

## ERGO pojišťovna

## ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ÚNOR 2019

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH .....	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ .....	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ .....	8



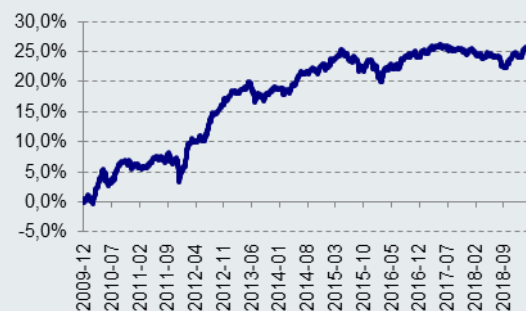
### Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **151,7495**  
 Výkonnost za poslední měsíc **1,95%**



### Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **139,4861**  
 Výkonnost za poslední měsíc **0,80%**



### Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **125,4025**  
 Výkonnost za poslední měsíc **0,11%**

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

### DLUHOPISY – USA, EMU

Vývoj na trzích státních dluhopisů byl ve Spojených státech v únoru poklidný. Celý měsíc dlouhé (desetileté) výnosy oscilovaly v úzkém pásmu mezi 2,6% a 2,7%, měsíc uzavíraly na horní hranici tohoto úzkého pásma. Na krátkém konci byl vývoj identický, oscilace probíhala v pásmu 2,45%-2,55%.

Na obligačních trzích Eurozóny se toho také moc zajímavého nestalo. Německé dlouhé výnosy počátkem února vlivem slabých dat o inflaci i stagnujícího tempa ekonomického růstu poklesly až k úrovni 0,1%, tj. na úroveň, kde nebyly od října 2016. Koncem měsíce sice lehce vrostly, nedostaly se však o více než 2 - 3 b.b. nad úroveň z konce ledna. Zůstávají tak extrémně nízko. V Itálii byla volatilita přece jen o něco vyšší, desetileté výnosy v první dekádě minulého měsíce narostly až skoro na 3%. Ve zbytku února však pak už jen pomalu klesaly, koncem měsíce se tak nacházely lehce pod 2,75%.

### DLUHOPISY ČR

Vývoj na české výnosové křivce byl i v únoru, podobně jako v lednu, zajímavější než v Německu. Krátké dluhopisy vrostly výnosově o dalších 8 bazických bodů, dostaly se tak na dohled 1,8%, což je výnosově nejvyšší úroveň od října roku 2011. Tento vývoj byl v důsledku silných růstových i inflačních dat v ČR, která část trhu přesvědčila, že ČNB s utahováním měnové politiky ještě neskončila. V segmentu středních splatností byl vzestup požadovaných výnosů nejvyšší, cca o 20 b.b. Dlouhodobé dluhopisy (splatnost 10 let a více) relativně stabilnější – výnosy vzrostly mírněji (o cca 10 b.b.) i díky solidnímu zájmu zejména zahraničních investorů v primárních aukcích Ministerstva financí. Ten byl důsledkem atraktivně vnímané výnosové marže českých státních dluhopisů nad německé protějšky v prostředí solidního růstu, příznivého fiskálu a dle odhadů končícího cyklu zvyšování úrokových sazeb ČNB.

Bloomberg Barclays Czech Index



### DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

#### Polské dluhopisy

Ceny **polských dluhopisů** po větší část února opět rostly (zejména v segmentu delších splatností), podporovány stabilním výhledem na úrokové sazby, nízkoinflačním prostředím a stále relativně atraktivní výnosovou marží nad bezrizikové německé vládní obligace. Koncem měsíce přišel ale rázný obrat, který celý trh otočil do výsledné měsíční ztráty – příčinou byl oznámený předvolební plán vládnoucí strany Právo a spravedlnost výrazně navýšit rozpočtové výdaje letos a příští rok, jež v prostředí postupně slábnoucího tempa růstu nutně povedou k nárůstu fiskálních deficitů. V úhrnu za únor se výnosová křivka posunula vzhůru o 10 – 20 b.b. a po předešlém zplošťování mírně zvýšila sklon.

