

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ŘÍJEN 2018

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



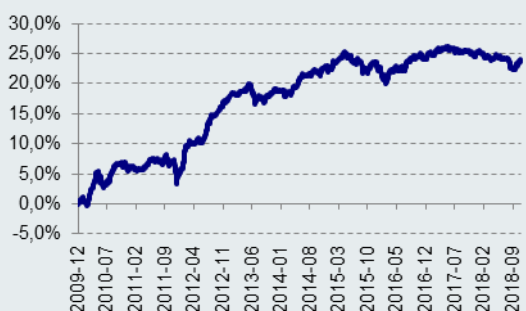
Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **145,7144**
 Výkonnost za poslední měsíc **-5,76%**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **135,9558**
 Výkonnost za poslední měsíc **-2,02%**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **123,9823**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,70%**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

▣ DLUHOPISY – USA, EMU

Vývoj ve Spojených státech se v říjnu nesl ve znamení dalšího mírného růstu výnosů amerických vládních dluhopisů. Vlivem pokračujícího utahování měnové politiky a náznakům FED-u, že v utahování bude i dále pokračovat, se celá křivka posunula dále nahoru- ve srovnání se zářím, kdy posun dosáhl 20 b.b., však mnohem mírněji (do 5 b.b.). Dvouleté vládní výnosy se tak dostaly na úroveň 2,85%, desetileté pak na 3,15%. Křivka je tedy nadále nejvíce plochá od roku 2007.

V jádru Eurozóny byl říjnový vývoj podobně jako vývoj v září nezajímavý. Německé desetileté dluhopisy koncem října (ve srovnání s koncem září) poklesly o zhruba 7-10 b.b. a dostaly se tak pod 40 b.b. Během měsíce pod vlivem tržních turbulencí na akciových trzích, trvajících pesimismu ohledně Itálie a slabým makroekonomickým datům dokonce na chvíli i klesly pod 35 b.b., tj. nejnižší od počátku září. Na periferii byla situace jako obvykle zajímavější. Italské dluhopisy kvůli konfliktu mezi Římem a Bruslem během října vzrostly na desetileté splatnosti až na 3,7%, což byla nejvyšší hodnota od února 2014. Koncem měsíce kvůli náznakům, že se konflikt přece podaří urovnat, klesly pak zpátky pod 3,5%.

▣ DLUHOPISY ČR

Požadované výnosy na krátkém konci české výnosové křivky vlivem dalšího růstu sazeb ČNB vzrostly o dalších 15 b.b., a dostaly se tak již na 1,5%. V segmentu dlouhodobých vládních dluhopisů byl pohyb méně výrazný, desetileté výnosy vzrostly o 6 b.b. na 2,2%. Projevoval se zde silící nákupní apetit jak domácích (zejména bank), tak zahraničních investorů, které přilákal citelný nárůst výnosové marže proti eurovým protějškům v předešlých měsících.

Bloomberg Barclays Czech Index



▣ DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Na polské výnosové křivce se během října aspoň něco událo, byť to byl vývoj hodný zmínky jen proto, že předcházející měsíce byly zcela nudné. V první polovině měsíce desetileté výnosy vyrostly až nad 3,3%, tj. nejvýše od května, a to navzdory tomu, že agentura S&P zvýšila v polovině měsíce rating Polska. Na výnosech se totiž podepsala nervozita ohledně Itálie. Ve druhé polovině však po opadnutí napětí rychle poklesly, až k 3,1%. Kvalitativně podobný byl i vývoj na krátkém konci křivky.

Turecké dluhopisy

Obrat k lepšímu, který turecká aktiva započala v září, během října akceleroval. Výrazné zisky, které však i přesto zatím představovaly jen částečnou korekci rozsáhlých ztrát z předcházejících měsíců letošního roku, si připsal jak měnový kurz TRY, tak ceny vládních dluhopisů. Jednoznačně nejdůležitější zprávou bylo propuštění přes dva roky zadržovaného amerického pastora A. Brunsona tureckými soudy, které bylo nutnou podmínkou k urovnávání pošramocené vztahu mezi Tureckem a Spojenými státy. USA v následné reakci zrušilo nedávno přijaté sankce a mezinárodní investoři tuto skutečnost přijali výrazně pozitivně. Na makroekonomické scéně příznivě zapůsobilo skokové zlepšení výsledku běžného účtu platební bilance, který se za srpen vyšvihl z chronického deficitu citelně do černých čísel v důsledku propadu importní dynamiky. Proti tomu ale negativně překvapila zářijová inflace na všech úrovních, do které se naplno promítlo předešlé oslabení měnového kurzu. Ekonomické ochlazení a razantní utahování měnové politiky centrální bankou by však měly vést k postupnému ztlumení inflační dynamiky, investoři se proto začali dívat dále za aktuální čísla. Výsledkem

