

## ERGO pojišťovna

## ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC BŘEZEN 2020

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



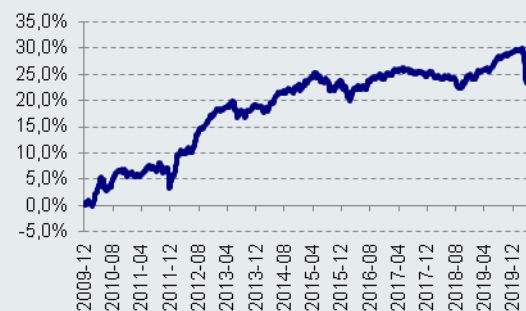
### Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia	<b>123,5891</b>
Výkonnost za poslední měsíc	<b>-16,72%</b>



### Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia	<b>128,8503</b>
Výkonnost za poslední měsíc	<b>-8,08%</b>



### Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia	<b>124,0940</b>
Výkonnost za poslední měsíc	<b>-3,77%</b>

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

### DLUHOPISY – USA, EMU

Německá výnosová křivka prošla v březnu velmi turbulentním vývojem. V první polovině měsíce klesly desetileté výnosy na -80 b.b., dvouleté na -100 b.b., v obou případech tedy na historické minimum. Ve druhé polovině měsíce se kvůli eskalující situaci kolem koronaviru a z ní resultujícím uzavírkám sektorů prodávalo na finančních trzích všechno, a klasické korelace (akcie dolů, dluhopisy nahoru) se v tu chvíli rozpadly. Ve sháňce po likviditě za každou cenu se dvouleté německé výnosy na konci března dostaly až na -70 b.b., desetileté na -47 b.b. (a to ty dvouleté byly chvíli i -60 b.b., desetileté dokonce i -20 b.b., tj. nejvýše od poloviny ledna).

### DLUHOPISY ČR

**Česká výnosová křivka v březnu výrazně zvýšila svůj sklon a opustila inverzní tvar z minulých měsíců.** Dlouhý konec (výnosy dlouhodobých dluhopisů) totiž ve volatilním obchodování na chvíli sice poklesl až pod 1,1%,

poté se však vrátil na 1,5 % a oproti konci února se tak výnosy koncem března nacházely dokonce zhruba o 20 b.b. výš. Na krátkém konci se výrazně podepsalo snížení sazeb ČNB v reakci na dramatický obrat v ekonomických vyhlídkách v souvislosti s pandemií koronaviru – dvouleté dluhopisy klesly výnosově na 1,1%, tj. o 70 b.b.

Bloomberg Barclays Czech Index



### DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské

dluhopisy

**Globální vývoj se podepsal i na polské výnosové křivce.** Ta stejně jako česká zvýšila svůj sklon, když na krátkém konci poklesly výnosy o více než půl procentního bodu na 0,9%, na dlouhém konci byl pokles jen minimální (z 1,8% na 1,7%).

Turecké

dluhopisy

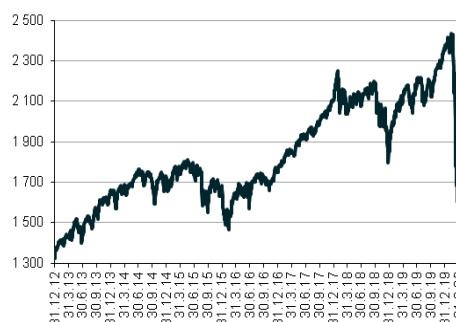
Březnový vývoj na trhu tureckých obligací šel ruku v ruce se zhoršujícím se stavem v Evropě. Ač turecké úřady zpočátku neprojevovaly jakékoliv obavy, znepokojení se situací postupně rostlo a vyústilo až v zavedení karantény pro určité věkové skupiny. Ceny tureckých dluhopisů, stejně jako na zbytku rozvíjejících se trhů, ztrácely. Nicméně díky již minimálnímu podílu zahraničních investorů na držbě tureckých vládních dluhopisů byla na trhu nižší aktivita. Kurz liry odepsal přes 6 %. Vzhledem k vývoji měnové politiky hlavních centrálních bank ve světě v reakci na rozvoj virové epidemie a mírně lepšímu inflačnímu vývoji v Turecku přistoupila i tamní centrální banka, po lednovém snížení sazeb, k dalšímu uvolnění měnové politiky na svém březnovém zasedání a indikovala další připravenost podpořit ekonomický vývoj, zasažený dopady virové pandemie.

