

PROFI INVEST, JUNIOR INVEST, TOP INVEST

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC
LEDEN 2020

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH.....	1
STRUKTURA PORTFOLIÍ PROFI INVEST.....	3
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ.....	9

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

□ DLUHOPISY – USA, EMU

Německá výnosová křivka v prvním měsíci letošního roku poklesla. Na krátkém konci poklesly dvouleté výnosy na -65 b.b., na dlouhém konci došlo k poklesu o 20 b.b. na skoro -40 b.b. V obou případech se jedná o nejnižší hodnoty výnosů od konce října minulého roku a v obou případech byly společným důvodem poklesu obavy z šíření čínského koronaviru.

Americká výnosová křivka v lednu poklesla na dlouhém konci o více než 30 b.b. na 1,6%, na krátkém konci pak o 20 b.b. na 1,4%. Důvodem poklesu je jak mírně holubičí centrální banka, tak výše zmíněné obavy z výskytu nového koronaviru v Číně (zpomalení globální ekonomiky → pokles tempa růstu → pokles inflace).

□ DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka v lednu zvýšila svůj sklon a zůstala invertní. Dlouhý konec následoval německou křivku a poklesl o 20 b.b. na 1,5%, na krátkém konci ovšem, na rozdíl od Německa, nedošlo k žádné změně a výnosy zůstaly na 1,8%. Důvodem vývoje na dlouhém konci byl samozřejmě vývoj ve světě (pokles výnosů v obavě z koronaviru).

Bloomberg Barclays Czech Index



□ DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské
dluhopisy

Vyšší inflace se podepsala na polské výnosové křivce, byť jen krátce. Skokový růst jádrové inflace o 0,5 p.b. vedl v první polovině měsíce k růstu krátkých výnosů až na dohled 1,6%, poté však globální vývoj převážil a výnosy poklesly pod 1,5%. Na dlouhém konci to nebylo jinak. Desetileté výnosy nejdříve vyrostly z 2,1% na 2,35%, ve druhé polovině měsíce se však vrátili pod 2,15%.

Turecké
dluhopisy

Turecké vládní dluhopisy zažily velmi úspěšný nástup do nového roku. Jejich ceny setrvale rostly (klesal požadovaný výnos do splatnosti), podporovány zájmem lokálních investorů, přičemž participace zahraničních investorů zůstávala výrazně podprůměrná. Motorem zájmu přitom zůstávala očekávání pokračujícího snižování úrokových sazeb centrální bankou. Ta v polovině ledna skutečně k další redukci sazeb přistoupila, když naplnila tržní očekávání

snížením klíčové týdenní repo sazby o 75 bps na 11,25%. Zdůvodněním bylo očekávání dalšího postupného poklesu inflačních tlaků. Prosincová spotřebitelská inflace, nicméně, povyskočila k 12% (více než činily tržní odhady), aktuální reálné sazby se tak propadly do záporu. Kurz turecké liry jak tomuto vývoji, tak dalšímu geopolitickému otřesu na Blízkém východě (konfrontace USA – Irán) solidně odolával a vůči koši měn (1:1 USD, EUR) zůstal za leden stabilní. Výnosová křivka za leden výrazně klesla o 120 – 200 bps, podél celé délky se dostala na hranici či lehce pod 10%.

Firemní dluhopisy

Trh firemních dluhopisů byl poměrně odolný negativním zprávám, jež ovlivňovaly finanční trhy v prvním měsíci roku 2020. Ať již šlo o vyostření vztahu mezi USA a Iránem či zejména rozšíření čínského koronaviru a obavy z globálních ekonomických dopadů, výsledný efekt na korporátní dluhopisy investičního stupně byl takřka nulový (zejména v případě EUR emisí). O něco hůře na tom pak byl spekulativní ratingový segment, nicméně ani zde nedošlo k nějakým dramatickým nárůstům požadovaných marží (poklesu cen). Určitou podporu trhu nadále dodával pozitivní efekt uzavření první fáze obchodní dohody mezi USA a Čínou, trvajících a podstatnou pak probíhající nákupy ECB a obecně extra uvolněné měnové politiky hlavních centrálních bank a snaha investorů najít solidní nadvýnos nad nízké/záporné bezrizikové sazby. Průměrné kreditní marže v případě indexu EUR iBoxx Corporate IG ve výsledku stanovaly na 67 bodech, u indexu spekulativního stupně vzrostly o 32 bodů na 300 b. Co se týče trhu Credit default swapů (CDS), zde byl vývoj obdobný - v případě investičního stupně (index iTraxx Europe) průměrná kreditní marže lehce vzrostla o 2 b. na 46 bodů, iTraxx Crossover, měřící průměrnou kreditní marži v HY segmentu, stoupl o 24 b. a končil měsíc na 231 bodech.

