

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC PROSINEC 2019

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **162,9799**
 Výkonnost za poslední měsíc **2,19%**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **146,4867**
 Výkonnost za poslední měsíc **1,12%**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **129,4348**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,16%**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

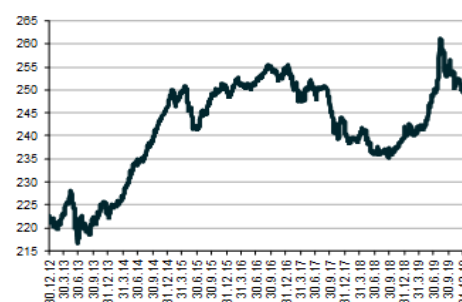
Německá výnosová křivka v prosinci zvýšila svůj sklon. Na krátkém konci zůstaly výnosy výrazně negativní a neproděly větší změnu – jak na konci listopadu, tak na konci prosince byly na úrovni cca -63 b.b. Na dlouhém konci došlo vlivem lehce optimistického zasedání ECB a vlivem nadějí na urovnání konfliktu mezi Čínou a USA k růstu výnosů v rozsahu do 20 b.b. Desetileté výnosy se tak dostaly na úroveň -25 b.b.

Americká výnosová křivka prošla podobným vývojem, tj. zaznamenala růst svého sklonu. Na krátkém konci zůstaly výnosy na 1,6%, na dlouhém konci došlo k mírnému růstu, rozsahově lehce méně proti EUR křivce, cca do 15 b.b., na zhruba 1,9%.

DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka se v prosinci posunula paralelně nahoru. Dlouhý konec následoval německou křivku a vzrostl o cca 15 b.b. na 1,6%. Na krátkém konci ovšem, na rozdíl od Německa, také došlo k růstu výnosů (v podobném rozsahu jako v případě dlouhodobých obligací) na 1,75%, což je hodnota naposledy zaznamenaná koncem května minulého roku. Důvodem byl fakt, že inflace poprvé od roku 2012 vzrostla přes tři procenta a také fakt, že na posledním zasedání ČNB opět dvojice členů hlasovala za růst sazeb.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Vyšší inflace se podepsala také na polské výnosové křivce. Ačkoliv se centrální banka tváří, že růst sazeb je absolutně vyloučen, dluhopisový trh přece jen reagoval, a to nejen v segmentu dlouhodobých ale i krátkodobých obligací. Nebylo to nic vážného, růst výnosů dosáhl cca do 10 - 12 b.b. Dvouleté výnosy byly na konci prosince na úrovni 1,45%, ty dlouhodobé pak poblíž hladiny 2,1%.

Turecké dluhopisy

Turecký obligační trh uzavřel velmi úspěšný rok 2019 stabilitou cen, čímž si udržel rozsáhlé cenové zisky z předešlých šesti měsíců. Inflace, která citelně klesala v předchozích měsících, v listopadu stoupla opět nad 10% hladinu, navíc s o poznání výraznější akcelerací jádrové složky. To však nezabránilo Turecké centrální bance přistoupit k dalšímu, nutno říci, že trhy očekávanému, snížení klíčových úrokových sazeb. Rozsah však předčil tržní konsensus, když sazby klesly o 200 bps na 12%. Centrální banka tak za pouhých 6 měsíců zredukovala měnověpolitické sazby z 24% na polovinu. Výnosová křivka v prosinci za tohoto vlivu mírně klesla, o cca 20 – 40 bps; tím turecké dluhopisy zkompletovaly výjimečný rok, během kterého vládní výnosová křivka spadla o 400 – 900 bps. Výše zmíněný vývoj ale vedl k citelnému ztenčení polštáře reálných sazeb (nominální sazby očištěné o inflaci), což se začalo nepříznivě projevovat na kurzu turecké liry. Ta po listopadové stabilitě začala opět postupně ztrácet – TRY vůči koši měn (1:1 USD, EUR) odepsal 4,5%.