Firemní dluhopisy

zmíněného vývoje byl pokles požadovaných výnosů tureckých dluhopisů až o 250 bps (primárně obligací kratších splatností) – výnosová křivka se na konci měsíce nacházela na úrovni 17,5 – 23%. Měnový kurz TRY za říjen vůči koši měn (EUR, USD) posílil o silných 9,2%, čímž výrazně navýšil zářijový zisk; měřeno od počátku roku 2018 však byl i tak o 43% slabší.

Trh korporátních dluhopisů se během října dostal v souvislosti s negativním vývojem rizikových aktiv pod tlak směrem k vyšším kreditním maržím, a to zejména v segmentu spekulativního stupně. Klíčovými faktory tohoto vývoje byl pokračující růst bezrizikových dolarových výnosů (utahování měnové politiky Fedu), v globálním pohledu slabší korporátní výsledky a známky slábnoucí ekonomické aktivity v řadě regionů. Firemní dluhopisy investičního stupně poměrně tomuto odolávaly, průměrná kreditní marže indexu EUR iBoxx Corporate IG za říjen stoupla mírně, o 9 b. na 88 bodů. Index spekulativního stupně (EUR iBoxx HY) již však čelil citelnějšímu nárůstu průměrné kreditní marže, o 45 b. na 338 bodů. Kreditní marže dané CDS kontrakty vzrostly o něco méně než v případě korporátních obligací.

AKCIE

Globální trhy

Na akciových trzích v říjnu panovala negativní nálada, když globální akciový index vyspělých zemí MSCI World ztratil 7,4 %. Za nervozitou můžeme vidět několik důvodů jako například zpomalující tempo globální ekonomiky, zvyšující se sazby americkou centrální bankou, dopad celních válek tlačících na ziskové marže nebo italské a britské peripetie. Zahájená výsledková sezóna za třetí čtvrtletí prozatím vyznívá pozitivně, i když například společnost

Apple s tržbami zaostala za odhady analytiků. Evropské akcie nadále ztrácely kvůli pokračujícímu emisnímu skandálu automobilek a vyjednávání ohledně schvalování státního rozpočtu Itálie.

Nervozita se naplno přelila i na rozvíjející se trhy, a za říjen tak odepsaly v souhrnu téměř 9 % (MSCI Emerging Market Index, měřeno v USD). Ztráty většiny akciových trhů významných rozvíjejících se ekonomik se pohybovaly okolo 10 % (v lokálních měnách), což bylo způsobeno výrazně negativním sentimentem, který měl podobné příčiny jako na vyspělých trzích. Výjimkou byla pouze Brazílie, která připsala přes 10 %. Skvělý výsledek následoval prezidentské volby, ve kterých vyhrál krajně pravicový kandidát J. Bolsonaro. Investoři tím reagovali na snížení míry nejistoty a držel se jich optimismus ohledně budoucího vývoje. Tlak na rozvíjející se trhy zůstává obecně nadále velký a citlivost trhů na nové informace vysoká.

Většina středoevropských trhů byla jakoby ušetřena negativního sentimentu panujícímu na globálních akciových trzích. Na nule nebo v mírném plusu skončily burzy v Maďarsku nebo Rumunsku (index BET +1,3 %). Za relativně dobrou výkonností zřejmě byla nižší likvidita tamních trhů a dřívější propady cen akcií, které tak ztraktivnily hodnotové ukazatele. Propady zaznamenal především polský akciový trh (index WIG30 -6,2 %), jenž je nejvíce provázán s globálním tokem peněz. S výraznými ztrátami skončily převážně společnosti ze sektorů spotřebitelského a bank. Po dlouhé době relativně velice dobrou výkonnost, na základě růstu cen silové elektřiny, předvedly společnosti ze sektoru utilit. Český index PX meziměsíčně ztratil 3,2 %. Propady se dotkly drtivě většiny místních akcií.

