

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC LISTOPAD 2018

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **148,4310**
 Výkonnost za poslední měsíc **1,86%**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **137,8577**
 Výkonnost za poslední měsíc **1,40%**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **124,8312**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,68%**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Vývoj ve Spojených státech se v listopadu nesl ve znamení poklesu výnosů a dalšího zplošťování křivky. Na delším konci výnosy poklesly zhruba o 15 b.b., desetiletý výnos se tak dostal zpět pod 3%. Na krátkém konci byl pokles menší, cca 6 b.b., dvouleté výnosy poklesly pod 2,8%. Plochá křivka tak nadále indikuje očekávání hospodářského zpomalení.

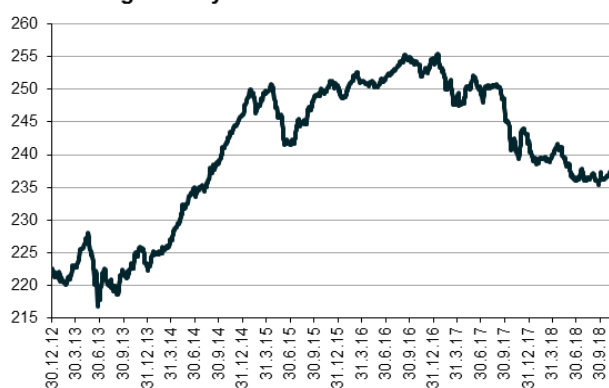
V jádru Eurozóny výnosy v listopadu také poklesly, byť jen mírně – v Německu o zhruba 6 bodů. Tyto vcelku malé změny jsou zčásti způsobené tím, že výnosy už jsou hodně nízko (desetiletý německý dluhopis byl už koncem října pod 40 b.b.). Že se však o pokles nakonec jednalo, bylo důsledkem slabých dat, a to jak ekonomických (HDP), tak měkkých (PMI) či inflačních. Na periférii Eurozóny, zejména v Itálii, byl vývoj méně dramatický než v předcházejících měsících. Uklidnění, nejspíš jen dočasné, v napjatých vztazích mezi Bruslem a Římem vedlo k poklesu desetiletých výnosů z 3,50% ž ke 3,10%.

DLUHOPISY ČR

Vývoj na české výnosové křivce byl během listopadu poměrně poklidný. V souladu s vývojem na hlavních oblihačních tržích dlouhodobé výnosy poklesly o zhruba 8 b.b., koncem měsíce se tak dostaly na desetileté splatnosti na 2,06%, což je jejich nejnižší hodnota od června 2018.

Na krátkém konci kvůli utažení politiky ČNB ze samého počátku listopadu naopak výnosy o 5 b.b. vzrostly na 1,60%, což je jejich nejvyšší hodnota od dubna 2012.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Na polské výnosové křivce došlo v listopadu k pohybům jen na jejím delším konci. Desetileté a sedmileté výnosy vlivem přetrvávající nízké inflace a navzdory překvapivě silnému růstu poklesly o 12-15 b.b., na první ze zmiňovaných splatností klesly tedy ke 3,05%, což znamenalo, že se jednalo o nejnižší hodnotu od dubna 2018. Na krátkém konci nedošlo k žádné změně, dvouleté výnosy zůstaly kolem 1,55%, a jsou tak vůbec poprvé v historii nižší než dvouleté výnosy české.

Turecké dluhopisy

Příznivý sentiment vůči tureckým finančním aktivům, nastartovaný během září a utvrzený říjnovým propuštěním přes dva roky zadržovaného amerického pastora A. Brunsona tureckými soudy (nutné podmínky k urovnávání pošramoceného vztahu mezi Tureckem a Spojenými státy), pokračoval také v průběhu listopadu. Investoři příznivě přijali potvrzení citelného zlepšení bilance běžného účtu platební bilance, jež bylo důsledkem probíhajícího ochlazení turecké ekonomiky. Hospodářské zpomalení a návrat měnového kurzu k silnějším hodnotám by se měly v nejbližších měsících promítnout i do stabilizace a posléze poklesu inflace, a tudíž nárůstu reálných úrokových sazeb. Extrémně vysoké nominální úrokové sazby spolu s příznivým výhledem podporovaly měnový kurz, který díky tomu během listopadu neustále posiloval a připsal si ke koši měn (EUR, USD) další výrazně kladný výsledek, tentokrát +6,5%. Velmi dobře se dařilo také tureckým vládním dluhopisům, jež na vlně vzestupu zájmu zahraničních investorů (výrazně podvážených v tureckých obligacích) cenově silně rostly. Výnosová křivka v důsledku razantně poklesla při zmírnění inverzního charakteru; pohyb oblihačních výnosů dosáhl 200 – 400 bps.