Firemní dluhopisy

Vývoj na kreditním trhu byl v březnu, na rozdíl od předcházejících 3 měsíců, samozřejmě velmi nepokojný. Panika kolem koronaviru a jeho efektů na světovou ekonomiku se podepsala na masivních výprodejích korporátních dluhopisů jakékoliv kvality a také na silném růstu CDS prémie. Korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně denominované v euru klesly, změna tzv. total return indexu dosáhla -2,7% resp. -13,2%. U dolarových instrumentů došlo rovněž k výrazným cenovým poklesům – u investičního stupně o 7,4%, u spekulativního stupně o 10,8% (pokles ceny ropy se dotknul zejména energetických titulů). Masivní pohyby jsme samozřejmě zaznamenali i u kreditních prémie korporátních dluhopisů denominovaných v euru. Dle indexu Markit iTraxx Europe vzrostly prémie u dluhopisů investičního stupně oproti únoru o skoro padesát procent, u spekulativního stupně se dokonce zdvojnásobily. Rozsah cenových propadů byl mnohdy ještě umocněn nucenými prodeji ze strany fondů v důsledku výběrů či nutnosti doplnit úroveň bankami požadovaných kolaterálů z důvodu oslabujících měn a v podstatě neexistujícím trhem, kde se případní kupci hledali jen velmi ztěžka.

Březen byl pro akciové trhy jedním z nejtěžších v celé novodobé historii. Šířící se nákaza COVID19 vedla k propadům všech akciových trhů. V počáteční fázi, započaté již koncem února, došlo téměř k bezhlavému vyprodávání, aniž by se reflektovaly základní fundamenty jednotlivých společností. Koncem března již došlo k relativní stabilizaci akciových trhů s orientací na vlastnosti daných společností. Nejmenší propady se týkaly především sektoru telekomunikací, zdravotnického nebo spotřebitelského (každodenní zboží). Výrazné propady naopak postihly sektory bankovníctví, automobilový, volného času, nemovitostní a ropy a zemního plynu. Právě neshoda na omezení produkce mezi OPEC a Ruskem vedla k propadu ropy WTI z lednových 60 až k březnovým 20 USD/barel. Na těchto úrovních jsou tak ztrátoví všichni US těžaři, jejichž průměrné náklady se pohybují mezi 40-50 USD/barel. Korporátní zprávy stály stranou a investoři se snažili odhadnout alespoň částečně dopady celé situace. Stěžejní tak pro několik málo následujících měsíců bude zkrácení šíření nákazy a uvolňování současných opatření, jež mají výrazný dopad na hospodaření jednotlivých společností a celých ekonomik. Pozitivně pro finanční trhy působí podpůrná a stabilizující opatření centrálních bank a fiskální vládní balíčky. Americký index S&P 500 v březnu klesl o 12,5 %, evropský index DJ STOXX 600 propadl o 14,8 %.

MSCI World Index



## STRUKTURA PORTFOLIÍ

### Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci poklesla o 16,72 %. Za ztrátou portfolia stojí zejména globálně se šířící nákaza koronavirem, který se během února a března rozšířil takřka po celém světě. Na trzích stále panuje strach a pesimismus, avšak včasná a silná pomoc centrálních bank a fiskálních balíčků od vlád trhy lehce stabilizovala. K propadům těž přispěla extrémně nízká cena ropy, která klesala z důvodu cenové války mezi OPEC a ostatními těžaři. Trhy rizikových aktiv tak zažívají od krize z roku 2008 nejhorší období. Pesimismus na trzích způsobil i velké výprodeje dluhopisů.

Až na výjimku všechny fondy v tomto měsíci ztrácely. Nejvíce dopadla vlna koronaviru na fondy zaměřené na rozvíjející se trhy.

V březnu jsme navyšovali akciovou expozici na úkor dluhopisové a alternativní složky portfolií