AKCIE

Globální trhy

Vyspělé akciové trhy v prvním letošním měsíci mírně ztrácely. První den byl ziskový, kdy trhy pokračovaly v pozitivním růstovém trendu z konce minulého roku. Druhý den však došlo k zabití iránského generála Sulejmáního s následným vyhocení vztahů mezi USA a Iránem. To vedlo ke krátkodobé korekci na akciových trzích. Mezitím započala výsledková sezóna, kdy opět docházelo k mírnému překonávání odhadů analytiků. Zároveň zveřejněná ekonomická data, zvláště předstihové indikátory, byla mírně lepší, což vedlo k opětovnému růstu akciových trhů. Závěr měsíce však byl opět pro investory ztrátový. Mohlo za to propuknutí epidemie v čínském Wu-chanu. Prozatím se neočekává, že by se nový koronavirus mohl rozrůst do pandemie a tak akciové trhy začátkem února opět rostou. Americký akciový index S&P 500 tak meziměsíčně klesl o -0,2 %, evropský index DJ STOXX 600 -1,2 %.

MSCI World Index



Středoevropské trhy

Středoevropské akciové trhy byly ve vleku světového dění, navíc umocněné nižší likviditou. Začátkem měsíce vedla i na lokálních trzích ke korekci eskalace napětí mezi Iránem a USA, koncem měsíce pak obavy z čínského koronaviru. Polský trh propadl o 3,4 % (index WIG30), nejlépe se vedlo společnostem ze spotřebitelského sektoru, jako Dino Polska nebo Amrest. Výrazně se nedařilo chemickým společnostem a utilitám. Pražská burza také ztrácela (index PX -3,9 %). Největší propady po skandálu s prodeji osobních dat zaznamenala antivirová společnost Avast (-8,6 %). Zvýšené riziko se promítlo hlavně do celoevropského bankovního indexu, jež následovaly také české banky Komerční banka (-5,6 %), Erste Bank (-3,3 %) a Moneta (-2,1 %). Výrazně se naopak dařilo slovinským společnostem, kdy akciový index SBITOP vzrostl o 4,9 %. Kladné zisky si připsala farmaceutická společnost Krka (+3,6 %) a Nova Ljubljanska Banka (+2,9 %).

STRUKTURA PORTFOLIÍ PROFI INVEST

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v lednu poklesla o 2,33 %. Za ztrátou fondu stojí zejména kolísající nálada investorů během lednových událostí. Začátkem měsíce se negativně na růstu akcií podepsalo zabití generála Sulejmáního americkým dronem. Následoval lehký růst vyplývající ze zveřejněných ekonomických dat, která byla lepší než analytici očekávali. Závěr měsíce se však na výsledcích podepsal nejvíce. V čínském Wu-chanu propukla epidemie a nový koronavirus negativně ovlivnil akciové trhy po celém světě. Obavy z rychlého šíření a vypuknutí pandemie vyvolali na trzích nejistotu, která nejvíce poznamenala akcie na rozvíjejících se trzích.

Tento měsíc jsme do portfolia aktivně nezasahovali.