Firemní dluhopisy

Trh korporátních dluhopisů zůstával pod tlakem na růst kreditních marží i během listopadu, přesněji řečeno, tento tlak oproti říjnu dále zesílil. Z části za tento vývoj mohl odklon investorů

od rizika (obavy z poklesu globálního růstu, nejistoty ohledně Brexitu), z větší však dost možná technický aspekt poklesu aktivity ECB z titulu ukončování QE programu (byť především na vládních dluhopisech; z této chybějící dodatečné likvidity však pramenil pokles poptávky o nestátní emise a tím vzestup požadovaných marží) a pokračující stahování globální likvidity ze strany amerického Fedu. Tentokrát se v tomto prostředí dařilo lépe vysoce úročeným dluhopisům spekulativních ratingů oproti emisím investičního stupně. Průměrná kreditní marže indexu EUR iBoxx Corporate IG za listopad vzrostla o 23 b. na 111 bodů. Index spekulativního stupně (EUR iBoxx HY) čelil nárůstu průměrné kreditní marže o 59 b. na 398 bodů. Kreditní marže dané CDS kontrakty vzrostly o poznání mírněji, cca v polovičním rozsahu oproti korporátním obligacím.

AKCIE

Globální trhy

Po proběhlé říjnové korekci na akciových trzích si většina předních akciových trhů nedokázala najít směr, kterým se ubírat. Index amerických akcií S&P 500 skončil meziměsíčně 1,8 % v plusu. Nejvíce zřejmě pomohlo prohlášení šéfa americké centrální banky, že nynější cyklus zvyšování úrokových sazeb ve Spojených státech by mohl skončit dříve, než se původně předpokládalo. Již menší dopad pak zřejmě měly volby do Kongresu,

které skončily dle očekávání. Zveřejněné výsledky hospodaření společností ve 3. čtvrtletí, také mnoho překvapivého nepřinesly, kdy v průměru opět došlo k překonání odhadů analytiků jak na úrovni tržeb, tak i čistých zisků. Evropské akcie již skončily 1,1 % v mínusu (měřeno indexem DJ STOXX 600). Tlak nadále pociťoval bankovní sektor, z důvodu schvalování italského deficitu státního rozpočtu, a také automobilový průmysl.

O poznání klidnější nálada než v říjnu panovala také na rozvíjejících se trzích, index MSCI Emerging Markets připsal za listopad 4 % (v USD). Všechny hlavní trhy si připsaly kladné zhodnocení, jmenujme například akcie v Číně, Indii, Brazílii či v Turecku. Za dobrou výkonností stojí nižší riziková averze investorů doprovázená uklidněním situace po dramatických říjnových propadech na akciových trzích. Investory také přilákaly relativně zajímavé valuace přetrvávající na akciových trzích rozvíjejících se ekonomik. Trhy zůstávají však nadále volatilní a velice citlivé na nové informace. Ke konci měsíce se veškerá pozornost upínala na nadcházející summit zemí G-20 v Argentině, zvláště pak na očekávané jednání mezi Čínou s USA týkající se vzájemných obchodních vztahů.

