

## ERGO pojišťovna

## ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ZÁŘÍ 2019

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



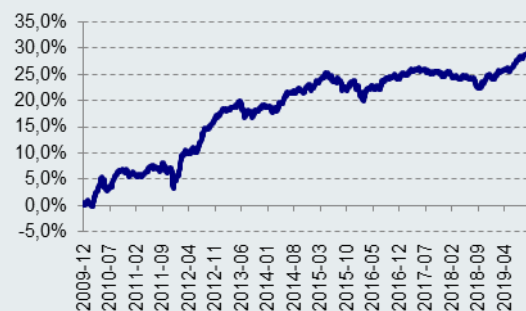
### Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **154,9130**  
 Výkonnost za poslední měsíc **2,20%**



### Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **142,9067**  
 Výkonnost za poslední měsíc **1,18%**



### Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **128,8580**  
 Výkonnost za poslední měsíc **0,35%**

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

### DLUHOPISY – USA, EMU

Po vcelku turbulentním srpnu, kdy vlivem centrálních bank, zejména pak ECB, výnosy klesaly na –v Německu historická, v USA několikaletá – minima, byl i zářijový vývoj na dluhopisových trzích zajímavý. V první polovině měsíce, přesněji do zasedání ECB 12. září, výnosy rostly – americká desetiletka se dostala až na 1,9%, německá desetiletka na -0,45%. Po zasedání ECB, které přineslo vcelku velké uvolnění měnové politiky, však opět začaly klesat, později pak tento trend podpořilo i další snížení sazeb ze strany americké centrální banky. Výnosy se tak sice již nedostaly na minima ze srpna, ale oproti hodnotám z poloviny září se sesunuly ztelně níž – americký desetiletý výnos byl koncem září na 1,65% (tj., cca 15 b.b. nad úrovní z konce srpna), německý desetiletý výnos na -0,60%, což bylo 13 b.b. nad úrovní z konce předcházejícího měsíce.

### DLUHOPISY ČR

**Zářijový vývoj na české výnosové křivce kopíroval výnos dluhopisových výnosů v Německu.** Poté, co během srpna výnosy na krátkém resp. dlouhém konci klesly na dvouleté resp. roční minimum, se vývoj v září nesl ve znamení jejich opětovného růstu. Dvouletý výnos tak září uzavřel o bezmála čtvrt procentního bodu výše než srpen (tj., na 1,3%), desetiletý výnos na 1,36% (ve srovnání s koncem srpna na úrovni 1,05%). Kromě vývoje v zahraničí výnosy reflektovaly také skutečnost, že ČNB se na svém zasedání neposunula holubičím směrem a že její Bankovní rada předpokládá stabilitu sazeb v dohledném období.

Bloomberg Barclays Czech Index



### DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

#### Polské dluhopisy

**V Polsku výnosy prošly podobným vývojem jako v Německu resp. v ČR.** Dlouhé výnosy vzrostly od poloviny srpna do poloviny září o zhruba 0,4 p.b. na skoro 2,2%, od zasedání ECB do konce měsíce však opět klesly pod 2%. Na krátkém konci výnosy klesly mezi koncem srpna a koncem září jen minimálně (o 5 b.b. na 1,5%). Na domácí události domácí dluhopisový trh nijak nereagoval, což je pochopitelné – slabší průmysl a zpomalování růstu na jedné straně a poměrně vysoká domácí inflace na straně druhé se navzájem ve svých měnově-politických implikacích kompenzují. Centrální banka se sice posunula holubičím směrem, ale ne natolik, aby na horizontu bylo patrné uvolnění měnové politiky.

#### Turecké dluhopisy

**Turecké vládní dluhopisy zažily velmi úspěšný měsíc.** Obligační ceny napříč vládní výnosovou křivkou stoupaly, podporovány aktivitou zejména domácích investorů, nadále velmi podprůměrnou nabídkou nových emisí tureckou vládou a v neposlední řadě příznivým makroekonomickým vývojem. Především citelnější zpomalování dosud vysoké inflace zesilovalo očekávání, resp. validovalo nastoupený cyklus snižování úrokových sazeb Tureckou centrální bankou. Ta po razantní redukci sazeb v červenci (o 425 bps) snížila klíčovou repo sazbu v září o dalších 325 bps na 16,5%. Měnový kurz TRY reflektoval tento vývoj ve výsledku příznivě, když vůči koši měn (1:1 EUR, USD) posílil o 3,4%, což jen dále zlepšilo inflační výhled do dalších měsíců. Výnosová křivka poklesla o 245 – 265 bps, index tureckých státních dluhopisů za září vyskočil o 9% vzhůru.