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>2,54%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,54%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>1,91%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-4,38%	-4,38%	0,98%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	-5,46%	-5,46%	0,92%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>2,20%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-5,70%	-5,70%	2,20%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>5,14%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,95%
Allianz Structured Return IT	Severní Amerika	USD	-31,47%	-26,08%	1,20%
<b>Akciové fondy</b>					<b>87,59%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-19,83%	-19,83%	11,61%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-15,26%	-8,59%	6,07%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-13,58%	-6,99%	5,41%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-15,26%	-8,59%	5,41%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-15,20%	-8,53%	5,29%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-24,01%	-18,22%	4,89%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-20,71%	-14,47%	4,63%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-12,85%	-5,99%	4,61%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-25,86%	-20,03%	3,15%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-19,87%	-13,76%	3,05%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	-15,95%	-9,54%	2,96%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-25,78%	-20,12%	2,93%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	-13,27%	-6,66%	2,92%
NN (L) EURO Equity I Cap	Evropa	EUR	-18,86%	-12,68%	2,89%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-19,46%	-13,12%	2,89%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-33,61%	-28,39%	2,81%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	-7,74%	-0,31%	2,42%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-9,60%	-2,32%	2,24%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-8,61%	-1,42%	2,21%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-24,23%	-18,27%	2,18%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	-19,44%	-13,30%	1,69%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	-21,02%	-14,81%	1,17%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	n/a	n/a	1,08%
BNP Paribas Turkey Equity I	Turecko	EUR	-18,68%	-12,48%	1,06%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-5,37%	2,26%	1,06%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	-17,80%	-11,33%	0,96%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>0,62%</b>

## Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci poklesla o 8,08 %. Za ztrátou portfolia stojí zejména globálně se šířící nákaza koronavirem, který se během února a března rozšířil takřka po celém světě. Na trzích stále panuje strach a pesimismus, avšak včasná a silná pomoc centrálních bank a fiskálních balíčků od vlád trhy lehce stabilizovala. K propadům těž přispěla extrémně nízká cena ropy, která klesala z důvodu cenové války mezi OPEC a ostatními těžaři. Trhy rizikových aktiv tak zažívají od krize z roku 2008 nejhorší období. Pesimismus na trzích způsobil i velké výprodeje dluhopisů.

Až na výjimku všechny fondy v tomto měsíci ztrácely. Nejvíce dopadla vlna koronaviru na fondy zaměřené na rozvíjející se trhy.

V březnu jsme navyšovali akciovou expozici na úkor dluhopisové a alternativní složky portfolií.

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>13,01%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,85%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	-1,80%	-1,80%	11,16%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>26,97%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-4,38%	-4,38%	16,05%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	-5,46%	-5,46%	10,92%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>7,78%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-5,70%	-5,70%	5,77%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-8,15%	-0,92%	2,00%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>4,70%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,46%
Allianz Structured Return IT	Severní Amerika	USD	-31,47%	-26,08%	1,24%
<b>Akciové fondy</b>					<b>46,68%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-19,83%	-19,83%	6,78%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-15,26%	-8,59%	3,22%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-15,20%	-8,53%	2,92%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-15,26%	-8,59%	2,90%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-13,58%	-6,99%	2,87%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-24,01%	-18,22%	2,57%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-20,71%	-14,47%	2,46%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-12,85%	-5,99%	2,43%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-25,86%	-20,03%	1,73%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-25,78%	-20,12%	1,64%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-19,87%	-13,76%	1,61%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	-15,95%	-9,54%	1,52%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	-13,27%	-6,66%	1,52%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-19,46%	-13,12%	1,52%
NN (L) EURO Equity I Cap	Evropa	EUR	-18,86%	-12,68%	1,51%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-33,61%	-28,39%	1,48%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	-7,74%	-0,31%	1,19%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-9,60%	-2,32%	1,18%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-24,23%	-18,27%	1,16%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-8,61%	-1,42%	1,06%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	-19,44%	-13,30%	0,86%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	-21,02%	-14,81%	0,59%
BNP Paribas Turkey Equity I	Turecko	EUR	-18,68%	-12,48%	0,55%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-5,37%	2,26%	0,49%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	-17,80%	-11,33%	0,49%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	n/a	n/a	0,45%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>0,87%</b>

### Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc poklesla o 3,77 %. Dluhopisové trhy byly během března jako všechna ostatní aktiva zasaženy nejistotou a strachem z globálně se šířícího koronaviru. Dluhopisy v tomto období nepotvrdily svou pověst bezpečného přístavu a zaznamenaly také ztráty. Investoři v tomto panickém období vyprodávali všechna aktiva včetně dluhopisů a preferují peníze v hotovosti.

Část portfolia alokovaná do akcií a alternativních investic se silně podepsala na negativní výkonnosti portfolia.

V březnu jsme navyšovali akciovou expozici na úkor dluhopisové a alternativní složky portfolií.