MSCI World Index



Středoevropské trhy

Akcíím ze střední Evropy se dařilo. Nejvyšší zisky si připsaly polské (index WIG30 +6,5 %) a maďarské (index BUX +8 %) akcie, jež se vymykaly globálnímu sentimentu. Za dobrou výkonností byla dosavadní horší výkonnost v letošním roce a také lokální důvody. V Polsku to byl především sektor Utilit, jenž profitoval z proběhnuté aukce kapacitního trhu, a také sektor ropy a plynu, těžícího z poklesu cen surové ropy, což pozitivně působí na rafinérské a petrochemické marže. Méně likvidní pražská burza a její PX index si připsal +0,2 %. Při probíhajícím růstu základních úrokových sazeb se dařilo akciím Moneta a Komerční banky, dále pak také akciím Philip Morris a Avast.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v listopadu vzrostla o 1,86 %. Po korekci, která na akciových trzích proběhla minulý měsíc, panovala klidnější nálada a většina trhů dokázala připsat kladné zhodnocení. Evropské akcie však nadále klesaly, a to především díky bankovnímu sektoru (schvalování italského dluhu) a automobilovému průmyslu. Ke konci měsíce se veškerá pozornost upínala na nadcházející summit zemí G-20 v Argentině, zvláště pak na očekávané jednání mezi Čínou s USA týkající se vzájemných obchodních vztahů.

Tento měsíc jsme se rozhodli snížit expozici na akcie Latinské Ameriky, které po brazilských prezidentských volbách zaznamenaly slušný nárůst. V cenách je reflektováno očekávání, že prezident Bolsonaro bude schopen zrealizovat potřebné reformy, což bude mít vzhledem k velké fragmentaci parlamentu velmi těžké. Je reálné, že revize těchto očekávání bude mít negativní vliv na ceny akcií. Naopak jsme proti tomu zvýšili alokaci na asijské rozvíjející se trhy, které jsou valuačně velice atraktivní a nabízejí zajímavý růstový potenciál. Druhou změnou bylo zvýšení zastoupení japonských akcií, a to na úkor amerických, které stále vnímáme jako relativně drahé. Ve prospěch Japonska hovoří mj. stabilní politická situace, příznivější valuace, možnost posílení jenu, velký podíl hotovosti japonských společností a zlepšující se corporate governance.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					2,05%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,25%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,09%	0,09%	0,81%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					3,02%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,70%	0,70%	1,89%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,16%	0,16%	1,13%
Dluhopisové fondy - ostatní					2,79%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	5,91%	5,91%	1,95%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	0,84%	0,60%	0,84%
Fondy alternativních investic					6,63%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Česká republika	CZK	0,06%	0,06%	3,70%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	3,07%	2,83%	1,48%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	0,26%	0,02%	1,45%
Akciové fondy					85,80%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	3,82%	3,82%	12,04%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	1,82%	1,58%	8,27%
FF - Emerging Asia Fund I-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	9,02%	8,76%	6,42%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	4,16%	3,91%	6,30%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	-0,02%	-0,53%	5,41%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	5,40%	5,54%	5,28%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	-0,99%	-0,86%	4,63%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	2,31%	2,07%	3,60%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	2,42%	2,18%	3,56%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	5,55%	5,30%	3,12%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	1,64%	1,40%	2,91%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	-1,55%	-1,42%	2,73%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	-0,83%	-0,70%	2,72%
NN (L) Latin America Equity I Cap	Latinská Amerika	USD	-1,16%	-1,39%	2,71%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	-3,89%	-3,76%	2,70%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	-1,37%	-1,24%	2,70%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-1,18%	-1,02%	2,65%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	2,63%	2,39%	2,15%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	-2,56%	-2,79%	1,64%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	11,51%	11,66%	1,16%
Fidelity Funds - Australia Fund I ACC USD	Ostatní vyspělé trhy	USD	-0,18%	-0,42%	1,15%
PARVEST EQUITY USA MID CAP I	Severní Amerika	USD	4,49%	4,24%	0,97%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	4,22%	3,68%	0,97%
OSTATNÍ					-0,29%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v listopadu vzrostla o 1,40 %. Po korekci, která na akciových trzích proběhla minulý měsíc, panovala klidnější nálada a většina trhů dokázala připsat kladné zhodnocení. Evropské akcie však nadále klesaly, a to především díky bankovnímu sektoru (schvalování italského dluhu) a automobilovému průmyslu. Ke konci měsíce se veškerá pozornost upínala na nadcházející summit zemí G-20 v Argentině, zvláště pak na očekávané jednání mezi Čínou s USA týkající se vzájemných obchodních vztahů. Dluhopisovým fondům se dařilo, k dobré výkonnosti přispěl např. nárůst cen českých, polských a tureckých dluhopisů. Tento měsíc jsme se rozhodli snížit expozici na akcie Latinské Ameriky, které po brazilských prezidentských volbách zaznamenaly slušný nárůst. V cenách je reflektováno očekávání, že prezident Bolsonaro bude schopen zrealizovat potřebné reformy, což bude mít vzhledem k veliké fragmentaci parlamentu velmi těžké. Je reálné, že revize těchto očekávání bude mít negativní vliv na ceny akcií. Naopak jsme proti tomu zvýšili alokaci na asijské rozvíjející se trhy, které jsou valuačně velice atraktivní a nabízejí zajímavý růstový potenciál. Druhou změnou bylo zvýšení zastoupení japonských akcií, a to na úkor amerických, které stále vnímáme jako relativně drahé. Ve prospěch Japonska hovoří mj. stabilní politická situace, příznivější valuace, možnost posílení jenu, velký podíl hotovosti japonských společností a zlepšující se corporate governance.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			Rozložení portfolia
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	
Krátkodobé investice					15,44%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,47%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,09%	0,09%	13,98%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					28,31%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,70%	0,70%	17,71%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,16%	0,16%	10,60%
Dluhopisové fondy - ostatní					9,10%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	5,91%	5,91%	6,39%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	0,84%	0,60%	2,71%
Fondy alternativních investic					6,59%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Česká republika	CZK	0,06%	0,06%	3,67%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	3,07%	2,83%	1,47%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	0,26%	0,02%	1,45%
Akciové fondy					40,75%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	3,82%	3,82%	5,74%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	1,82%	1,58%	3,93%
FF - Emerging Asia Fund I-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	9,02%	8,76%	3,05%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	4,16%	3,91%	2,98%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	-0,02%	-0,53%	2,57%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	5,40%	5,54%	2,52%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	-0,99%	-0,86%	2,20%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	2,31%	2,07%	1,71%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	2,42%	2,18%	1,69%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	5,55%	5,30%	1,50%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	1,64%	1,40%	1,39%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	-3,89%	-3,76%	1,28%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	-1,55%	-1,42%	1,28%
NN (L) Latin America Equity I Cap	Latinská Amerika	USD	-1,16%	-1,39%	1,27%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	-1,37%	-1,24%	1,27%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	-0,83%	-0,70%	1,26%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-1,18%	-1,02%	1,24%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	2,63%	2,39%	1,06%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	-2,56%	-2,79%	0,77%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	11,51%	11,66%	0,55%
Fidelity Funds - Australia Fund I ACC USD	Ostatní vyspělé trhy	USD	-0,18%	-0,42%	0,55%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	4,22%	3,68%	0,46%
PARVEST EQUITY USA MID CAP I	Severní Amerika	USD	4,49%	4,24%	0,46%
OSTATNÍ					-0,20%