#### Turecké dluhopisy

Turecká aktiva během února korigovaly své cenové zisky ze začátku roku. Ekonomický obrázek zůstával beze změny a bez tržních překvapení – lednová inflace na úrovni 20%, kam klesla z bezmála 25% v posledním kvartálu 2018, výrazně snižená vnější nerovnováha (deficit běžného účtu platební bilance), stejně tak centrální banka nadále udržovala přísné nastavení měnové politiky (klíčové úrokové sazby na úrovni 24%). Určitý negativní vliv sehrála nejistota spojená s blížícími se regionálními volbami (konec března) a také pokračující rozepře se Spojenými státy (ohledně Sýrie a pořízeného ruského protiraketového systému). Výnosová křivka po předešlém výrazném poklesu stoupla o cca 40 – 80 b.b., měnový kurz TRY vůči koši měn (EUR, USD; 1:1) za únor ztratil 2,5%.

## Firemní dluhopisy

Vývoj na kreditním trhu byl v únoru po úspěšném lednu znovu pozitivní. Dařilo se korporátním dluhopisům investičního i spekulativního stupně, jejich kreditní marže se viditelně a zhruba rovnoměrně snížily. Faktory, podporující tržní sentiment, přitom zůstávaly v zásadě stejné - obrat v rétorice Fedu, který indikoval možné zastavení, respektive zpomalení neutralizace měnové politiky a optimisticky se vyvíjející jednání mezi USA a Čínou o obchodní dohodě. Průměrná kreditní marže indexu EUR iBoxx Corporate IG za únor klesla o dalších 14 b. na 95 bodů, v případě indexu spekulativního stupně (EUR iBoxx HY) činil pokles výrazných 49 b. na 334 bodů. Kreditní marže dané CDS kontrakty klesly v podobném rozsahu.

## AKCIE

### Globální trhy

Vyspělé trhy po výrazně kladném lednu pokračovaly v dalším růstu. Investoři pozitivně reagovali mimo jiné na náznaky, že by obchodní vyjednávání mezi USA a Čínou měla skočit relativně úspěšně. Zároveň opomíjeli slabší makroekonomická data a zřejmě se soustředili již na druhou polovinu roku a možné hospodářské zlepšení. Americké akcie (index S&P 500) meziměsíčně vzrostly o +3 %.

MSCI World Index



Zveřejněné výsledky hospodaření amerických společností za 4. čtvrtletí loňského roku v průměru vyznělo oproti očekávání analytiků lépe a to jak na úrovni tržeb, tak na úrovni čistých zisků. Nejvyšší pozitivní překvapení zveřejnily společnosti ze sektorů spotřebitelského, technologického a průmyslu. Hospodářské výsledky evropských firem nedoručily výrazná překvapení, avšak také dokázaly alespoň mírně překonat očekávání. Především sektor utilit a spotřebitelský. Na konci měsíce tak evropské akcie, i přes nejistotu nevyřešeného Brexitu, skončily výše o +3,9 % (index DJ STOXX 600).

Akcíím na rozvíjejících se trzích se v souhrnu tolik nedařilo, index MSCI Emerging Markets zůstal meziměsíčně prakticky beze změny (+0.1 % v USD). Hlavní pozornost se upíjala, jak se již v posledních měsících stalo takřka pravidlem, na vývoj obchodních jednání mezi Spojenými státy a Čínou. Ke konečné dohodě sice stále nedošlo, zdá se však, že by se nakonec obě strany mohly obchodní spory vyřešit (možná je i varianta úplného zrušení cel), na což čínské akcie reagovaly prudkým růstem a připsaly v únoru úctyhodných 14,61 % (index CSI 300). Všechny ostatní významné trhy oproti tomu odepisovaly malé ztráty (např. Indie, Brazílie, Jižní Korea či Mexiko) při absenci výraznějších kurzotvorných zpráv.