#### Firemní dluhopisy

**Vývoj na kreditním trhu byl v září poměrně klidný.** Podporou pro korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně byl příznivý vývoj v dalších rizikových segmentech na globálních finančních trzích, naproti tomu vysoká aktivita na primárním trhu a nadprůměrný

objem nově vydaného firemního dluhu nedovolil kreditním maržím klesnout. Naopak, v úhrnu meziměsíčně průměrné kreditní marže mírně vzrostly – v případě indexu EUR iBoxx Corporate IG o 4 b. na 83 bodů, u indexu spekulativního stupně o 17 b. na 320 bodů. Co se týče trhu Credit default swapů (CDS), zde byla patrná stabilita v případě investičního stupně (index iTraxx Europe), iTraxx Crossover, měřící průměrnou kreditní marži v HY segmentu, vzrostl o 18 b. na 271 bodů.

## AKCIE

### Globální trhy

#### Globální akciové trhy si připsaly velice slušné meziměsíční zisky. I přes slabší makro ekonomická data převážily uskutečněné uvolněné kroky centrálních bank v USA i v Evropě. Snížení základních úrokových sazeb centrálními bankami Fed a ECB ocenili investoři zvýšenou poptávkou po akciích, přičemž nepřilíš pozornosti bylo věnováno pokračujícím přestřelkám v obchodních válkách mezi USA a Čínou. V průběhu měsíce došlo k posunu dvou primárních úpisů. První odložení vstupu na burzu se týkalo společnosti poskytující pronájem kanceláří, We Work, jež za dobu své existence ani v jednom roce neskočila v zisku. Druhou zajímavější byla saúdsko-arabská společnost Aramco, jež má potenciál stát se nejhodnotnější firmou na světě. Raketové útoky z bezpilotních dronů na její rafinerie však velmi očekávaný vstup na burzu prozatím oddálily. Americké akcie (index S&P 500) meziměsíčně vzrostly o 1,7 %, evropské akcie (index DJ Stoxx 600) pak o 3,6 %.

posunu dvou primárních úpisů. První odložení vstupu na burzu se týkalo společnosti poskytující pronájem kanceláří, We Work, jež za dobu své existence ani v jednom roce neskočila v zisku. Druhou zajímavější byla saúdsko-arabská společnost Aramco, jež má potenciál stát se nejhodnotnější firmou na světě. Raketové útoky z bezpilotních dronů na její rafinerie však velmi očekávaný vstup na burzu prozatím oddálily. Americké akcie (index S&P 500) meziměsíčně vzrostly o 1,7 %, evropské akcie (index DJ Stoxx 600) pak o 3,6 %.

**Akcie na rozvíjejících se trzích po dvou špatných měsících konečně rostly.** V září souhrnný index Emerging Markets USD tentokrát připsal solidních 1,69 %. Tento růst neměl jeden dominantní důvod a akciové trhy se spíše přirozeně zotavovaly z předchozích ztrát. Trhům mohlo pomoci opětovné utišení situace ohledně obchodní války, to je ale jen teoretický důvod, jelikož nevyzpytatelnost a vážnost této problematiky zůstává ve stejné podobě jako dřív prakticky beze změny. Z tržního pohledu se alespoň dočasně uklidnila situace v Hong-Kongu, kde i přes trvajících občanské nepokoje připsaly akcie v amerických dolarech 1,46 %. Dařilo se také indickým akciím, které meziměsíčně zhodnotily o 4,82 %. Nejlepším výsledkem se ale pyšní trh turecký, když vzrostl o skvělých 12,58 %. Turecko se dále snaží vzpamatovat z měnové krize, která zemi postihla díky autoritářskému stylu vedení prezidenta Erdogana.