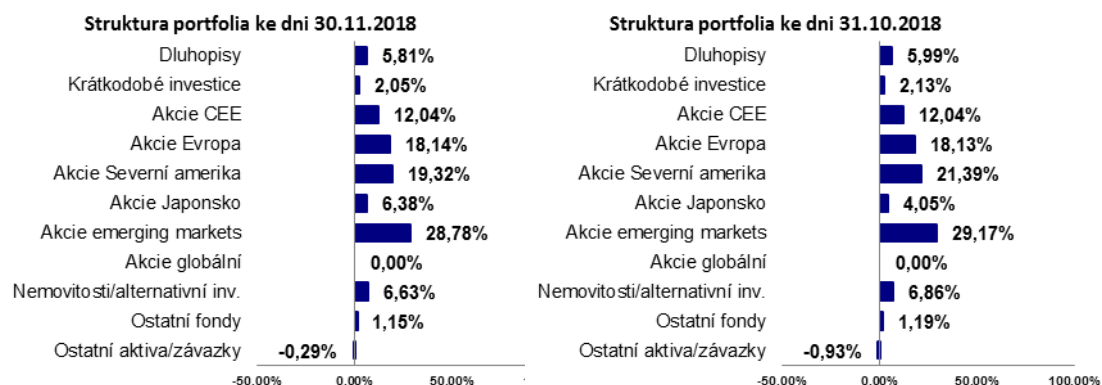
Konzervativní portfolio

Hodnota konzervativního portfolia v listopadu vzrostla o 0,68 %. Dluhopisovým fondům se opět celkově dařilo a všechny připsaly kladné zhodnocení. K dobré výkonnosti přispěl např. nárůst cen českých, polských a tureckých dluhopisů. Část portfolia alokovaná do akcií měla na výkonost portfolia v listopadu pozitivní dopad, stejně tak jako alternativní investice.