MSCI World Index



Středoevropské trhy

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v říjnu klesla o 5,76 %. Na akciových trzích panovala negativní nálada, většinu trhů zasáhly výprodeje a s tím spojený velký propad cen akcií. Za nervozitou můžeme vidět několik důvodů jako například zpomalující tempo globální ekonomiky, zvyšující se sazby americkou centrální bankou, dopad celních válek tlačících na ziskové marže nebo italské a britské peripetie. Nervozita se z podobných důvodů naplno přelila i na rozvíjející se trhy. Výjimkou byla hlavně Brazílie, která po ukončených prezidentských volbách připsala přes 10 %. V zotavování pokračují také turecká aktiva. Přesun investorů od akcií směrem k méně rizikovým aktivům pomohl dluhopisovým fondům, které připsaly v říjnu kladné zhodnocení.

Tento měsíc jsme se rozhodli využít atraktivních valuací akcií na rozvíjejících se trzích (Emerging Markets) k navýšení jejich zastoupení v portfoliu, a to na úkor krátkodobých investic. Rozvíjející se trhy nabízí dle nás díky dynamice tamních ekonomik velký potenciál růstu, obzvláště srovnáme-li je s ekonomikami vyspělých trhů.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					2,13%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,30%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,27%	0,27%	0,83%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					3,13%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,71%	0,71%	1,93%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,81%	0,81%	1,20%
Dluhopisové fondy - ostatní					2,85%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	6,15%	6,15%	2,00%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	1,95%	6,29%	0,85%
Fondy alternativních investic					6,86%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Česká republika	CZK	0,54%	0,54%	3,92%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	-2,64%	1,50%	1,49%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	-5,58%	-1,56%	1,45%
Akciové fondy					85,96%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	-2,71%	-2,71%	12,04%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	-9,92%	-6,09%	9,05%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	-11,34%	-7,57%	5,85%
FF - Emerging Asia Fund I-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	-9,78%	-5,94%	5,81%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	-6,57%	-5,83%	5,11%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	-7,07%	-6,33%	4,92%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	-4,98%	-4,22%	4,65%
NN (L) Latin America Equity I Cap	Latinská Amerika	USD	5,41%	9,90%	4,62%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	-4,77%	-0,72%	4,11%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	-6,24%	-2,25%	4,02%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	-11,15%	-7,64%	3,45%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	-11,45%	-7,68%	3,14%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-8,87%	-4,99%	2,98%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	-5,04%	-4,28%	2,81%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	-8,58%	-7,85%	2,78%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	-7,19%	-6,45%	2,78%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-6,33%	-2,34%	2,26%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	-2,99%	1,14%	1,69%
Fidelity Funds - Australia Fund I ACC USD	Ostatní vyspělé trhy	USD	-9,71%	-5,87%	1,19%
PARVEST EQUITY USA MID CAP I	Severní Amerika	USD	-8,43%	-4,53%	1,07%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	-0,68%	0,11%	1,03%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	-10,06%	-6,51%	0,60%
OSTATNÍ					-0,93%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v říjnu klesla o 2,02 %. Na akciových trzích panovala negativní nálada, většinu trhů zasáhly výprodeje a s tím spojený velký propad cen akcií. Za nervozitou můžeme vidět několik důvodů jako například zpomalující tempo globální ekonomiky, zvyšující se sazby americkou centrální bankou, dopad celních válek tlačících na ziskové marže nebo italské a britské peripetie. Nervozita se z podobných důvodů naplno přelila i na rozvíjející se trhy. Výjimkou byla hlavně Brazílie, která po ukončených prezidentských volbách připsala přes 10 %. V zotavování pokračují také turecká aktiva. Přesun investorů od akcií směrem k méně rizikovým aktivům pomohl dluhopisovým fondům, které připsaly v říjnu kladné zhodnocení.