V lednu posílil vůči koruně americký dolar a japonský jen. Měnové zajištění (proti poklesu těchto měn) proto působilo negativně na výkonnost portfolia. Euro v lednu vůči koruně oslabilo a měnové zajištění tak působilo pozitivně na výkonnost portfolia.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					6,71%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	6,71%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					2,33%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,25%	0,25%	1,40%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,17%	0,17%	0,94%
Dluhopisové fondy - ostatní					2,21%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,46%	-0,46%	1,55%
Templeton Global Bond Fund I	Globální	USD	-0,51%	0,32%	0,66%
Fondy alternativních investic					5,52%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,77%
Allianz Structured Return IT	Severní Amerika	USD	0,40%	1,24%	1,37%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I	Globální	USD	0,08%	0,92%	1,37%
Akciové fondy					82,73%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-2,66%	-2,66%	11,56%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-0,11%	0,72%	5,90%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,14%	-3,34%	5,63%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,60%	-3,80%	5,51%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-3,25%	-4,01%	5,06%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-4,57%	-5,32%	4,45%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-3,22%	-2,41%	4,30%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-2,81%	-2,00%	4,21%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-5,26%	-4,47%	2,90%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-2,84%	-2,03%	2,86%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	-0,34%	-1,12%	2,80%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-3,02%	-3,78%	2,77%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-1,15%	-1,93%	2,77%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-1,69%	-0,87%	2,75%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	-1,68%	-2,45%	2,73%
NN (L) EURO Equity I Cap	Evropa	EUR	-1,34%	-2,12%	2,73%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-2,02%	-1,54%	2,11%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-1,92%	-1,10%	2,04%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	-5,85%	-5,38%	2,00%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	0,13%	-0,66%	1,64%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	n/a	n/a	1,11%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	-1,64%	-0,82%	1,09%
BNP Paribas Turkey Equity I	Turecko	EUR	3,28%	2,47%	1,08%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	-0,18%	0,65%	0,93%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	n/a	n/a	0,91%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	-4,48%	-4,01%	0,87%
OSTATNÍ					0,49%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v lednu poklesla o 1,05 %. Za ztrátou fondu stojí zejména kolísající nálada investorů během lednových událostí. Začátkem měsíce se negativně na růstu akcií podepsalo zabití generála Sulejmáního americkým dronem. Následoval lehký růst vyplývající ze zveřejněných ekonomických dat, která byla lepší než analytici očekávali. Závěr měsíce se však na výsledcích podepsal nejvíce. V čínském Wu-chanu propukla epidemie a nový koronavirus negativně ovlivnil akciové trhy po celém světě. Obavy z rychlého šíření a vypuknutí pandemie vyvolali na trzích nejistotu, která nejvíce poznamenala akcie na rozvíjejících se trzích. Oproti tomu fondy méně rizikových dluhopisů připsávaly zisky s tím, jak investoři hledali bezpečnější aktiva.

Tento měsíc jsme do portfolia aktivně nezasahovali.

V lednu posílil vůči koruně americký dolar a japonský jen. Měnové zajištění (proti poklesu těchto měn) proto působilo negativně na výkonnost portfolia. Euro v lednu vůči koruně oslabilo a měnové zajištění tak působilo pozitivně na výkonnost portfolia.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu			MTD Výkonnost		
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					18,71%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	6,39%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,08%	0,08%	12,32%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					27,57%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,25%	0,25%	16,53%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,17%	0,17%	11,04%
Dluhopisové fondy - ostatní					8,97%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,46%	-0,46%	5,81%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	0,45%	1,29%	1,59%
Templeton Global Bond Fund I	Globální	USD	-0,51%	0,32%	1,58%
Fondy alternativních investic					6,02%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,02%
Allianz Structured Return IT	Severní Amerika	USD	0,40%	1,24%	1,50%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I	Globální	USD	0,08%	0,92%	1,50%
Akciové fondy					38,43%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-2,66%	-2,66%	5,38%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-0,11%	0,72%	2,75%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,14%	-3,34%	2,62%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,60%	-3,80%	2,55%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-3,25%	-4,01%	2,36%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-4,57%	-5,32%	2,08%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-3,22%	-2,41%	2,00%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-2,81%	-2,00%	1,95%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-5,26%	-4,47%	1,35%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-2,84%	-2,03%	1,33%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	-0,34%	-1,12%	1,30%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-3,02%	-3,78%	1,29%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-1,15%	-1,93%	1,29%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-1,69%	-0,87%	1,28%
NN (L) EURO Equity I Cap	Evropa	EUR	-1,34%	-2,12%	1,26%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	-1,68%	-2,45%	1,26%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-2,02%	-1,54%	0,98%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-1,92%	-1,10%	0,95%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	-5,85%	-5,38%	0,94%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	0,13%	-0,66%	0,77%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	-1,64%	-0,82%	0,51%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	n/a	n/a	0,50%
BNP Paribas Turkey Equity I	Turecko	EUR	3,28%	2,47%	0,50%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	-0,18%	0,65%	0,43%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	n/a	n/a	0,41%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	-4,48%	-4,01%	0,39%
OSTATNÍ					0,29%