### Středoevropské trhy

Vývoj středoevropských akciových trhů byl bez výraznějšího trendu. Vysoké zisky si po velice špatném prosinci, kdy došlo k oznámení zavedení několika sektorových daní, připsaly rumunské akcie (index BET +10,4 %). Hlavními tahouny byly se zisky převyšujícími 20 % banky BRD a Transilvania. Nejlikvidnější polský trh naopak ztrácel (index WIG30 -1,3 %). Velikou měrou se o to zasloužily komentáře politiků ohledně řešení otázek půjček denominovaných ve švýcarských francích nebo představení předvolebních rozhazovačných slibů. Český index PX si připsal 2,7 %. Vysoké zisky si připsaly akcie mediální skupiny CETV (+13,1 %), Erste Bank a Avast. Pozitivní vliv měla zřejmě, i přes strašáka v podobě možného uvalení sektorových daní, blížící se dividendová sezóna..

## STRUKTURA PORTFOLIÍ

### Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v únoru stoupla o 6,41 %. Akciové trhy většinou navázaly na úspěšný leden a pokračovaly v růstu. Investoři pozitivně reagovali mimo jiné na náznaky, že by obchodní vyjednávání mezi USA a Čínou měla skočit nakonec relativně úspěšně. Zároveň opomíjeli slabší makroekonomická data a zřejmě se soustředili již na druhou polovinu roku a možné hospodářské zlepšení. S výjimkou Číny se příliš nevedlo akciím na rozvíjejících se trzích, jmenujme například Latinskou Ameriku, Rusko a Turecko.

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
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>2,56%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,77%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,17%	0,17%	0,79%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>2,93%</b>
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	-0,17%	-0,17%	1,82%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,32%	0,32%	1,11%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>2,65%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,55%	-1,55%	1,85%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	1,21%	1,20%	0,80%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>6,33%</b>
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Česká republika	CZK	0,21%	0,21%	3,51%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	1,48%	1,47%	1,42%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	0,92%	0,91%	1,39%
<b>Akciové fondy</b>					<b>84,98%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	1,47%	1,47%	11,79%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	4,82%	4,81%	8,13%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	0,98%	0,97%	6,08%
FF - Emerging Asia Fund I-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	0,71%	0,70%	6,06%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	1,23%	-0,71%	5,32%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	2,34%	1,70%	5,19%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	4,05%	3,40%	4,61%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	1,84%	1,83%	3,59%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	2,30%	2,29%	3,51%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	5,26%	5,25%	3,21%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	6,82%	6,81%	2,95%
Fidelity Funds - Latin America Fund I-Acc-USD	Latinská Amerika	USD	-1,88%	-1,89%	2,83%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	4,37%	3,72%	2,79%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	4,41%	3,76%	2,78%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	3,86%	3,21%	2,78%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	3,62%	2,98%	2,77%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	2,11%	1,48%	2,71%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	0,55%	0,54%	2,10%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	-1,47%	-1,48%	1,61%
Fidelity Funds - Australia Fund I ACC USD	Ostatní vyspělé trhy	USD	2,98%	2,97%	1,18%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	-2,59%	-3,20%	1,08%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	6,67%	4,62%	0,97%
PARVEST EQUITY USA MID CAP I	Severní Amerika	USD	3,18%	3,17%	0,94%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>0,56%</b>

## Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v únoru stoupla o 0,80 %. Akciové trhy většinou navázaly na úspěšný leden a pokračovaly v růstu. Investoři pozitivně reagovali mimo jiné na náznaky, že by obchodní vyjednávání mezi USA a Čínou měla skočit nakonec relativně úspěšně. Zároveň opomíjeli slabší makroekonomická data a zřejmě se soustředili již na druhou polovinu roku a možné hospodářské zlepšení. S výjimkou Číny se příliš nevedlo akciím na rozvíjejících se trzích, jmenujme například Latinskou Ameriku, Rusko a Turecko. V únoru se dařilo především rizikovějším dluhopisům, protože došlo k dalšímu poklesu kreditních marží. Korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně cenově vesměs také vzrostly. Nedařilo se naopak českým státním dluhopisům, a to v důsledku silných růstových i inflačních dat v ČR, která část trhu přesvědčila, že ČNB s utahováním měnové politiky ještě neskončila, a také dluhopisům Turecka.