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>34,23%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,46%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	-1,80%	-1,80%	31,77%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>48,44%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-4,38%	-4,38%	29,09%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	-5,46%	-5,46%	19,35%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>5,92%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-5,70%	-5,70%	4,42%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-8,15%	-0,92%	1,50%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>4,49%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,20%
Allianz Structured Return IT	Severní Amerika	USD	-31,47%	-26,08%	1,29%
<b>Akciové fondy</b>					<b>6,40%</b>
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-14,66%	-7,95%	2,08%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-19,83%	-19,83%	0,92%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-20,71%	-14,47%	0,62%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-24,01%	-18,22%	0,61%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-12,85%	-5,99%	0,60%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	-13,27%	-6,66%	0,60%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	-12,10%	-5,02%	0,44%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-19,87%	-13,76%	0,22%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-19,46%	-13,12%	0,22%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	-21,02%	-14,81%	0,10%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>0,51%</b>

## DYNAMICKÉ PORTFOLIO



## VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



## KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO





## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### České dluhopisy

**Vývoj českého dluhopisového trhu bude nadále ovlivňován vývojem globální krize v souvislosti s pandemií koronaviru, zejména pak situací v Eurozóně a velkou pravděpodobností dalšího uvolnění měnové politiky ČNB.**

Vývoj v březnu a koronavirová krize samozřejmě mění dluhopisový terén. V první řadě totiž lze čekat výrazný nárůst emisní aktivity české vlády. Ta za poslední roky totiž nevytvořila na nepředvídanou situaci žádnou výraznou rezervu, takže všechny programy pomoci ekonomice bude muset, chtě nechtě, financovat dluhem. Rozpočtový schodek tak v letošním roce může velmi reálně dosáhnout i citelně horšího výsledku než vládou nyní indikovaných 200 miliard korun. V českých poměrech to sice nemusí nutně automaticky znamenat razantní nárůst výnosů, dle našeho názoru je to však klíčový rizikový faktor ve scénáři déletrvajících recese. Je totiž nutné zdůraznit, že ČR má v současnosti nízké celkové zadlužení, což společně s nyní slabší korunou může po prvotním šoku přilákat znovu zahraniční investory. V neposlední řadě je zde ČNB – její měnověpolitické sazby klesly a nejspíš ještě dále klesnou a, což je nyní možná důležitější, centrální banka je dle vyjádření guvernéra připravena vstoupit v případě výraznějších propadů cen na trh vládních dluhopisů a nakupovat, dost možná současně s podporou měnovému kurzu prodejem části devizových rezerv. Ze zahraničí, tedy zejména z EMU, v nejbližší době výraznější tlak na růst obligačních výnosů nejspíš nepřijde, neboť těmto tendencím z titulu nutnosti financovat extrémní rozpočtové schodky v letošním roce bude urputně bránit Evropská centrální banka navýšeným programem nákupů vládních dluhopisů. Podtrženo sečteno, byť výsledkem v dalších málo měsících může být relativní stabilita českých výnosů s ohledem na výše zmíněné, vnímáme vysoké riziko možného přechodně negativního vývoje a v důsledku současné výnosy českých vládních dluhopisů jako neatraktivní.

### Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Podobný výhled platí i pro Polsko. I Polsko je málo zadlužená ekonomika se zdravými fundamenty a centrální bankou, která se do utahování politiky nehrnula ani doposud a nyní neváhala měnovou politiku výrazně uvolnit. Zároveň již začala nakupovat vládní dluhopisy s cílem podporovat trh v období výrazného uvolnění fiskální politiky. Tlak na růst výnosů tak zevnitř Polska pravděpodobně v brzké době nepřijde. A, jak bylo zmíněno výše, nezdá se ani, že přijde z EMU.

Vlivem probíhající stagnace turecké ekonomiky a silného bazického efektu poklesla spotřebitelská inflace výrazněji pod hranici 10%, v závěru roku 2019 a počátkem letošního roku se však vrátila až nad úroveň 12%. Předešlý pokles inflace umožnil centrální bance (v souladu se silným přáním prezidenta Erdogana) výrazně snížit měnověpolitické úrokové sazby (v úhrnu zatím o 12,75 p.b. od maxima po eskalaci krize na podzim 2018) nejprve k hranici 11% a nyní dále pod 10%. V letošním roce bude záležet na dalším inflačním, celkovém ekonomickém a v neposlední řadě též geopolitickém vývoji. Prostor pro další cenový růst vládních dluhopisů 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.