Konzervativní portfolio

Hodnota konzervativního portfolia v lednu poklesla o 0,09 %. Dluhopisové trhy byly během ledna téměř jako všechna ostatní aktiva poznamenána obavami z koronaviru. Obavy z celosvětového šíření vedoucí ke zpomalení globálního ekonomického růstu se negativně podepsaly zejména na rizikovějších dluhopisech, zatímco fondy méně rizikových dluhopisů připsovaly zisky s tím, jak investoři hledali bezpečnější aktiva.

Část portfolia alokovaná do akcií přispěla k negativní výkonnosti, alternativní investice naopak lehce zlepšily výsledek.

Tento měsíc jsme do portfolia aktivně nezasahovali.

V lednu posílil vůči koruně americký dolar a japonský jen. Měnové zajištění (proti poklesu těchto měn) proto působilo negativně na výkonnost portfolia. Euro v lednu vůči koruně oslabilo a měnové zajištění tak působilo pozitivně na výkonnost portfolia.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					34,07%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	6,43%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,08%	0,08%	27,64%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					48,50%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,25%	0,25%	29,08%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,17%	0,17%	19,42%
Dluhopisové fondy - ostatní					6,72%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,46%	-0,46%	4,36%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	0,45%	1,29%	1,19%
Templeton Global Bond Fund I	Globální	USD	-0,51%	0,32%	1,17%
Fondy alternativních investic					6,01%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,03%
Allianz Structured Return IT	Severní Amerika	USD	0,40%	1,24%	1,50%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I	Globální	USD	0,08%	0,92%	1,49%
Akciové fondy					4,63%
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-4,87%	-4,08%	1,56%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-2,66%	-2,66%	0,63%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	-1,68%	-2,45%	0,44%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-3,22%	-2,41%	0,44%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-4,57%	-5,32%	0,43%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-2,81%	-2,00%	0,43%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	-4,20%	-3,73%	0,34%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-1,15%	-1,93%	0,16%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-1,69%	-0,87%	0,15%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	-1,64%	-0,82%	0,06%
OSTATNÍ					0,06%

Portfolio Nových ekonomik

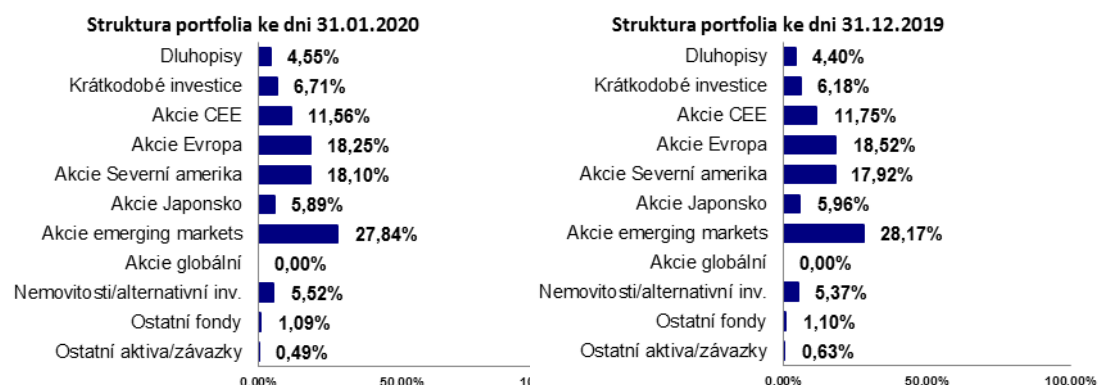
Portfolio Nových ekonomik v lednu pokleslo o 2,43 %. Za ztrátou fondu stojí zejména kolísající nálada investorů během lednových událostí. Začátkem měsíce se negativně na růstu akcií podepsalo zabití generála Sulejmáního americkým dronem. Následoval lehký růst vyplývající ze zveřejněných ekonomických dat, která byla lepší než analytici očekávali. Závěr měsíce se však na výsledcích podepsal nejvíce. V čínském Wu-chanu propukla epidemie a nový koronavirus negativně ovlivnil akciové trhy po celém světě. Obavy z rychlého šíření a vypuknutí pandemie vyvolali na trzích nejistotu, která nejvíce poznamenala akcie na rozvíjejících se trzích. Podobný průběh měli i fondy zaměřené na dluhopisy rozvíjejících se trhů. Naopak fondy méně rizikových dluhopisů připisovaly zisky s tím, jak investoři hledali bezpečnější aktiva.