Tento měsíc jsme se rozhodli více diverzifikovat dluhopisovou složku, a to přidáním fondu PIMCO Global Income. Jedná se o globální dluhopisový fond, který se ale více zaměřuje na rozvinuté trhy. Mezi jeho výhody patří dlouhá historie, flexibilní investiční přístup a dobrá historická výkonnost.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>15,53%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,44%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,17%	0,17%	14,09%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>28,49%</b>
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	-0,17%	-0,17%	17,81%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,32%	0,32%	10,68%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>8,95%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,55%	-1,55%	5,80%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	1,21%	1,20%	1,58%
PIMCO GIS Income I USD Acc	Globální	USD	n/a	n/a	1,57%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>6,44%</b>
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Česká republika	CZK	0,21%	0,21%	3,59%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	1,48%	1,47%	1,43%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	0,92%	0,91%	1,42%
<b>Akciové fondy</b>					<b>40,35%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	1,47%	1,47%	5,57%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	4,82%	4,81%	3,86%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	0,98%	0,97%	2,89%
FF - Emerging Asia Fund I-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	0,71%	0,70%	2,88%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	1,23%	-0,71%	2,53%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	2,34%	1,70%	2,47%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	4,05%	3,40%	2,21%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	1,84%	1,83%	1,67%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	2,30%	2,29%	1,67%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	5,26%	5,25%	1,50%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	6,82%	6,81%	1,44%
Fidelity Funds - Latin America Fund I-Acc-USD	Latinská Amerika	USD	-1,88%	-1,89%	1,34%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	3,86%	3,21%	1,32%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	4,41%	3,76%	1,31%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	4,37%	3,72%	1,31%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	3,62%	2,98%	1,28%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	2,11%	1,48%	1,28%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	0,55%	0,54%	1,04%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	-1,47%	-1,48%	0,78%
Fidelity Funds - Australia Fund I ACC USD	Ostatní vyspělé trhy	USD	2,98%	2,97%	0,58%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	-2,59%	-3,20%	0,52%
PARVEST EQUITY USA MID CAP I	Severní Amerika	USD	3,18%	3,17%	0,45%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	6,67%	4,62%	0,45%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>0,23%</b>

## Konzervativní portfolio

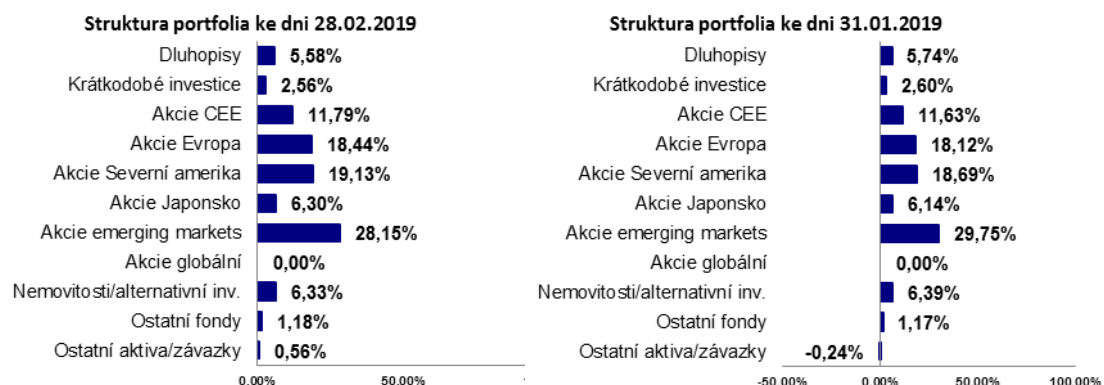
Hodnota konzervativního portfolia v únoru vzrostla o 0,11 %. V únoru se dařilo především rizikovějším dluhopisům, protože došlo k dalšímu poklesu kreditních marží. Korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně cenově vesměs také vzrostly. Nedařilo se naopak českým státním dluhopisům, a to v důsledku silných růstových i inflačních dat v ČR, která část trhu přesvědčila, že ČNB s utahováním měnové politiky ještě neskončila, a také dluhopisům Turecka.