Firemní dluhopisy

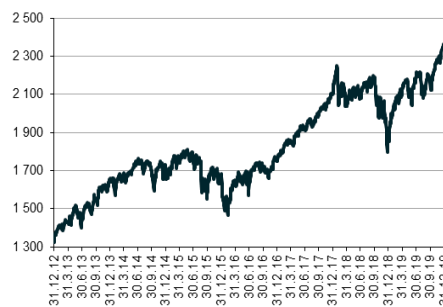
Vývoj na kreditním trhu byl v prosinci, podobně jako v předcházejících dvou měsících, pokojný. Korporátní dluhopisy investičního a spekulativního stupně denominované v euru stagnovaly, resp. rostly (změna tzv. total return indexu dosáhla 0,03% resp. 0,91%), u dolarových instrumentů došlo k cenovému růstu důsledkem růstu nadějí na alespoň částečné urovnání obchodní války mezi Čínou a USA (u investičního stupně o 0,8%, u spekulativního stupně o 1,95%). Co se týče trhu Credit default swapů (CDS), i zde pokračoval pokles z předchozích dvou měsíců - dle indexu Markit iTraxx Europe poklesla průměrná kreditní marže investičního stupně o další 3,5 b. na 44 bodů, u spekulativního stupně pak o dalších 15 b. na 206 bodů. U obou těchto ukazatelů se jedná o nejnižší hodnoty za dlouhou dobu, v podstatě od roku 2007.

AKCIE

Globální trhy

Většina hlavních akciových trhů si v prosinci připsala slušné zisky. Žádné příchozí zprávy nebyly tak významné, aby přerušily růstový trend na akciových trzích. Pozitivně působily zprávy o dobrém vývoji obchodní dohody mezi USA a Čínou. Spojené státy sníží cla na čínské zboží. Peking za to má nakoupit víc zemědělských produktů. V Evropě naopak rezonovaly parlamentní volby ve Velké Británii, v nichž drtivě zvítězila Johnsonova konzervativní strana. Boris tak má volnou ruku vyvést zemi z EU dle svých představ. Zasedání centrálních bank nepřinesla žádné překvapení v podobě změn základních úrokových sazeb, stávající nastavení bude nadále uvolněné, resp. ekonomicky povzbuzující. Na druhou stranu nová přicházející makrodata opět potvrdila, že světová ekonomika pokračuje v mírném zpomalování. Recese z globálního pohledu nicméně rozhodně není na pořadu dne. Index amerických akcií S&P 500 si tak meziměsíčně připsal +2,9 %, index evropských akcií DJ STOXX 600 vzrostl o +2,1%.

MSCI World Index



Akcie na rozvíjejících se trzích zakončily rok výborně. V souhrnu index MSCI Emerging Markets USD dokázal připsat téměř 7,2%, čímž se prosinec stal druhým nejlepším měsícem v roce. Kladných zisků dosáhly všechny hlavní trhy. Dařilo se hlavně čínským akciím (+7 % v lokální měně), které reflektovaly očekávané dokončení první fáze obchodní dohody s USA. Téměř 10 % zhodnotil také index MSCI Latin America (v USD), kde pro změnu investoři ocenili plánované reformy v Brazílii a dojednání (zřejmě) finální obchodní dohody mezi Mexikem, Kanadou a USA. Zbytek roku se nesl v poklidné sváteční náladě a trhy si na optimistické vlně dokázaly udržet zisky. Neopakovala se tak dramatická situace ze závěru loňského roku.