**S mírnými zisky zakončily měsíc září také střeoevropské akciové trhy.** V záporu však skončila většina bankovních titulů. V České republice rezonovaly dozvuky okolo vytvoření Státního fondu pro rozvoj a slábnoucí německá ekonomika. V Polsku se jednalo o závažnějších problémech jako rozhodnutí Evropského soudního dvoru ohledně kompenzace držitelů hypoték denominovaných ve švýcarských francích, vrácení poplatků spojených s předčasným ukončením spotřebitelských půjček anebo prodeji polské mBank mateřskou Commerzbank. Slovinská banka Nova Ljubljanska banka podala nejvyšší nezávaznou nabídku na odkup většinového podílu v srbské Komercijalna banka. Velice dobře se však dařilo maloobchodním a ropným společnostem. Z důvodu raketových útoků na jedny z největších rafinérií světa, společnosti Aramco, se po růstu cen surové ropy dařilo těžařům ropy jako OMV nebo Petrom. Index třiceti polských největších veřejně obchodovaných společností WIG30 tak meziměsíčně vzrostl o 0,9 %, český index PX o 0,4 %, maďarský index BUX o 2 %, rumunský index BET o 3,7 % a slovinský index SBITOP skončil beze změny.

**S mírnými zisky zakončily měsíc září také střeoevropské akciové trhy.** V záporu však skončila většina bankovních titulů. V České republice rezonovaly dozvuky okolo vytvoření Státního fondu pro rozvoj a slábnoucí německá ekonomika. V Polsku se jednalo o závažnějších problémech jako rozhodnutí Evropského soudního dvoru ohledně kompenzace držitelů hypoték denominovaných ve švýcarských francích, vrácení poplatků spojených s předčasným ukončením spotřebitelských půjček anebo prodeji polské mBank mateřskou Commerzbank. Slovinská banka Nova Ljubljanska banka podala nejvyšší nezávaznou nabídku na odkup většinového podílu v srbské Komercijalna banka. Velice dobře se však dařilo maloobchodním a ropným společnostem. Z důvodu raketových útoků na jedny z největších rafinérií světa, společnosti Aramco, se po růstu cen surové ropy dařilo těžařům ropy jako OMV nebo Petrom. Index třiceti polských největších veřejně obchodovaných společností WIG30 tak meziměsíčně vzrostl o 0,9 %, český index PX o 0,4 %, maďarský index BUX o 2 %, rumunský index BET o 3,7 % a slovinský index SBITOP skončil beze změny.

MSCI World Index



### Střeoevropské trhy

## STRUKTURA PORTFOLIÍ

### Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v září vzrostla o 2,20 %. Další uvolnění měnové politiky ECB a amerického FEDu se pozitivně promítlo na akciové trhy, které za uplynulý měsíc připsaly ve většině případů slušné zisky. Investory neodradily ani pokračující třenice mezi USA a Čínou, ani slabší makroekonomická data. Nedařilo se tentokrát regionálním akciím. Raketové útoky na rafinerie v Saudské Arabii nakonec neměly tak velké dopady, jak se mnozí obávali, a jejich efekt na akciové trhy nakonec vyprchal.