Tento měsíc jsme do portfolia aktivně nezasahovali.

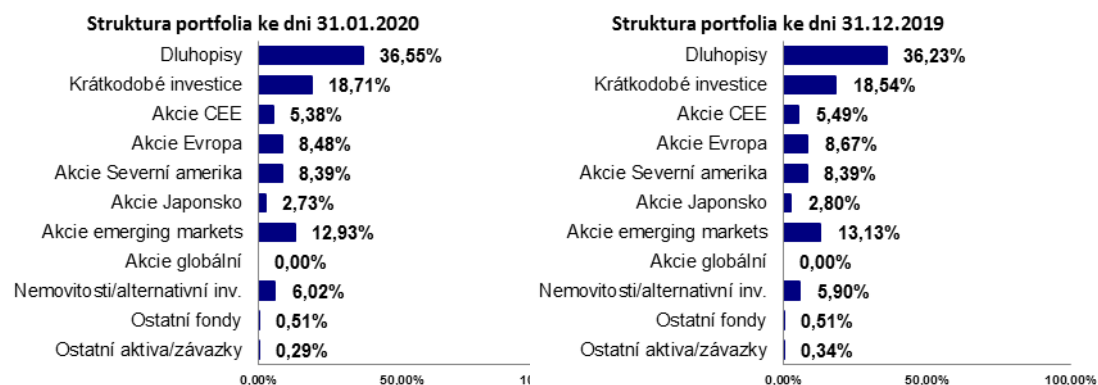
V lednu posílil vůči koruně americký dolar a japonský jen. Měnové zajištění (proti poklesu těchto měn) proto působilo negativně na výkonnost portfolia. Euro v lednu oslabilo vůči koruně a měnové zajištění proto působilo pozitivně na výkonnost portfolia.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					8,36%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	6,59%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,08%	0,08%	1,78%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					3,48%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,17%	0,17%	3,48%
Dluhopisové fondy - ostatní					4,49%
Templeton Global Bond Fund I	Globální	USD	-0,51%	0,32%	1,24%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,46%	-0,46%	1,24%
Templeton Emerging Markets Bond Fund I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-0,78%	0,05%	1,01%
Templeton Asian Bond Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,31%	1,15%	1,00%
Fondy alternativních investic					4,82%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,44%
Allianz Structured Return IT	Severní Amerika	USD	0,40%	1,24%	1,20%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I	Globální	USD	0,08%	0,92%	1,19%
Akciové fondy					78,61%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-2,66%	-2,66%	13,86%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,14%	-3,34%	7,12%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,60%	-3,80%	6,97%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-3,25%	-4,01%	6,61%
BNP Paribas India Equity I	Indie	USD	0,75%	1,59%	6,34%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-5,26%	-4,47%	6,30%
NN (L) Greater China Equity I	Čína	USD	-6,72%	-5,94%	6,14%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	n/a	n/a	4,74%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-1,92%	-1,10%	4,44%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	0,13%	-0,66%	3,60%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-2,84%	-2,03%	3,11%
BNP Paribas Latin America Equity I	Latinská Amerika	USD	-4,79%	-3,99%	3,10%
BNP Paribas Turkey Equity I	Turecko	EUR	3,28%	2,47%	2,34%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	-1,68%	-2,45%	0,72%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-4,57%	-5,32%	0,71%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	-4,20%	-3,73%	0,55%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-0,11%	0,72%	0,55%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-3,22%	-2,41%	0,41%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-2,81%	-2,00%	0,40%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-1,15%	-1,93%	0,26%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-1,69%	-0,87%	0,25%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	-0,18%	0,65%	0,08%
OSTATNÍ					0,23%