Středoevropské trhy

Středoevropské trhy následovaly dění na globálních trzích a při pozitivním sentimentu všechny skončily s meziměsíčními zisky. Nejlépe se dařilo maďarským akciím (index BUX +5,4 %), konkrétně akciím banky OTP, jež profitovala ze slabosti polských bank a doručování očekávaných výsledků. Dařilo se také bankám obchodovaných na pražské burze (index PX +3,2 %). Atraktivní hodnotové ukazatele a vysoké dividendové výnosy přilákaly mnoho investorů. Zajímavou událostí bylo oznámené jednání mezi bankou Moneta a Wüstenrot o prodeji její stavební spořitelny a hypoteční banky. S přelomem roku a pomalu se blížící dividendovou sezónou vzrostly, i přes schválený daňový balíček zvýšení daně z tabákových výrobků, a ceny akcií Philip Morris. V Polsku (index WIG30 +0,5 %) se dařilo telekomunikačním firmám (Orange Polska, PLAY), softwarové společnosti, stojící za hrou Zaklínač, CD Project a IT společnosti Asseco Poland a jejíž majetkový podíl projevila zájem telekomunikační společnost Cyfrowy Polsat. Vysoké ztráty si však připsaly rafinérské společnosti PKN Orlen a Lotos, kdy došlo k velice překvapivé nabídce ze strany PKN na koupi energetické společnosti Energa. Tím vzrostlo riziko zapojení PKN do budoucího projektu výstavby první jaderné elektrárny v Polsku. Přes jedenáct procent si připsaly akcie slovinské banky Nova Ljubljanska Banka.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v prosinci vzrostla o 2,19 %. Za dobrým zhodnocením fondu stojí zejména pozitivní vývoj ve vyjednávání obchodní dohody mezi USA a Čínou, drtivá výhra Johnsonovy konzervativní strany v parlamentních volbách ve Velké Británii a ekonomiku povzbuzující, nadále uvolněná, měnová politika centrálních bank. Středoevropské trhy následovaly sentiment globálních trhů a prosinec také zakončily s meziměsíčními zisky. Prosinec byl z výše uvedených důvodů dobrým měsícem i pro akcie na rozvíjejících se trzích. Nejlepší výsledků dosáhly akcie v Latinské Americe, zejména z důvodu plánované reformy v Brazílii a finálnímu dojednání obchodní dohody mezi Mexikem, Kanadou a USA, a pochopitelně akcie čínské.

Tento měsíc jsme do portfolia aktivně nezasahovali.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					3,96%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,85%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,17%	0,17%	2,10%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					2,75%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,14%	0,14%	1,65%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,36%	0,36%	1,10%
Dluhopisové fondy - ostatní					2,67%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,73%	0,73%	1,87%
Templeton Global Bond Fund I	Globální	USD	1,92%	-0,76%	0,80%
Fondy alternativních investic					5,87%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,96%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I	Globální	USD	0,50%	-2,15%	1,45%
Allianz Structured Return IT	Severní Amerika	USD	0,42%	-2,23%	1,45%
Akciové fondy					84,08%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	2,69%	2,69%	11,87%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	2,05%	-0,64%	5,80%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	6,65%	3,84%	5,76%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	4,12%	1,38%	5,67%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	4,49%	4,06%	5,20%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	2,13%	1,71%	4,69%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	2,80%	0,09%	4,37%
FF - America Fund I	Severní Amerika	USD	0,89%	-1,77%	4,28%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,74%	-0,94%	3,00%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	8,72%	5,86%	2,91%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	3,60%	3,17%	2,88%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	1,62%	1,20%	2,80%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	1,95%	1,53%	2,79%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	0,97%	0,55%	2,78%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	2,57%	-0,13%	2,74%
NN (L) EURO Equity I Cap	Evropa	EUR	0,08%	-0,33%	2,73%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	-0,07%	-1,68%	2,12%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	1,45%	-0,19%	2,12%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	2,32%	-0,38%	2,04%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	5,62%	5,19%	1,66%
FF - Australia Fund I	Ostatní vyspělé trhy	USD	0,52%	-2,13%	1,10%
BNP Paribas Turkey Equity I	Turecko	EUR	0,79%	0,38%	1,05%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	8,18%	5,33%	1,04%
Allianz Japan Equity Share Class IT	Japonsko	JPY	1,87%	0,23%	0,91%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	0,45%	-1,17%	0,90%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	2,02%	-0,67%	0,89%
OSTATNÍ					0,67%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v prosinci vzrostla o 1,12 %. Za dobrým zhodnocením fondu stojí zejména pozitivní vývoj ve vyjednávání obchodní dohody mezi USA a Čínou, drtivá výhra Johnsonovy konzervativní strany v parlamentních volbách ve Velké Británii a ekonomiku povzbuzující, nadále uvolněná, měnová politika centrálních bank. Středoevropské trhy následovaly sentiment globálních trhů a prosinec také zakončily s meziměsíčními zisky. Prosinec byl z výše uvedených důvodů dobrým měsícem i pro akcie na rozvíjejících se trzích. Nejlepší výsledků dosáhly akcie v Latinské Americe, zejména z důvodu plánované reformy v Brazílii a finálnímu dojednání obchodní dohody mezi Mexikem, Kanadou a USA, a pochopitelně akcie čínské. Pozadu nezůstaly ani dluhopisové fondy. Z podobných důvodů jako u akcií se dařilo zejména rizikovějším dluhopisům. Kladné zhodnocení však přinesly i fondy regionálních dluhopisů, a to především díky většímu zastoupení dluhopisů s kratší splatností.