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
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>1,52%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,52%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>1,86%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,25%	-0,25%	1,11%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,42%	0,42%	0,75%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>2,71%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,90%	2,90%	1,91%
Templeton Global Bond Fund I	Globální	USD	0,68%	1,64%	0,80%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>6,46%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	0,61%	0,61%	3,60%
Allianz Structured Return IT	Severní Amerika	USD	0,65%	1,61%	1,44%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I	Globální	USD	-0,50%	0,44%	1,42%
<b>Akciové fondy</b>					<b>88,17%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-0,16%	-0,16%	11,91%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	2,21%	3,18%	6,51%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,58%	1,54%	6,40%
BNP Paribas Equity USA I	Spojené Státy	USD	n/a	n/a	6,11%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	4,11%	3,71%	5,36%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	5,16%	4,75%	5,08%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	3,84%	4,83%	4,74%
FF - America Fund I	Severní Amerika	USD	2,37%	3,34%	4,60%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	4,27%	3,57%	3,26%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,24%	2,20%	3,19%
Franklin European Small-Mid Cap Fund I	Evropa	EUR	4,44%	4,04%	2,98%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	3,91%	3,51%	2,96%
NN (L) EURO Equity I Cap	Evropa	EUR	3,67%	3,27%	2,96%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	3,43%	3,03%	2,95%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	2,57%	2,17%	2,94%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	2,38%	3,35%	2,89%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	0,97%	1,93%	2,84%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-1,51%	-0,57%	2,09%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	n/a	n/a	1,71%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	7,93%	7,21%	1,34%
BNP Paribas Turkey Equity I	Turecko	EUR	13,11%	12,67%	1,22%
FF - Australia Fund I	Ostatní vyspělé trhy	USD	1,37%	2,33%	1,19%
Allianz Japan Equity Share Class IT	Japonsko	JPY	5,80%	5,09%	1,00%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	4,30%	3,60%	0,98%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	-0,19%	0,76%	0,94%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,72%</b>

## Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v září vzrostla o 1,18 %. Další uvolnění měnové politiky ECB a amerického FEDu se pozitivně promítlo na akciové trhy, které za uplynulý měsíc připsaly ve většině případů slušné zisky. Investory neodradily ani pokračující třenice mezi USA a Čínou, ani slabší makroekonomická data. Nedařilo se tentokrát regionálním akciím. Raketové útoky na rafinérie v Saudské Arábii nakonec neměly tak velké dopady, jak se mnozí obávali, a jejich efekt na akciové trhy nakonec vyprchal. Dluhopisové fondy neměly tak jednoznačný směr, negativně je ovlivnily především klesající ceny státních dluhopisů. Naopak pozitivní zprávou pro dluhopisy s vyšším kreditním rizikem pak byla větší poptávka po rizikovějších dluhopisech.

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
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>13,71%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	<b>1,10%</b>
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	-0,05%	-0,05%	<b>12,60%</b>
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>26,61%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,25%	-0,25%	<b>15,92%</b>
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,42%	0,42%	<b>10,70%</b>
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>9,20%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,90%	2,90%	<b>6,01%</b>
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	0,73%	1,69%	<b>1,61%</b>
Templeton Global Bond Fund I	Globální	USD	0,68%	1,64%	<b>1,58%</b>
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>6,55%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	0,61%	0,61%	<b>3,65%</b>
Allianz Structured Return IT	Severní Amerika	USD	0,65%	1,61%	<b>1,46%</b>
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I	Globální	USD	-0,50%	0,44%	<b>1,45%</b>
<b>Akciové fondy</b>					<b>44,43%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-0,16%	-0,16%	<b>5,96%</b>
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	2,21%	3,18%	<b>3,27%</b>
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,58%	1,54%	<b>3,23%</b>
BNP Paribas Equity USA I	Spojené Státy	USD	n/a	n/a	<b>3,09%</b>
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	4,11%	3,71%	<b>2,74%</b>
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	5,16%	4,75%	<b>2,55%</b>
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	3,84%	4,83%	<b>2,37%</b>
FF - America Fund I	Severní Amerika	USD	2,37%	3,34%	<b>2,32%</b>
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	4,27%	3,57%	<b>1,64%</b>
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,24%	2,20%	<b>1,61%</b>
NN (L) EURO Equity I Cap	Evropa	EUR	3,67%	3,27%	<b>1,51%</b>
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	3,91%	3,51%	<b>1,50%</b>
Franklin European Small-Mid Cap Fund I	Evropa	EUR	4,44%	4,04%	<b>1,49%</b>
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	2,57%	2,17%	<b>1,49%</b>
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	3,43%	3,03%	<b>1,47%</b>
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	2,38%	3,35%	<b>1,46%</b>
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	0,97%	1,93%	<b>1,44%</b>
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-1,51%	-0,57%	<b>1,06%</b>
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	n/a	n/a	<b>0,87%</b>
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	7,93%	7,21%	<b>0,67%</b>
BNP Paribas Turkey Equity I	Turecko	EUR	13,11%	12,67%	<b>0,61%</b>
FF - Australia Fund I	Ostatní vyspělé trhy	USD	1,37%	2,33%	<b>0,61%</b>
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	4,30%	3,60%	<b>0,49%</b>
Allianz Japan Equity Share Class IT	Japonsko	JPY	5,80%	5,09%	<b>0,48%</b>
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	-0,19%	0,76%	<b>0,48%</b>
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,50%</b>