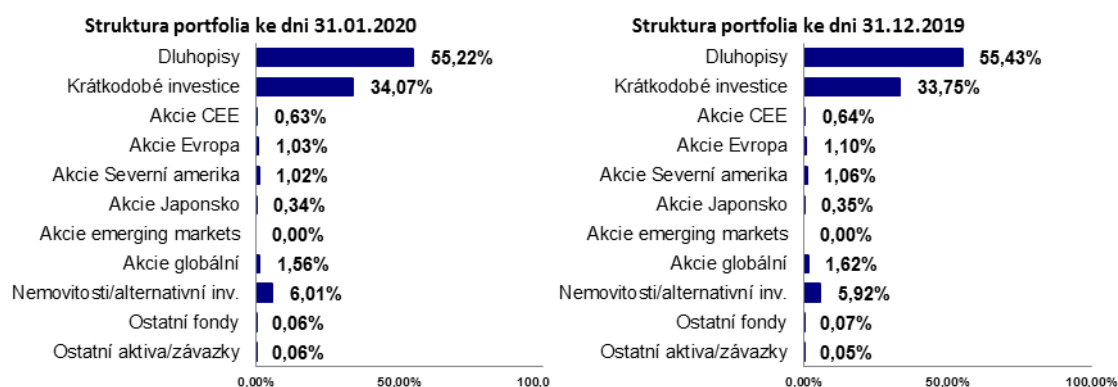
□ DYNAMICKÉ PORTFOLIO



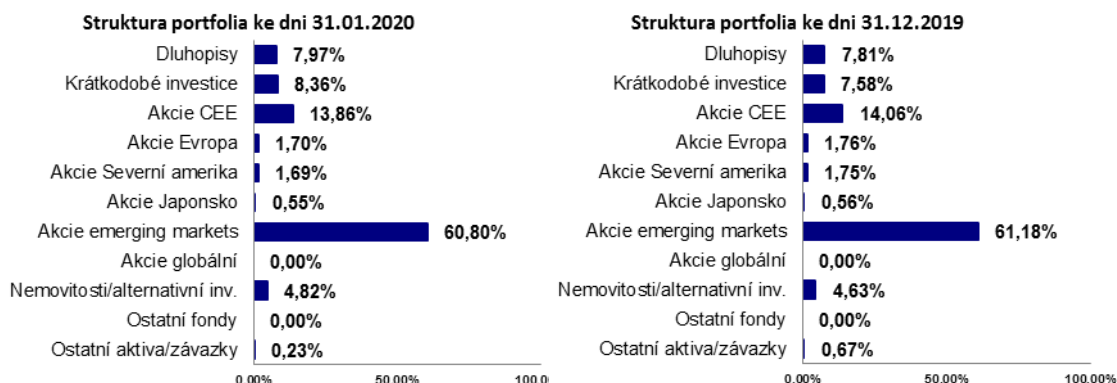
□ VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



□ KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PORTFOLIO NOVÝCH EKONOMIK



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Vývoj českého dluhopisového trhu bude i nadále ovlivňován vývojem v Eurozóně a a skepsí, co se týče vyhlídek udržení současné utaženější 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 začátkem února překvapila, když proti většinovému očekávání stability zvýšila úrokové sazby o čtvrt procentního bodu na 2,25% (hlasování proběhlo nejtěsnějším rozdílem 4:3). To jen potvrzuje naše hodnocení, že nastavení měnové politiky a námi očekávaná stabilita sazeb během zbytku roku není konsistentní s aktuální úrovní výnosů českých státních dluhopisů. Výnosová křivka se totiž po celé délce nacházela hluboko pod úrovní repo sazby (cca 1,5% p.a. po celé délce až do splatnosti 15 let; versus repo sazba 2,25%), a implikovala tak výrazné očekávané snižování sazeb.