Tento měsíc jsme do portfolia aktivně nezasahovali.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					17,68%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,30%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,17%	0,17%	16,38%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					27,65%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,14%	0,14%	16,57%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,36%	0,36%	11,08%
Dluhopisové fondy - ostatní					9,01%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,73%	0,73%	5,88%
Templeton Global Bond Fund I	Globální	USD	1,92%	-0,76%	1,57%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,36%	-1,31%	1,57%
Fondy alternativních investic					5,95%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,01%
Allianz Structured Return IT	Severní Amerika	USD	0,42%	-2,23%	1,48%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I	Globální	USD	0,50%	-2,15%	1,46%
Akciové fondy					39,45%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	2,69%	2,69%	5,55%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	2,05%	-0,64%	2,72%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	6,65%	3,84%	2,70%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	4,12%	1,38%	2,66%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	4,49%	4,06%	2,44%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	2,13%	1,71%	2,20%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	2,80%	0,09%	2,05%
FF - America Fund I	Severní Amerika	USD	0,89%	-1,77%	2,00%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,74%	-0,94%	1,41%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	8,72%	5,86%	1,37%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	3,60%	3,17%	1,35%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	1,62%	1,20%	1,31%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	1,95%	1,53%	1,30%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	0,97%	0,55%	1,30%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	2,57%	-0,13%	1,29%
NN (L) EURO Equity I Cap	Evropa	EUR	0,08%	-0,33%	1,28%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	-0,07%	-1,68%	1,00%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	1,45%	-0,19%	1,00%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	2,32%	-0,38%	0,96%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	5,62%	5,19%	0,78%
FF - Australia Fund I	Ostatní vyspělé trhy	USD	0,52%	-2,13%	0,51%
BNP Paribas Turkey Equity I	Turecko	EUR	0,79%	0,38%	0,49%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	8,18%	5,33%	0,49%
Allianz Japan Equity Share Class IT	Japonsko	JPY	1,87%	0,23%	0,43%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	0,45%	-1,17%	0,43%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	2,02%	-0,67%	0,42%
OSTATNÍ					0,27%