## Konzervativní portfolio

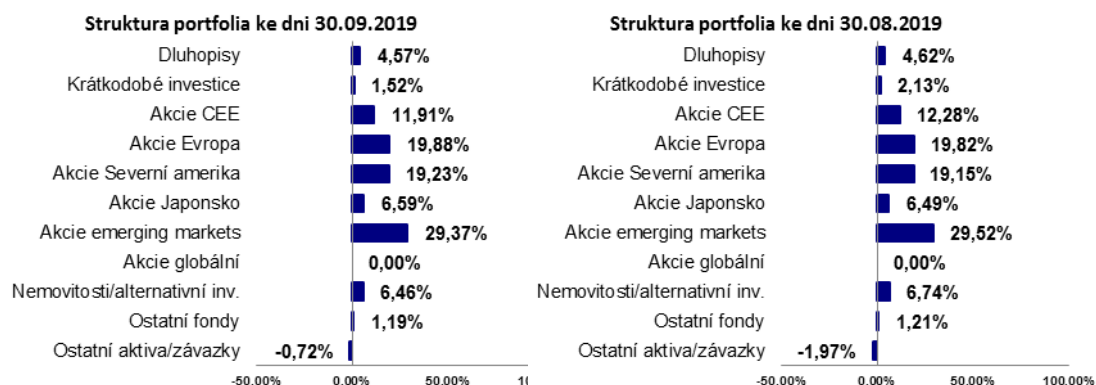
Hodnota konzervativního portfolio v září vzrostla o 0,35 %. Výkonnost dluhopisových fondů neměla jednoznačný směr, negativně je ovlivnily především klesající ceny státních dluhopisů (včetně českých). Naopak pozitivní zprávou pro dluhopisy s vyšším kreditním rizikem pak byla větší poptávka po rizikovějších dluhopisech, jelikož investoři se po dalším uvolnění měnové politiky amerického FEDu a ECB přesouvali do aktiv s vyšším rizikem (akcií).

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

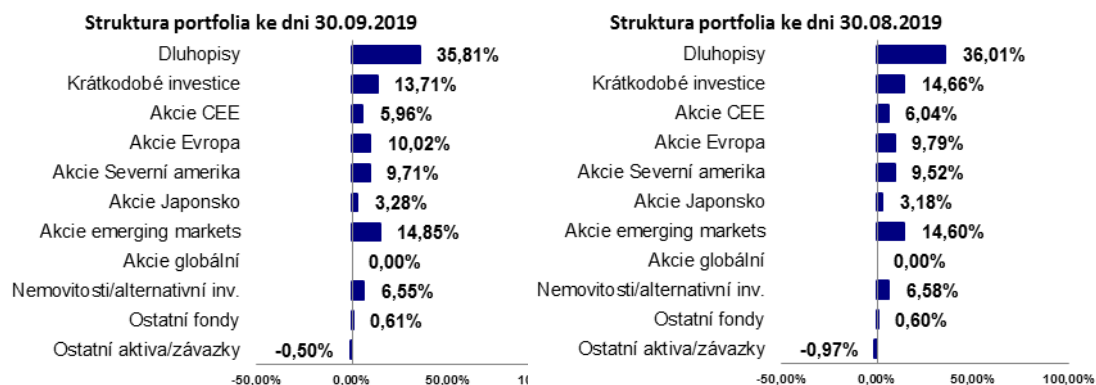
Tento měsíc jsme do portfolio aktivně nezasahovali.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfolio		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolio	Rozložení portfolio
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>32,50%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,26%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	-0,05%	-0,05%	31,24%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolio</b>					<b>48,04%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,25%	-0,25%	28,73%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,42%	0,42%	19,31%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>7,01%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,90%	2,90%	4,56%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	0,73%	1,69%	1,26%
Templeton Global Bond Fund I	Globální	USD	0,68%	1,64%	1,19%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>6,65%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	0,61%	0,61%	3,67%
Allianz Structured Return IT	Severní Amerika	USD	0,65%	1,61%	1,52%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I	Globální	USD	-0,50%	0,44%	1,46%
<b>Akciové fondy</b>					<b>5,90%</b>
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	1,92%	2,89%	2,02%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-0,16%	-0,16%	0,81%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	5,16%	4,75%	0,58%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	2,57%	2,17%	0,57%
FF - America Fund I	Severní Amerika	USD	2,37%	3,34%	0,55%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	3,84%	4,83%	0,52%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	7,39%	6,67%	0,46%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	0,97%	1,93%	0,17%
Franklin European Small-Mid Cap Fund I	Evropa	EUR	4,44%	4,04%	0,15%
FF - Australia Fund I	Ostatní vyspělé trhy	USD	1,37%	2,33%	0,08%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,10%</b>