Tento měsíc jsme se rozhodli využít atraktivních valuací akcií na rozvíjejících se trzích (Emerging Markets) k navýšení jejich zastoupení v portfoliu, a to na úkor krátkodobých investic. Rozvíjející se trhy nabízí dle nás díky dynamice tamních ekonomik velký potenciál růstu, obzvláště srovnáme-li je s ekonomikami vyspělých trhů.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					15,63%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,30%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,27%	0,27%	14,32%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					29,03%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,71%	0,71%	18,15%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,81%	0,81%	10,88%
Dluhopisové fondy - ostatní					9,36%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	6,15%	6,15%	6,57%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	1,95%	6,29%	2,79%
Fondy alternativních investic					6,69%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Česká republika	CZK	0,54%	0,54%	3,78%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	-2,64%	1,50%	1,47%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	-5,58%	-1,56%	1,44%
Akciové fondy					39,78%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	-2,71%	-2,71%	5,60%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	-9,92%	-6,09%	4,22%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	-11,34%	-7,57%	2,72%
FF - Emerging Asia Fund I-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	-9,78%	-5,94%	2,70%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	-7,07%	-6,33%	2,28%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	-6,57%	-5,83%	2,22%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	-4,98%	-4,22%	2,16%
NN (L) Latin America Equity I Cap	Latinská Amerika	USD	5,41%	9,90%	2,15%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	-4,77%	-0,72%	1,91%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	-6,24%	-2,25%	1,87%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	-11,15%	-7,64%	1,61%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	-11,45%	-7,68%	1,45%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-8,87%	-4,99%	1,39%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	-5,04%	-4,28%	1,31%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	-7,19%	-6,45%	1,29%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	-8,58%	-7,85%	1,27%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-6,33%	-2,34%	1,05%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	-2,99%	1,14%	0,76%
Fidelity Funds - Australia Fund I ACC USD	Ostatní vyspělé trhy	USD	-9,71%	-5,87%	0,56%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	-0,68%	0,11%	0,50%
PARVEST EQUITY USA MID CAP I	Severní Amerika	USD	-8,43%	-4,53%	0,47%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	-10,06%	-6,51%	0,29%
OSTATNÍ					-0,49%

Konzervativní portfolio

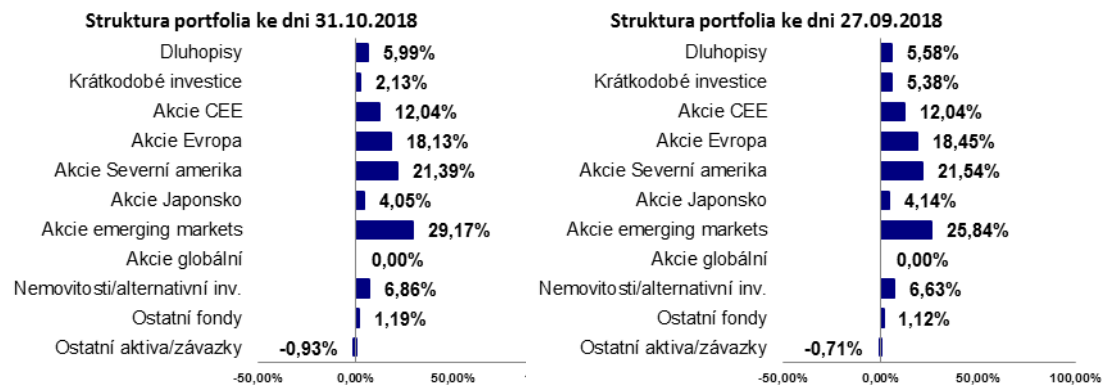
Hodnota konzervativního portfolia v říjnu vzrostla o 0,70 %. Dluhopisovým fondům se tentokrát celkově dařilo a všechny připsaly kladné zhodnocení. Hlavním důvodem byla výrazně negativní nálada na akciových trzích, a z toho pramenící přesun investorů směrem od rizikových akcií k méně rizikovějším dluhopisům. Pokračující zotavování cen tureckých aktiv přispělo také k výkonnosti portfolia.

Část portfolia alokovaná do akcií měla na výkonost portfolia v říjnu negativní dopad, stejně tak jako alternativní investice.