Konzervativní portfolio

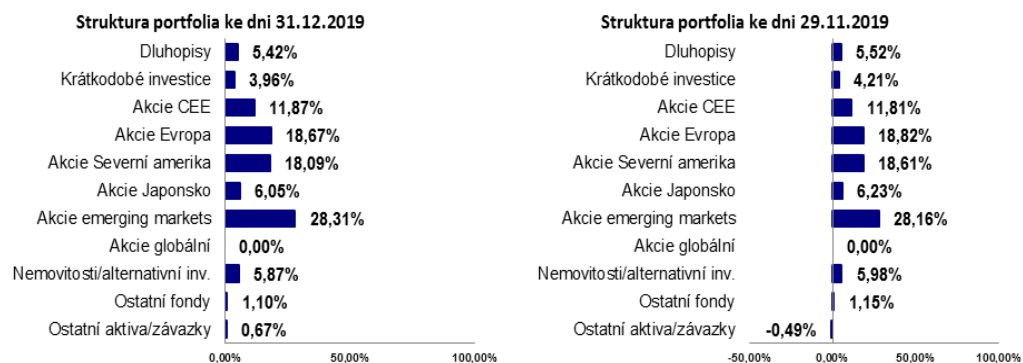
Hodnota konzervativního portfolia v prosinci vzrostla o 0,16 %. Dluhopisovým fondům se v průběhu prosince v souhrnu dařilo, což dokumentuje i fakt, že všechny fondy zaznamenaly kladné zhodnocení. Nejvíce se přitom vedlo rizikovějším dluhopisům, což reflektovalo uvolněnou náladu a vyšší zájem investorů o rizikovější aktiva. Pozitivně působily zprávy o dobrém vývoji obchodní dohody mezi USA a Čínou, drtivá výhra Johnsonovy konzervativní strany v parlamentních volbách ve Velké Británii a ekonomiku povzbuzující, nadále uvolněná, měnová politika centrálních bank. Kladné zhodnocení však přinesly i fondy regionálních dluhopisů, a to především díky většímu zastoupení dluhopisů s kratší splatností.

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

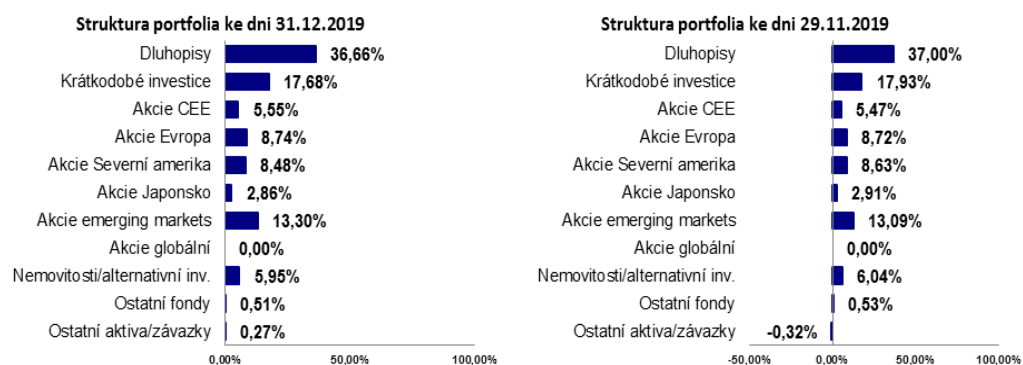
Tento měsíc jsme do portfolia aktivně nezasahovali.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					33,23%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,13%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,17%	0,17%	32,11%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					49,18%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,14%	0,14%	29,49%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,36%	0,36%	19,70%
Dluhopisové fondy - ostatní					6,83%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,73%	0,73%	4,45%
Templeton Global Bond Fund I	Globální	USD	1,92%	-0,76%	1,19%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,36%	-1,31%	1,19%
Fondy alternativních investic					6,01%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,03%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I	Globální	USD	0,50%	-2,15%	1,49%
Allianz Structured Return IT	Severní Amerika	USD	0,42%	-2,23%	1,49%
Akciové fondy					4,84%
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	6,31%	3,51%	1,64%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	2,69%	2,69%	0,67%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	2,13%	1,71%	0,46%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	0,97%	0,55%	0,46%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	2,80%	0,09%	0,45%
FF - America Fund I	Severní Amerika	USD	0,89%	-1,77%	0,44%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	1,86%	0,22%	0,35%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	1,62%	1,20%	0,16%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	2,57%	-0,13%	0,16%
FF - Australia Fund I	Ostatní vyspělé trhy	USD	0,52%	-2,13%	0,06%
OSTATNÍ					-0,10%