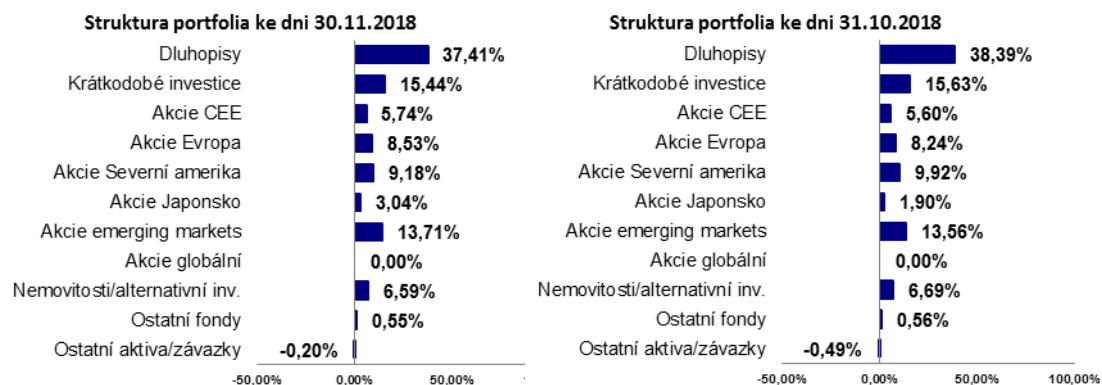
Tento měsíc jsme se rozhodli zvýšit zastoupení japonských akcií, a to na úkor amerických, které stále vnímáme jako relativně drahé. Ve prospěch Japonska hovoří mj. stabilní politická situace, příznivější valuace, možnost posílení jenu, velký podíl hotovosti japonských společností a zlepšující se corporate governance. Je však třeba mít na paměti, že akciová složka je relativně velmi malá.

Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	MTD Výkonnost			Rozložení portfolia
			v z. měně	v měně portfolia		
Krátkodobé investice						31,77%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a		1,44%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,09%	0,09%		30,33%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia						49,70%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,70%	0,70%		31,09%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,16%	0,16%		18,61%
Dluhopisové fondy - ostatní						6,90%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	5,91%	5,91%		4,83%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	0,84%	0,60%		2,07%
Fondy alternativních investic						6,60%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Česká republika	CZK	0,06%	0,06%		3,67%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	3,07%	2,83%		1,47%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	0,26%	0,02%		1,45%
Akciové fondy						5,10%
NN (L) Emerging Markets High Dividend	Globální rozvíjející se trhy	USD	3,39%	3,15%		1,71%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	3,82%	3,82%		0,70%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	2,31%	2,07%		0,53%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	2,42%	2,18%		0,48%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	-0,99%	-0,86%		0,45%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	-1,55%	-1,42%		0,45%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	0,89%	0,37%		0,38%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	1,64%	1,40%		0,18%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	-3,89%	-3,76%		0,14%
Fidelity Funds - Australia Fund I ACC USD	Ostatní vyspělé trhy	USD	-0,18%	-0,42%		0,07%
OSTATNÍ						-0,07%