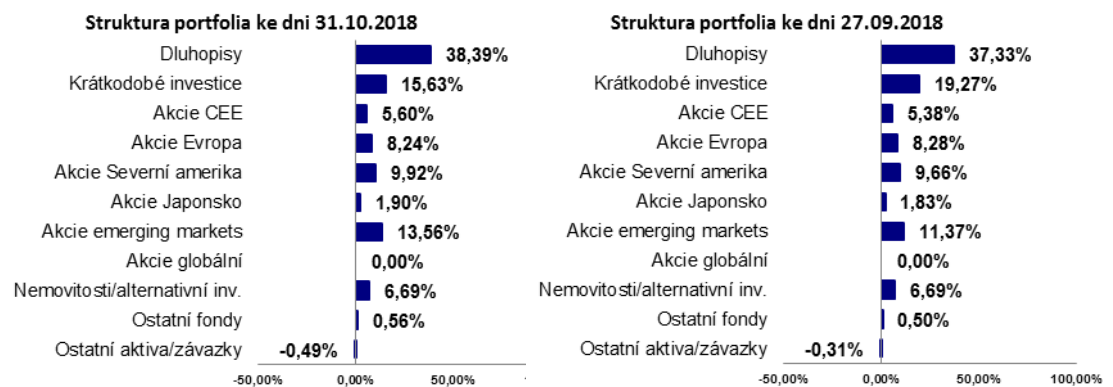
Tento měsíc jsme se rozhodli využít atraktivních valuací akcií na rozvíjejících se trzích (Emerging Markets) k navýšení jejich zastoupení v portfoliu, a to na úkor krátkodobých investic. Rozvíjející se trhy nabízí dle nás díky dynamice tamních ekonomik velký potenciál růstu, obzvláště srovnáme-li je s ekonomikami vyspělých trhů. Je však třeba mít na paměti, že akciová složka je relativně velmi malá.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					31,89%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,49%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,27%	0,27%	30,40%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					49,81%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,71%	0,71%	31,12%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,81%	0,81%	18,69%
Dluhopisové fondy - ostatní					6,89%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	6,15%	6,15%	4,80%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	1,95%	6,29%	2,10%
Fondy alternativních investic					6,56%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Česká republika	CZK	0,54%	0,54%	3,68%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	-2,64%	1,50%	1,46%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	-5,58%	-1,56%	1,42%
Akciové fondy					4,87%
NN (L) Emerging Markets High Dividend	Globální rozvíjející se trhy	USD	-6,52%	-2,54%	1,67%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	-2,71%	-2,71%	0,68%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	-4,77%	-0,72%	0,53%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	-6,24%	-2,25%	0,52%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	-6,57%	-5,83%	0,46%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	-4,98%	-4,22%	0,46%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	-8,72%	-5,12%	0,20%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	-11,45%	-7,68%	0,16%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	-8,58%	-7,85%	0,13%
Fidelity Funds - Australia Fund I ACC USD	Ostatní vyspělé trhy	USD	-9,71%	-5,87%	0,05%
OSTATNÍ					-0,04%

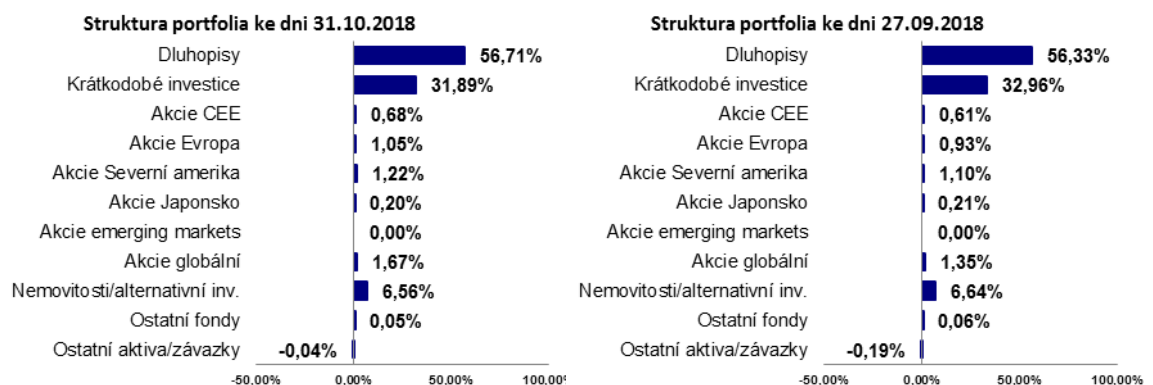
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Riziková prémie vůči německým dluhopisům zůstala na desetileté splatnosti lehce nad hranicí 170 b.b. 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 směrem k úrovním 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

