECB, které je s otevřeným koncem, se může zdát, že střednědobý růst německých výnosů nemůže být na pořadu dne. Nicméně proti tomu hovoří absolutně extrémně nízké (hluboce záporné) výnosové úrovně, které dle našeho názoru nejsou dlouhodobě udržitelné. Navíc, faktorem, jež bude dle nás tlačit na střednědobý růst požadovaných výnosů, bude volnější fiskální politika v rámci zemí Eurozóny včetně jejího tvrdého jádra (Německo). Co se ČNB týče, ta na svém posledním zasedání opět nevyloučila další růst sazeb, který ji validovala aktualizovaná makroekonomická prognóza. Byť k němu v nejbližších kvartálech nakonec dojít nemusí, s ohledem na zatím pokračující slabost ekonomik Eurozóny, i střednědobá stabilita sazeb není konsistentní s úrovní výnosů českých státních dluhopisů z konce října. Výnosová křivka se totiž po celé délce nacházela hluboko pod úrovní repo sazby (1,2 – 1,5% versus repo sazba 2%), a implikovala tak rozsáhlé očekávané snižování sazeb.

Druhým faktorem je, jako po minulé roky, situace na devizovém trhu, ergo přetrvávající překoupenost české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž stále uložena právě v českých dluhopisech – počátkem 4. čtvrtletí drželi nerezidenti 37,6 % všech a 41,7 % 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. Pokud by k němu došlo, výprodej by krátkodobě vytlačil výnosy nahoru a došlo by k roztažení rizikové premie.

Polská inflace je nadále vysoká (a to i inflace jádrová) a polské ekonomice se stále daří (růst navzdory německé slabosti nepolevuje a zdá se, že vláda chce zaručit, že se tak ani v roce 2020 nestane) – z toho by šlo očekávat, že měnová politika se postará o růst výnosů. Zářijové uvolnění měnové politiky v Eurozóně a holubičí nastavení polské centrální banky však toto očekávání efektivně nabourávají. Naším základním scénářem pro nejbližší čtvrtletí je zvyšování sklonu křivky (růst výnosů delších splatností), zhruba v souladu s pohybem křivky v Eurozóně.

Vlivem probíhající stagnace turecké ekonomiky a silného bazického efektu poklesla spotřebitelská inflace oproti očekávání výrazněji pod hranici 10%, ve zbytku roku by se měla nad tuto hranici vrátit. Citelnější pokles inflace umožnil centrální bance výrazně snížit měnověpolitické úrokové sazby (v úhrnu již o 10 p.b. od maxima po eskalaci krize na podzim 2018) na 14%. Pro nejbližší období se tím prostor pro zmírňování měnové politiky dle nás zhruba vyčerpá, nicméně v delším horizontu bude záležet na dalším inflačním, celkově ekonomickém a v neposlední řadě též geopolitickém vývoji. Prostor pro další cenový růst vládních dluhopisů tak v našem základním scénáři vidíme pro nejbližší období již jako omezený, rizika opětovného vyššího růstu inflace (i případně vlivem slabšího měnového kurzu), či obnovení vnitřní a vnější nerovnováhy (deficity rozpočtu a běžného účtu platební bilance) spolu s geopolitickou situací přitom prozatím zůstávají v platnosti.

Kurz eura proti dolaru se po dvou měsících, kdy se vyvíjel dle námi dlouhodobě prezentovaného rizikového scénáře (tj. že pokud se kurz dostane z pásma 1,12-1,14, což je náš hlavní scénář, pak nejpravděpodobněji směrem dolů), se v říjnu vrátil na spodní hranici pásma 1,12-1,14. Pro nejbližší měsíce vidíme kurz dolaru na dolní hranici tohoto pásma. Měnová politika ECB i FED-u dle nás v nejbližších měsících žádné překvapení již nepřinese, Brexit nejspíš dopadne civilizovaně. Největší riziko pro tento měnový pár je vývoj čínsko-amerického obchodního konfliktu, zejména s blížícími se prezidentskými volbami. Jakékoliv vyostření povede nejspíš k oslabení eura. Rozložení rizik tak zůstává stejné – pokud kurz z pásma 1,12-1,14 vystoupí, pak směrem dolů (tj., pod 1,12).