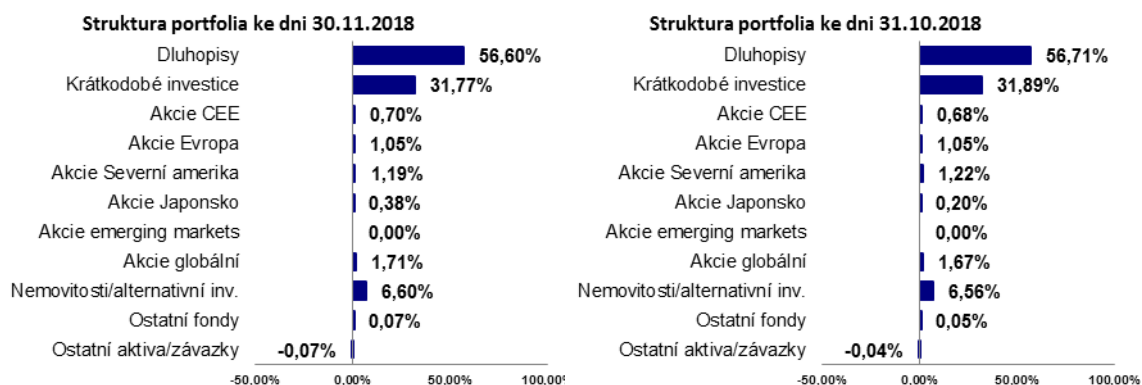
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Riziková prémie vůči německým dluhopisům zůstala na desetileté splatnosti v průměru kolem 170 b.b., tj. bez změny proti situaci v září a říjnu. V dalších čtvrtletích čekáme její snížení, které by mělo probíhat primárně zdola (tj., růstem německých výnosů). Vzhledem k tomu, že čekáme, že ekonomika EMU už dále zpomalovat nebude a že ECB postupem času začne připravovat investory na to, že přece jen sazby zvedne, by mělo dojít k nárůstu německých desetiletých výnosů někam k 0,8-1% v nejbližším roce.

U českých výnosů je vzhledem k pokračujícímu růstu sazeb ČNB pravděpodobná stabilita (na dlouhém konci) resp. mírný růst (na krátkém konci). Výhled českých výnosů nadále komplikuje situace na devizovém trhu, konkrétně přetrvávající překoupenost české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž stále uložena právě v českých dluhopisech – koncem září drželi nerezidenti 36 % všech a 40 % korunových dluhopisů, což jsou stále velmi vysoké podíly. Další stovky miliard korun z intervencí, které jsou v rukou zahraničních investorů, jsou pak v jiných instrumentech. Jinými slovy, dluhopisy podobně jako koruna jsou velmi náchylné na zhoršení sentimentu.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Polská křivka by v nejbližších čtvrtletích větších změn doznat neměla, dlouhé výnosy by se měly udržet v pásnu 3,1 - 3,3%, krátké mezi 1,5% a 1,6%. To plyne z faktu, že inflace zůstává velmi nízká a že je tím pádem stále nízká šance na blížící se utažení měnové politiky, a z faktu, že výnosy v EMU jsou dobře ukotveny. Výraznější růst polských výnosů by ve stávajícím nízko-inflačním polském prostředí mohl způsobit jen výrazný růst výnosů v EMU, ten je však vzhledem k inflačnímu vývoji Eurozóny v nejbližší době nepravděpodobný. V delším horizontu čekáme růst německých výnosů, což se podepíše i na růstu polských výnosů, byť zřejmě ne 1 ku 1 (tj., dojde k mírnému poklesu rizikové premie).

Razantní zvýšení klíčových úrokových sazeb Tureckou centrální bankou (jinými slovy investory tolik vyžadované ortodoxní utažení měnové politiky) a kroky vlády v hospodářské politice (nový střednědobý ekonomický plán, zaměřený primárně na boj s inflací, zpřísnění fiskální politiky či podporu bankovnímu sektoru), jež stabilizovaly dramatickou situaci na trhu tureckých aktiv během září a zlepšení vztahu s USA po propuštění pastora Brunsona byly základními kameny nastartovaného obratu negativního vývoje cen vládních dluhopisů a měnového kurzu TRY. Zároveň již dochází k rebalancování přehřáté ekonomiky, jež je dobře patrné z posledních údajů struktury platební bilance a ze snížené úvěrové aktivity bank. Ochlazení ekonomiky (kontrakce HDP v 3. kvartálu o více než 1%) spolu s pevnějším měnovým kurzem a levnějšími cenami ropy se již promítly do mírnější inflace za listopad a dle nás v dalším období povede k trvalejšímu ztlumení stále excesivně vysoké inflace. Tento scénář je konstruktivní jak pro turecké dluhopisy (ve kterých jsou zahraniční investoři stále výrazně podváženi), tak pro měnový kurz TRY, za předpokladu, že Turecká centrální banka nepřistoupí příliš brzy k uvolňování měnové politiky a snižování úrokových sazeb (například vlivem politických tlaků).