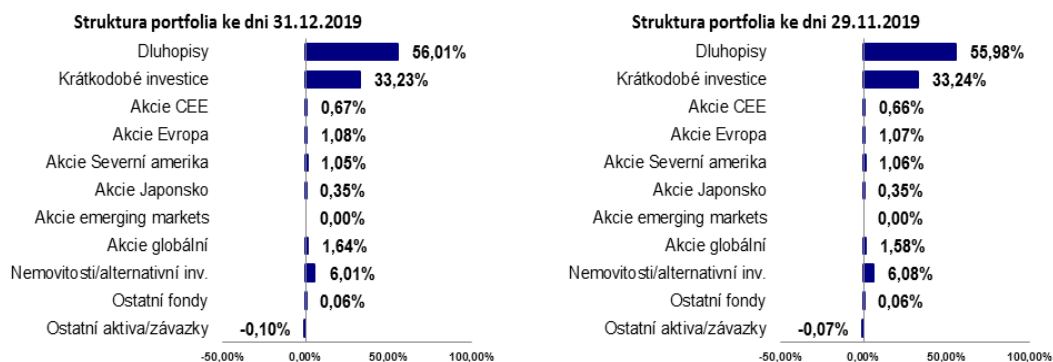
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Vývoj českého dluhopisového trhu bude i nadále ovlivňován vývojem v Eurozóně a absenci vyhlídky na další utažení měnové politiky ČNB.

Vliv Eurozóny je klíčový pro dlouhodobou tendenci vývoje výnosů českých dluhopisů – jinými slovy, dlouhodobý růst českých výnosů musí přijít zvenčí. Po zářijovém uvolnění politiky ECB, které je evidentně 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).

ČNB sice na posledním zasedání opět ponechala sazby bez změny, ale ponechala otevřenou možnost jejich růstu tím, že za růst hlasovala opět dvojice členů BR. Pravděpodobnost, že k němu skutečně dojde, je sice v tuto chvíli nižší (s ohledem na zatím pokračující slabost ekonomik Eurozóny a posílení koruny z posledních týdnů), nicméně i střednědobá stabilita sazeb není konsistentní s úrovní výnosů českých státních dluhopisů z konce roku. Výnosová křivka se totiž po celé délce nacházela hluboko pod úrovní repo sazby (1,3 – 1,5%; versus repo sazba 2%), a implikovala tak výraznější očekávané snižování sazeb.

Dalším rizikovým faktorem (ve směru růstu výnosů/poklesu cen dluhopisů) je nadále situace na devizovém trhu, ergo přetrvávající překoupenost české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž stále uložena právě v českých dluhopisech – v polovině 4. čtvrtletí drželi nerezidenti 36,8 % všech a 40,7 % 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, 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 toto očekávání částečně 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 výrazněji pod hranici 10%, v závěru roku se však nad tuto hranici vrátila a dle našeho a tržního odhadu zakončila rok 2019 poblíž hladiny 12%. Citelný pokles inflace umožnil centrální bance výrazně snížit měnověpolitické úrokové sazby (v úhrnu o 12 p.b. od maxima po eskalaci krize na podzim 2018) na 12%. V nadcházejícím roce 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 jako omezený s vyšším rizikem korekce části předešlých rozsáhlých zisků, v delším horizontu pak vývoj určí inflační trajektorie (mj. pod vlivem stability/nestability měnového kurzu), stav vnitřní a vnější bilance (deficity rozpočtu a běžného účtu platební bilance) spolu s geopolitickou situací.