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

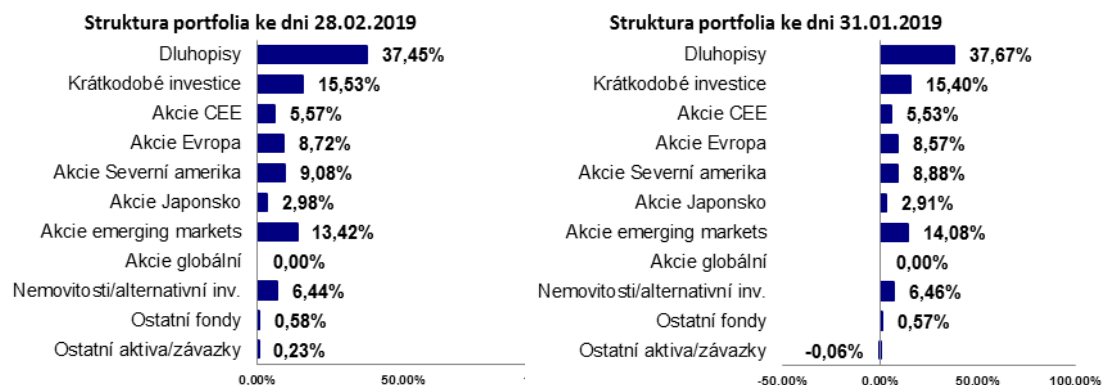
Tento měsíc jsme se rozhodli více diverzifikovat dluhopisovou složku, a to přidáním fondu PIMCO Global Income. Jedná se o globální dluhopisový fond, který se ale více zaměřuje na rozvinuté trhy. Mezi jeho výhody patří dlouhá historie, flexibilní investiční přístup a dobrá historická výkonnost.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>32,02%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,53%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,17%	0,17%	30,49%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>49,71%</b>
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	-0,17%	-0,17%	31,05%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,32%	0,32%	18,66%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>6,74%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,55%	-1,55%	4,37%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	1,21%	1,20%	1,19%
PIMCO GIS Income I USD Acc	Globální	USD	n/a	n/a	1,18%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>6,53%</b>
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Česká republika	CZK	0,21%	0,21%	3,64%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	1,48%	1,47%	1,44%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	0,92%	0,91%	1,44%
<b>Akciové fondy</b>					<b>5,07%</b>
NN (L) Emerging Markets High Dividend	Globální rozvíjející se trhy	USD	-0,10%	-0,11%	1,68%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	1,47%	1,47%	0,70%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	4,37%	3,72%	0,48%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	2,30%	2,29%	0,48%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	4,05%	3,40%	0,47%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	1,84%	1,83%	0,47%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	0,99%	-0,95%	0,36%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	6,82%	6,81%	0,19%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	3,62%	2,98%	0,16%
Fidelity Funds - Australia Fund I ACC USD	Ostatní vyspělé trhy	USD	2,98%	2,97%	0,07%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,07%</b>