Vývoj v posledních měsících stále potvrzuje, že **koruna** to s posílením k hranici 25 korun za euro resp. pod tuto hranici - což je to, co již léta od ní čeká ČNB - bude mít v nejbližších letech

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Měny

velmi těžké. Jejím výraznějším posílení bude nadále bránit tendence zahraničních investorů z koruny vystupovat hned, jak se naskytne příležitost. Tato tendence bude dle nás tím více patrná, čím dále bude pod hranicí 25,50 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. Nakonec, ani po zbytek letošního ani v příštím roce nebude již ČNB koruně takovou oporou, jako v minulosti. Náš výhled tak je následující: koruna po zbytek letošního roku nad 25,50 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. Tento trend se však může znovunastartovat až poté, co se domácí devizový trh „vyčistí“ od „nánosů“ devizových intervencí. Což může trvat léta. Ostatně, to, že se koruna jen tak pod 25 nepodívá, přiznala v poslední (listopadové) prognóze i samotná ČNB. Zatímco ještě v srpnu čekala ČNB, že koruna proti euru bude v roce 2020 průměrně na 24,90 a o rok později dokonce na 24,50, listopadová prognóza tyto hodnoty posunula o 50 resp. 60 haléřů slabším směrem

U polského zlotého došlo říjnu k námi očekávanému posílení k úrovni 4,25, v listopadu se však opět vrátil nad 4,30. Ačkoliv z fundamentálního hlediska by zlotému svědčily i hodnoty znatelně silnější, nedomníváme se, že se na ně dostane v nejbližší době. K nastartování posilování k hranici 4,10 by bylo potřeba impulsu, nejspíše ze strany měnové politiky (silný růst doposud na nastartování posilování nestačil). Toho se však jen tak nedočkáme. Proto nadále očekáváme oscilaci kolem 4,30, častěji, snad, pod touto hranicí.

Maďarský forint má dle nás fundamentální potenciál posílit k – či dokonce pod – hranici 300. Problémem zůstává, že maďarská centrální banka nechce o utažení politiky slyšet, naopak, dle posledních zasedání opět jasně kouká holubičím směrem. Naším scénářem pro nejbližší rok tak nyní je forint mezi 325 a 330 forinty za euro.

Naše očekávání pro globální akciové trhy pro rok 2020 jsou v rámci našeho základního scénáře očekávaného budoucího vývoje regionálně selektivní. Světová ekonomika dosáhla v rámci aktuálního hospodářského cyklu vrcholu na konci roku 2017 a od začátku roku 2018 postupně mírně zpomaluje. Aktuální dynamika a výhled světové ekonomiky jsou tak spíše slabší. Současný růst světové ekonomiky je stále ještě relativně slušný, nicméně postupně zpomalování dynamiky jednoznačně pokračuje. Slabost začala v průmyslovém sektoru, nicméně nyní se již zdá, že i spotřebitelský sektor bude negativně přispívat k dalšímu zpomalování světové ekonomiky v následujících měsících. Skutečně to vypadá tak, že je odolnost spotřebitelů, z globálního hlediska, minulostí. Významným negativním faktorem je také dynamika mezinárodního obchodu.

Začátkem příštího roku však můžeme očekávat akceleraci ziskových marží, což povede k atraktivnější hodnotových ukazatelů akcií, které se nyní obchodují blízko svých dlouhodobých historických průměrů. Evropské akcie by zároveň mohly reflektovat slabé euro a nadále uvolněnou měnovou politiky ECB. Opatrní jsme na americké akciové indexy, které se nachází na svých historických maximech a v současné době budou obtížné hledat důvody pro jejich další výrazný růst. Mírně pozitivním stimulem by mohly být blížící se prezidentské volby, akcelerace hospodářského růstu nebo uvolněná měnová politika centrální banky. Pozitivní jsme na hospodaření společností z rozvíjejících se trhů, které budou těžit ze silícího spotřebitele a konvergence k vyspělým ekonomikám. Mezi klíčová rizika našeho základního scénáře patří: neočekávané a výrazné zvýšení inflace a inflačních očekávání, rychlejší než očekávané postupné zpomalování globální ekonomiky, obchodní války, oproti aktuálnímu očekávání výrazně rychlejší normalizace monetárních politik klíčových centrálních bank (FED, ECB, BOJ, PBoC), vysoké zadlužení periferních států eurozóny, hlavní geopolitická rizika v čele s Blízkým východem, Argentinou a Venezuelou a pro rozvíjející se trhy silný americký dolar ve spojení s rostoucími úrokovými sazbami.

Nejvyšší růstový potenciál v rámci středoevropského regionu nyní vidíme u slovinských a některých českých akcií. Z akcií na českém trhu jsme pozitivní na akcie producenta tabákových výrobků Philip Morris Czech Republic, na IT společnost AVAST a producenta nealkoholických

Globální akciové trhy

Akciové trhy střední a východní Evropy

nápojů Kofola. Rizikem pro bankovní tituly může být zavedení bankovní daně, o které se v posledních měsících stále spekuluje. Sektoru pojišťoven, tabákových firem a alkoholu se již určitá forma daně dotkla. Ze segmentu START, části pražské burzy, jsme pozitivní na akcie výrobce strun do 3D tiskáren, Fillamentum, výrobce obuvi Prabos, producenta bezpilotních letadel Primoco a také na zpracovatele kůží společnost Karo. Z polských titulů se nám líbí prodejce bot CCC, mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, banky Pekao a Alior nebo oděvní skupinu Vistula. V Rumunsku jsme pozitivní na akcie síť zdravotnických zařízení MedLife 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