Výnosy polských dlouhodobých dluhopisů zůstávají po většinu letošního roku velmi stabilní, na úrovních kolem 3,20%. I přes velmi robustní hospodářský růst polská jádrová inflace v letošním roce překvapivě klesla, což způsobilo, že pravděpodobnost růstu sazeb v nejbližších 6 kvartálech je blízká nule. Byť očekáváme, že ekonomická dynamika a silná domácí poptávka vytlačí postupně inflaci na vyšší úroveň, proti citelnějšímu růstu požadovaných výnosů vládních dluhopisů (poklesu cen) hovoří příznivý fiskální obrázek. Ten se dle našeho výhledu dále promítne do omezené emisní aktivity Ministerstva financí, a tím do poklesu kreditní marže vůči bezrizikovým (německým) vládním dluhopisům EMU. Polské vládní dluhopisy by tedy měly v dalším období výkonnostně překonávat své německé protějšky.

Razantní zvýšení klíčových úrokových sazeb Tureckou centrální bankou (jinými slovy investory tolik vyžadované ortodoxní utážení měnové politiky) a vlády (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 v říjnu 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 (díky výrazně zvýšeným úrokovým sazbám a zpřísněné fiskální politiky) povede posléze k postupnému ztlumení nyní excesivně vysoké inflace, což je nezbytná podmínka pokračování konstruktivního vývoje tureckých aktiv. Přestože vládní představitelé odmítají možnost asistence ze strany Mezinárodního měnového fondu, možné bilaterální finanční dohody u spojenců a obchodních partnerů na východě (objem 15 mld USD přislíbil Katar, ve hře může dále být Čína a Rusko) by výrazně snížily refinanční potřeby na obligačních trzích. Tento scénář by byl pozitivní pro turecká aktiva a jak měnový kurz TRY, tak ceny tureckých vládních dluhopisů by pokračovaly v dalším nabírání citelných ztrát z dřívějších měsíců letošního roku.

Měny

Vzhledem k tomu, že vývoj kurzu odpovídá našim dřívějším představám a že se nedomníváme, že by Eurozóna měla spadnout do recese (tj., že nečekáme dramatický obrat v měnové politice ECB), neměníme ani náš výhled kurzu eura proti dolaru. Očekáváme tedy, že v nejbližších dvou čtvrtletích se kurz **eura proti dolaru** bude pohybovat kolem 1,15. Pro výrazně vyšší úroveň (=pro slabší dolar kolem 1,20) nenacházíme v současných ani v očekávaných diferenciacích měnových politik na opačných stranách Atlantiku (což je primární faktor kurzu v posledním desetiletí) větší odůvodnění. FED bude totiž v dalších čtvrtletích dále utahovat měnovou politiku, byť stále pozvolným tempem, ECB se k žádnému utážení politiky v brzké době nechystá. 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 (tak, jak tomu bylo během října). Střednědobé faktory však již pro kurz dolaru příznivé nejsou – jedná se zejména o negativní fiskální vývoj, podtržený daňovou reformou Trumpovy administrativy, jež prohlubuje deficitní hospodaření americké ekonomiky, navíc ve spojení se schodkem obchodní bilance.

Vývoj v posledních měsících potvrdil, že **koruna** to s 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. Posílení koruny bude rovněž limitováno vysokým podílem zajištěných vývozů a zpomalováním průmyslu. Náš výhled tak je koruna výrazně nad 25 korunami po zbytek letošního roku a i 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 nad 4,30 z konce října však neodpovídají silnému růstu ekonomiky a celkovému stavu polské ekonomiky. V nejbližších dvou čtvrtletích tak očekáváme návrat k silnější úrovni 4,20 PLN/EUR.

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 holubičího 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.

Proběhnutá korekce 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 pozitivní na akcie Moneta, jejímž cílem je stát se digitálním lídrem na českém trhu, akcie Erste Bank a Vienna Insurance Group. Pozitivní jsme i na relativně nový akciový titul AVAST. Investoři dle nás začnou postupně oceňovat 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. 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, sítě čerpacích stanic Petrol a přístavu Luka Koper.

*Anne-Françoise Blüher
Adam Šperl*

Portfolio managers