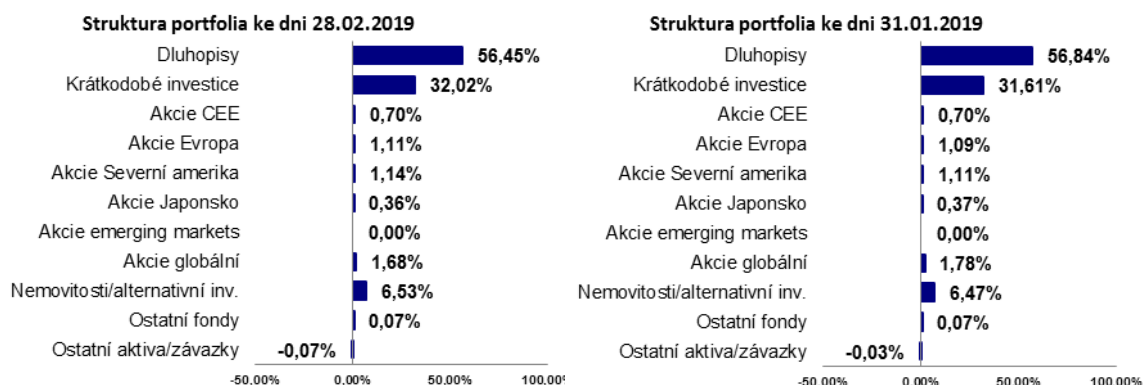
## DYNAMICKÉ PORTFOLIO



## VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



## KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### České dluhopisy

**Vývoj českého dluhopisového trhu bude i nadále ovlivňován dvojicí faktorů.** Zaprvé, vývojem nastavení měnové politiky v Eurozóně a v ČR. Vliv Eurozóny je klíčový pro dlouhodobou tendenci vývoje výnosů dluhopisů – jinými slovy, dlouhodobý růst výnosů musí přijít zvenčí. Makroekonomická data z Eurozóny za únor však definitivně na nulu snížila (ani předtím nepříliš vysokou) pravděpodobnost, že ECB v letošním roce přistoupí ke zpřísnění úrokové komponenty měnově-politických podmínek. To samozřejmě limituje/odsouvá scénář růstu německých výnosů, na který by, pokud by k němu došlo, nemohly české dluhopisy nereagovat. ECB sice asi nepřestane úplně mluvit o tom, že jednou sazby zvedne, zdá se však, že to bude nejdřív v roce 2020, a i tak bude utahování jenom pomalé. To na výraznější růst desetiletých německých výnosů než na 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 očekával.

**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 ledna 2019 drželi nerezidenti 34,8 % všech a 38,6 % korunových dluhopisů, což jsou i navzdory poklesu oproti prosinci 2018 stále 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 trh polevil.

**V Polsku se k růstu sazeb centrální banka v nejbližším roce, možná i v delším horizontu, zatím nechystá.** To limituje prostor pro růst výnosů tažený polskou měnovou politikou. V Eurozóně to na růst sazeb také hned tak nevypadá. Polská riziková prémie v únoru překvapivě narostla (na 2,8 p.b. na deseti letech) Dle nás je tak zde v letošním roce prostor pro její snížení k hranici 2 - 2,2 p.b., zejména pokud by inflační vývoj v Polsku přetrvával a přinesl spekulace na možný pokles sazeb (což je vzhledem k tomu, že Německo zpomaluje, což se Polsko nakonec přeje jenom nějak dotkne, a vzhledem k tomu, že polská inflace je hluboko pod cílem, dost dobře možné).

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.

Vzhledem k tomu, že vývoj kurzu přesně odpovídá našim dřívějším představám a že se nedomníváme, že by Eurozóna jako celek měla spadnout do recese (tj., že nečekáme dramatický obrát v měnové politice ECB), neměníme ani náš výhled kurzu eura proti dolaru. Očekáváme tedy, že v nejbližších dvou čtvrtletích se kurz **eura proti dolaru** bude pohybovat kolem 1,14-1,15. Pro výrazně vyšší úrovně (=pro slabší dolar kolem 1,20) nenacházíme v současných ani v očekávaných diferenciacích měnových politik na opačných stranách

### Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

### Měny



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 nevadí, protože ECB se k utahení 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 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 vyběhání 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 zvyšovat sazby, což limituje prostor pro jeho výraznější posílení, ale stávající úrokový diferenciál a solidní makro by měly trhy přesvědčit, že hodnoty nad 4,30 jsou příliš slabé. V nejbližších dvou čtvrtletích tak očekáváme návrat k úrovním 4,20. Rizikem je nicméně realizace expanzivních záměrů vládnoucí strany ve fiskální oblasti s cílem získat politické body před blížícími se volbami.

**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.

Akciové trhy pokračovaly rostoucím trendem započatým v lednu. Nyní se tak většina akciových trhů dostala na cenové úrovně z loňského roku, přičemž došlo k růstu korporátních zisků, který se očekává i pro letošní a akcelerující příští rok. Hodnotově se nyní akciové trhy obchodují blízko svých dlouhodobých historických průměrů. Pozitivně by mohlo působit 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 politiku ECB. Je však zřejmá určitá opatrnost evropských společností s hrozbou obchodních válek v plánování investičních výdajů. **Pozitivní jsme na hospodaření společností z rozvíjejících se trhů**, které budou těžit ze 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 a producenta tabákových výrobků Philip Morris Czech.. 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*