### Měny

**U kurzu eura proti dolaru** vidíme pro nejbližší měsíce – ergo, až do momentu, kdy se koronavirová epidemie dostane pod kontrolu – kurz dolaru v pásmu 1,08-1,12. Hlad po dolarové likviditě, který hnal posilování v minulém měsíci, totiž centrální banka FED utlumila jak FX swapy s jinými centrálními bankami, tak repo programem FIMA (umožnění repo operace centrálních bank ve světě s americkými dluhopisy přímo s FEDem). Naproti tomu však USA jenom čeká největší nápor koronavirové krize ve zdravotnictví, což je negativní pro ekonomiku a dle našeho názoru i pro dolar.

**Koruna je nyní fundamentálně moc slabá**, její návrat na silnější hodnoty je tak v horizontu 6 měsíců dle našeho názoru pravděpodobný. V březnovém výprodeji došlo k určitému snížení (určitě však ne k eliminaci) pozic zahraničních hráčů, což by mělo korunu učinit o něco méně volatilní do dalších let. Do konce roku věříme v návrat k úrovni 26 korun za euro.



**Polskému zlotému** by z fundamentálního hlediska svědčily hodnoty mnohem silnější, než jaké vidíme dnes. Očekáváme, že se po opadnutí paniky vrátí zpátky na 4,30, na silnější hodnoty však asi nebude jen tak mít, pokud uvážíme, že před březnovými výprodeji jej tam nedostal ani velký pozitivní úrokový diferenciál a silný růst ekonomiky. Je však možné, že se, podobně jako v roce 2008-9, polská ekonomika vypořádá se současnou krizí lépe než EMU - zlotý se v takovém případě může dostat až pod 4,20.

**Maďarský forint** je na tom stejně jako zlotý. Na silnější, před-výprodejové úrovni, se asi vrátí poměrně lehce, dále však neposílí. Jedinou nadějí je, že by se na Maďarsku stávající krize podepsala méně, než na Eurozóně, což se vzhledem k přece jenom lepšímu strukturálnímu podkladu ekonomiky nedá vyloučit.

Naše očekávání pro rok 2020 byla rozšířením epidemie koronaviru po celém světě výrazně upravena. I nadále jsme opatrně pozitivní, nicméně vzhledem k tomu, že globální akciové trhy jsou momentálně od začátku roku přes 25% v mínusu, bude poměrně složité dosáhnout za celý rok solidní kladné akciové zhodnocení. Globální ekonomika dostane v prvním a především druhém čtvrtletí velice silný zásah z poptávkové i nabídkové strany. Pravděpodobně se bude jednat o nejsilnější recesi od druhé světové války. Drtivá většina centrálních bank měnovou politikou v průběhu března výrazně uvolnila. Americký Fed se dokonce zavázal k neomezeným nákupům dluhových cenných papírů. Centrální banky ve výsledku investičnímu sentimentu na konci měsíce výrazně pomohly. Také vlády oznámily výrazné podpůrná opatření pro občany, podnikatele a firmy.

Po únorovém a zejména březnovém propadu se valuace globálních akciových trhů dostaly na velice atraktivní úrovni, které indikují, že ve střednědobém horizontu 2-3 let by mělo být akciové zhodnocení vysoce nadstandardní. Stěžejní však bude zvládnutí a omezení šíření koronaviru a následné uvolnění nyní přijatých opatření. Akceleraci ekonomické aktivity tak nyní očekáváme především v druhé polovině roku, stejně tak růst ziskových ukazatelů korporací. Výhled na globální akciové trhy pro zbytek roku 2020 máme regionálně selektivní- pozitivní jsme na evropské a rozvíjející se trhy, nadále opatrní jsme naopak na US trhy.

Nejvyšší růstový potenciál v rámci středoevropského regionu nyní vidíme u slovinských a některých českých akcií. Místní trhy se vyznačují vysokými dividendovými výnosy a relativně nízkým zadlužením. Bankovní tituly pak vysokou kapitalizací, dobrou ziskovostí vlastního kapitálu a úrokovou marží. U polského akciového trhu nadále vidíme rizika ve vysokém zastoupení státu v podílech mnoha společností, což často vede k výměnám managementu, nevhodným akvizicím nebo neefektivnímu řízení mnohdy bez ohledu na cíle minoritních akcionářů. Pozitivní však jsme na polské společnosti ze spotřebitelského sektoru a některé banky, jež dle našeho názoru mají mnoho negativních událostí již v cenách akcií zaceno. Z hodnotového pohledu se nám líbí mnoho slovinských společností. 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.

*Anne-Françoise Blüher  
Adam Šperl  
Šimon Schloff  
Portfolio managers*