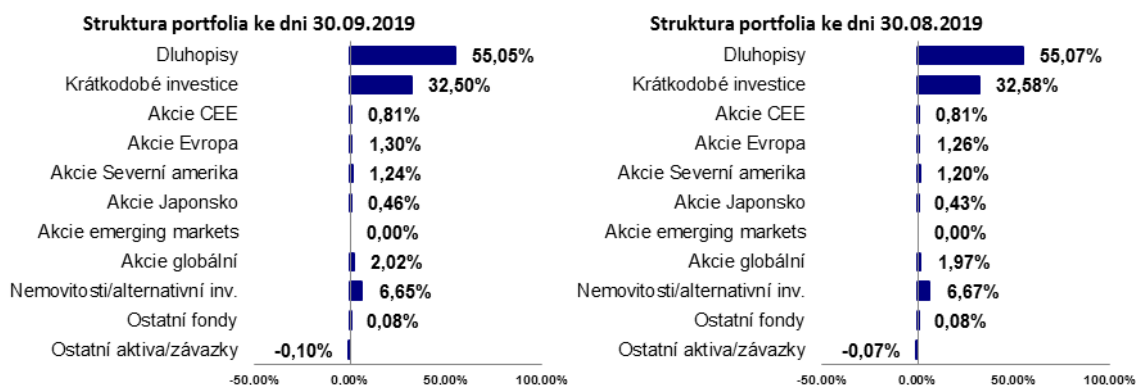
## DYNAMICKÉ PORTFOLIO



## 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 českých dluhopisů – jinými slovy, dlouhodobý růst českých výnosů musí přijít zvenčí. Po zářijovém uvolnění politiky ECB, které je s otevřeným koncem, je evidentní, že setrvalý růst německých výnosů, na který by, pokud by k němu došlo, nemohly české dluhopisy nereagovat, se odkládá na neurčito. ČNB také vyloučila další růst sazeb, a pokud se někam sazby pohnou, tak mnohem pravděpodobněji dolů. Jinými slovy, české výnosy budou nejspíše stagnovat a pokud k nějakému pohybu dojde, pak směrem dolů (směrem uzavírajícím rizikovou prémii nad německými dluhopisy). **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 – v polovině třetího čtvrtletí drželi nerezidenti 38 % všech a 42 % 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.

### Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

**Polská inflace je nadále vysoká a polské ekonomice se stále daří**, uvolňování měnové politiky v Eurozóně a holubičí posun polské centrální banky v září však nedávají žádné důvody myslet si, že by výnosy v nejbližších měsících měly zamířit nahoru. Naším základním scénářem je oscilace kolem současných hodnot, v případě pohybu pak spíše pohyb směrem dolů. Pro růst výnosů nevidíme žádné dobré důvody.