U kurzu eura proti dolaru vidíme pro nejbližší měsíce kurz dolaru na dolní hranici námi dlouho predikovaného pásma 1,12-1,14. Měnová politika ECB i FED-u totiž dle nás v nejbližších měsících žádné překvapení již nepřinese, Brexit nejspíš dopadne relativně 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 (ostatně, je to německá ekonomika, která zhoršením čínsko-amerických vztahů trpí nejvíce). V delším horizontu však očekáváme, že euro začne postupně vůči dolaru sílit a to vlivem nadále se prohlubující zejména fiskální nerovnováhy USA, fundamentální nadhodnocení dolaru a vedle toho postupné sblížení měnověpolitického nastavení Fedu a ECB.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Měny

Vývoj z posledních týdnů ukázal schopnost **koruny** posílit pod hranici 25,50, posun kurzu k úrovni 25 korun za euro resp. pod tuto hranici - což je to, co od ní léta čekala ČNB – však nebude pro korunu jednoduchý. Jejím výraznějším posílení bude nadále bránit tendence zahraničních investorů z koruny vystupovat hned, jak se naskytne příležitost. Posílení koruny bude rovněž limitováno vysokým podílem zajištěných vývozu a zpomalováním průmyslu. Nakonec, pro letošek nebude již ČNB koruně takovou oporou, jako v minulosti. Náš výhled tak je následující: koruna v letošním roce nad 25 korun za euro, přičemž zpětné oslabení může v případě vyostření situace na trzích přijít velmi lehce. Dlouhodobým trendem kvůli vyššímu růstu produktivity v ČR ve srovnání s EMU a poměrně atraktivnímu úrokovému diferenciatu nadále zůstává posilování koruny, a to tempem zhruba 2% ročně.

U polského zlotého došlo prosinci k námi očekávanému posílení k úrovni 4,25. Ačkoliv z fundamentálního hlediska by zlotému svědčily i hodnoty znatelně silnější, nečekáme, že se na tyto úrovně zlotý hned tak dostane. K nastartování posilování k hranici 4,10 by bylo potřeba impulsu, nejspíše ze strany měnové politiky (silný růst ekonomiky doposud na nastartování posilování evidentně 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 stále kouká holubičím směrem. Naším scénářem pro nejbližší rok tak je forint mezi 325 a 330 forinty za euro.

Výhled na globální akciové trhy pro rok 2020 máme regionálně selektivní- pozitivní jsme na evropské a rozvíjející se trhy, opatrní naopak na US trhy. Světová ekonomika dosáhla v rámci aktuálního hospodářského cyklu vrcholu na konci roku 2017 a od začátku roku 2018 postupně mírně zpomaluje. 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. Co se týče klíčových centrálních bank, ECB a Fed v prosinci nastavení velice uvolněné měnové politiky nezměnily. Také u japonské centrální banky jsme se v posledním období žádné změny nedočkali. Bank of Japan bude i nadále udržovat nulové sazby a nákupy vládních dluhopisů po ještě velice dlouhou dobu, neboť míra inflace se v Japonsku stále pohybuje velice hluboko pod 2% inflačním cílem. Přitom platí, že zejména v eurozóně se v souvislosti s pravděpodobně slabou účinností měnové politiky začalo hovořit o tom, že k podpoře ekonomického růstu by měly být použity masivní fiskální stimuly. Mimo jiné se takto vyjádřila nová prezidentka Christine Lagardeová.

Začátkem příštího roku však 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. Opatrní jsme na americké akciové indexy, které se nachází na svých historických maximech a v současné době budou obtížně 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.

Globální akciové trhy

Akciové trhy střední a východní Evropy

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 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 pro malé firmy, 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, síť čerpacích stanic Petrol a přístavu Luka Koper.

*Anne-Françoise Blüher
Adam Šperl*

Portfolio managers