Dalším rizikovým faktorem (ve směru růstu výnosů/poklesu cen dluhopisů) je nadále situace na devizovém trhu. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž stále uložena právě v českých dluhopisech – koncem minulého roku drželi nerezidenti 36,7 % všech a 40,6 % korunových dluhopisů, což jsou stále velmi vysoké podíly. Jinými slovy, dluhopisy podobně jako koruna jsou a zůstanou až do doby, kdy tyto podíly citelně poklesnou, velmi náchylné na zhoršení sentimentu. Pokud by k němu došlo, výprodej by krátkodobě vytlačil výnosy nahoru a došlo by k roztažení rizikové premie.

Polská inflace je nadále vysoká (a to i inflace jádrová) a polské ekonomice se stále daří (růst navzdory německé slabosti polevuje jen mírně). Z toho by šlo očekávat, že měnová politika se postará o růst výnosů. Zářijové uvolnění měnové politiky v Eurozóně a holubičí nastavení polské centrální banky však toto očekávání efektivně nabourávají. Naším základním scénářem pro nejbližší čtvrtletí je zvyšování sklonu křivky (růst výnosů delších splatností), zhruba v souladu s pohybem křivky v Eurozóně.

Vlivem probíhající stagnace turecké ekonomiky a silného bazického efektu poklesla spotřebitelská inflace 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) k hranici 11%. V letošním roce bude záležet na dalším inflačním, celkově ekonomickém a v neposlední řadě též geopolitickém

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

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 kurz dolaru na dolní hranici námi dlouhodobě predikovaného pásma 1,12-1,14. Měnová politika ECB i FED-u totiž dle nás v nejbližších měsících žádné překvapení již nepřinese, Brexit teď vstupuje do pololetní fáze klidu. 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 silít a to vlivem nadále se prohlubujících zejména fiskální nerovnováhy USA, fundamentální nadhodnocení dolaru a vedle toho postupné sbližování měnověpolitického nastavení Fedu a ECB.

Posílení koruny ze začátku roku validovalo zvýšení úrokových sazeb ČNB - je tak reálné, že měnový kurz se na silnějších úrovních udrží. Vedle zvýšeného úrokového diferenciálu však fundamentální obrázek nevyznívá jednoznačně. Na ekonomickém výhledu se nic nezlepšilo – ekonomika zpomaluje, byť se jí problémy Německa (zatím) dotýkají mnohem méně, než by napovídal třeba index nákupních manažerů, který se nachází na jedné z nejnižších hodnot od krize před deseti lety. Inflační výhled ČNB na horizontu prognózy očekává návrat k střednědobému cíli 2%. V neposlední řadě je koruna nadále překoupená.

U polského zlotého došlo prosinci k námi očekávanému posílení k úrovni 4,25, v lednu se však opět kurz vrátil k úrovni 4,30. 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 by fundamentálně také měl být silnější, k tomu by však kromě solidního makra potřeboval ujištění od centrální banky nejlépe v podobě utaženější měnové politiky, že se jí inflace nevymyká z rukou. Takového ujištění se mu však, podobně jako u zlotého, nedostává. Proto si myslíme, že v nejbližší době bude forint mnohem slabší (přes 330), než by fundamentálně s rozumnější centrální bankou mohl být (310-315).

Globální akciové trhy

Výrazné propady nezpůsobila eskalace napětí mezi Iránem a USA, ani nový koronavirus z provincie Wuhan. Nadále tak převládají uvolněné měnové politiky centrálních bank skrze velké objemy peněz v oběhu nad ekonomickými fundamenty. 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 postupné zpomalování dynamiky jednoznačně pokračuje. Co se týká klíčových centrálních bank- ECB, Fed a BoJ v lednu nastavení velice uvolněných měnových politik nezměnily. 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. V následujících měsících můžeme očekávat akceleraci ziskových marží, což povede k atraktivnější hodnotových ukazatelů akcií. Zároveň silnou podporou akciových trhů může být spousta peněz v systému a preferování akcií před dluhopisy.

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 zaceněno. 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