Měny

Nedomníváme se, že by Eurozóna měla spadnout do recese (tj., že nečekáme dramatický obrat v měnové politice ECB), proto nijak neměníme ani náš výhled kurzu eura proti dolaru. Očekáváme tedy, že v nejbližších dvou čtvrtletích se kurz **eura proti dolaru** bude pohybovat kolem 1,15. Pro výrazně vyšší úroveň (=pro slabší dolar kolem 1,20) nenacházíme v současných ani v očekávaných diferenciacích měnových politik na obou březích Atlantiku (což je primární faktor kurzu v posledním desetiletí) žádné odůvodnění. FED sice možná bude v dalších čtvrtletích postupovat pomaleji v utahování měnové politiky než tomu bylo doposud, ale to kurzu příliš nevdává, protože ECB se k utažení politiky hned tak nedostane. Ztráta dynamiky růstu Eurozóny a persistentně nižší než očekávaná inflace naopak zvyšují pravděpodobnost, že sazby ECB zůstanou neměnné i v roce 2019. Proto, pokud k nějakému pohybu od hranice 1,15 v dalších měsících dojde, čekali bychom, že bude směrem k silnějšímu dolaru.

Vývoj v posledních měsících potvrdil, že **koruna** to s dalším posílením k hranici 25 korun za euro resp. pod tuto hranici, což je to, co již delší dobu vyhlíží ČNB, nebude mít nijak

jednoduché. Ačkoliv korunu podporuje pokračující utahování měnové politiky ČNB, jejímu výraznějšímu posílení brání 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 vybírání zisků vracet na slabší úroveň. Posílení koruny bude rovněž limitováno vysokým podílem zajištěných vývozu a zpomalováním průmyslu. Náš výhled tak je koruna kolem 26 korun po zbytek letošního roku a výrazně nad 25 korunami za euro v roce 2019, 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 hned tak zvyšovat sazby, což limituje prostor pro jeho výraznější posílení, hodnoty kolem 4,30 z října a listopadu však neodpovídají silnému růstu ekonomiky a celkovému stavu polské ekonomiky. V nejbližších dvou čtvrtletích tak očekáváme minimálně návrat k úrovni 4,20.

Maďarský forint má dle nás fundamentální potenciál posílit k - či dokonce pod - hranici 300. Stávající hodnoty kolem 320 jsou podobně jako u polského zlatého neodůvodnitelně slabé a korekci těchto hodnot směrem k hranici 310 očekáváme v řádu několika málo měsíců. Dopomocť by tomu mělo i to, že se konečně ze svého holubičíchho spánku probudila maďarská centrální banka. Ke zvýšení sazeb má sice stále daleko, ale poslední dvě zasedání jasně ukázala směr, kterým se bude centrální banka v příštím roce ubírat. Na kurzu by se to tak mělo projevit – v příštím roce by měl posílit směrem k hranici 300.

Proběhlá korekce v říjnu na globálních akciových trzích byla zhmotněním některých latentních rizik, která již po určitou dobu znervózňovala některé investory. Ceny akcií se tak po těchto propadech dostaly na atraktivnější úroveň. Hodnotové ukazatele amerických společností se nyní pohybují blízko, avšak stále mírně nad, dlouhodobých úrovní, přičemž ve prospěch hovoří nadále dobrá kondice americké ekonomiky, růst korporátních zisků a silný spotřebitel. Opatrní jsme však s vzhledem k pozvolnému růstu úrokových sazeb a nejistota také přichází s hrozbou obchodních válek. Hodnotové ukazatele akcií evropských společností se obchodují mírně pod svými dlouhodobými průměry. Akcie by měly reflektovat dobrý hospodářský vývoj 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.

Globální akciové trhy

*Akciové trhy
střední a východní
Evropy*

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. Pozitivní jsme i na relativně nový akciový titul AVAST. Investoři dle nás ocení celosvětovou diverzifikaci tržeb, širší nabízených produktů proti kyber útokům na rostoucím trhu, zlepšující se free cash flow a to vše ve spojení s globálně známou značkou. 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 rumunského restitučního fondu Fondul Proprietatea, zdravotnického konglomerátu 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