**Vlivem probíhající stagnace turecké ekonomiky a silného bazického efektu poklesla spotřebitelská inflace v souladu s naším odhadem pod 10%**, ve zbytku roku by se měla udržet mírně nad touto hranicí – to umožní centrální bance ještě dále, byť v menším rozsahu než v předchozích dvou krocích, snížit měnověpolitické úrokové sazby. Očekáváme, že do konce roku by sazby mohly klesnout na cca 14%. Ceny vládních dluhopisů díky tomu v základním scénáři mají ještě prostor pro růst (být menšího rozsahu), výnosová křivka by mohla klesnout ze současných 14% o dalších cca 100 bps. Pro turecká aktiva by pozitivním faktorem měla být pokračující stabilizace hospodářské situace a opětovné otvírání pozic nyní rekordně podvážených zahraničních investorů. Rizika ovšem zůstávají na straně geopolitických vztahů s USA (možné sankce) a přemíry aktivních zásahů ze strany prezidentské administrativy do ekonomiky.

### Měny

**Kurz eura proti dolaru** se vyvíjí dle rizikového scénáře, který jsme dlouhodobě popisovali, tj. že pokud se kurz dostane z pásma 1,12-1,14, pak nejpravděpodobněji směrem dolů. To se skutečně během srpna i září stalo. Dle nás tak nyní existuje prostor pro další posilování dolaru – uvolnění měnové politiky ECB bylo vcelku agresivní, německá ekonomika je nejspíš v recesi. Představitelé FEDu naopak dle zápisů z posledního zasedání nejsou jako jeden muž nakloněni dalšímu snižování sazeb, makroekonomická data v USA jsou překvapivě dobrá.

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 velmi těžké. Jejím výraznějším posílením 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 vývozů a zpomalováním průmyslu. Nakonec, ani po zbytek letošního ani v příštím roce nebude již ČNB koruně takovou oporou, jako v minulosti. Naš vzhled tak je následující: koruna po zbytek letošního roku ztlačí nad úroveň 25,50 CZK/EUR, přičemž výraznější oslabení koruny 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 i roky.

**U polského zlatého nadále očekáváme posílení**, a to i bez slibu utážení měnové politiky, který se po posledním zasedání MPC stal v dohledné době nereálným. Stávající úrokový diferenciel a solidní makro situace by však měly trhy přesvědčit, že současné hodnoty lehce pod hranici 4,40 jsou příliš slabé. V nejbližších dvou čtvrtletích tak očekáváme návrat k úrovním 4,20-4,25.

**Maďarský forint** má dle nás fundamentální potenciál posílit k – či dokonce pod – hranici 300. Problémem zůstává, že maďarská centrální banka nechce o utážení politiky slyšet, naopak, dle posledních dvou zasedání opět jasně kouká holubičím směrem. Naším scénářem pro nejbližší rok tak nyní je forint mezi 320 a 330 forinty za euro. Současné hodnoty jsou moc slabé, pro větší posílení však bude chybět měnově-politická vzpruha.

Drtivá většina akciových trhů si v září připsala kladné zisky a to i přes příchozí slabší ekonomická data. Pro budoucí vývoj akciových trhů tak bude nutné bedlivě sledovat výkonnost jednotlivých ekonomik a rétoriky předních centrálních bank, které budou hlavní hybnou silou pro akciové trhy i pro následující období. Mimo to bude akciový investor muset sledovat vývoj ohledně obchodních válek, které se mohou přelít i na evropský kontinent. Při předbírání akciových trhů vývoje ekonomik a očekávaném zlepšení ekonomické aktivity nyní máme **na akciové trhy opatrně pozitivní názor**. Koncem letošního roku 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 politiky ECB. Opatrní jsme na americké akciové indexy, které se nachází mírně pod historickými maximy 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.

**Na mnoho akcií ze středoevropského regionu jsme pozitivní.** Největší potenciál nyní vidíme u slovinských a některých českých akcií. Z akcií na českém trhu jsme pozitivní na akcie producenta tabákových výrobků Philip Morris Czech, na akciový titul AVAST a rychle se oddlužujícího se majitele televize Nova, mediální skupinu CETV. Rizikem pro bankovní tituly může být zavedení bankovní daně, o které se v posledních měsících stále spekuluje. Stejný problém sektorových daní může dopadnout také na pojišťovny nebo telekomy. 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 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*

**Globální akciové trhy**

**Akciové trhy střední a východní Evropy**