

## ERGO pojišťovna

# ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC SRPEN 2018

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



## Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **153,9840**  
 Výkonnost za poslední měsíc **-1,38%**



## Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **137,8385**  
 Výkonnost za poslední měsíc **-1,57%**



## Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **122,3698**  
 Výkonnost za poslední měsíc **-1,13%**

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

### DLUHOPISY – USA, EMU

Vývoj ve Spojených státech se v srpnu nesl ve znamení mírného poklesu výnosů amerických vládních dluhopisů. Desetileté výnosy se tak vrátily na úroveň z konce června, tj. na 2,85% (z 2,95% koncem července). Na kratším konci byl vývoj ještě méně zajímavý, dvouleté výnosy zůstaly bez změny lehce pod hranicí 2,65%. Křivka se tak dále zploštila a zůstává nejvíce plochá od roku 2007.

V jádru Eurozóny byl vývoj nezajímavý, německé desetileté dluhopisy během srpna zůstaly velmi nízko, když oproti konci července poklesly pár bodů na střední části (5 let) a o zhruba 7-8 b.b. na dlouhém konci (10 let) křivky (na desetileté splatnosti tedy na 0,36%).

Na periferii byla situace volatilnější, a to zejména v Itálii. Vzhledem k tomu, že nová italská vláda má sklon ze všeho udělat drama (naposledy s lodí plnou uprchlíků), vzrostly italské desetileté dluhopisy nad 3,20%, tj. o zhruba 40 b.b. výše než koncem července. Riziková prémie italských desetiletých dluhopisů nad německými dosáhla nejvyšší hodnoty (290 b.b.) za skoro 5 let.

### DLUHOPISY ČR

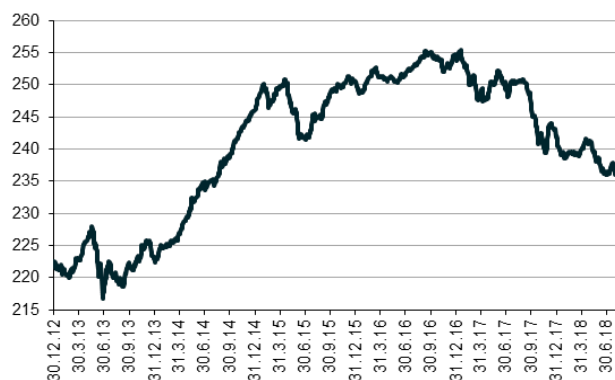
**Na českém dluhopisovém trhu se toho v srpnu moc nedělo.** Výnosy na krátkém konci výnosové křivky vlivem

růstu sazeb ČNB a nové prognózy slibující jejich další růst vzrostly na 1,35%, na dlouhém konci výnosové křivky zůstaly zhruba bez změny (lehký pokles o 5 b.b. na 2,1% na konci srpna nestojí za řeč).

Dluhopisy delších splatností měly podporu v silicím

nákupním zájmu jak domácích, tak zahraničních investorů, tuto poptávku však z větší části uspokojily primární aukce Ministerstva financí, jež se nadále orientovalo především na tento segment splatností.

Bloomberg Barclays Czech Index



### DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

#### Polské dluhopisy

#### Turecké dluhopisy

**Polská výnosová křivka zůstala i během srpna bez jakýchkoliv změn.** Na delším konci poklesly výnosy o zhruba 5 b.b. na 3,15%, na krátkém konci zůstaly bez změny na úrovni 1,6%.

Vývoj tureckých aktiv a tržní sentiment vůči Turecku během srpna eskaloval/gradoval do nefalšované paniky a zběsilého úprku investorů jak z kurzu turecké liry, tak z vládních, firemních dluhopisů i akcií. Ten byl důsledkem faktické nečinnosti vrcholných představitelů (centrální banka, prezident, vláda) přikročit k rychlým a razantním krokům pro stabilizaci situace, v čele s citelným zvýšením úrokových sazeb. Situaci dále zhoršila eskalace konfliktu se Spojenými státy (tlak USA na propouštění zadržovaného amerického pastora), která vyústila ve zdvojnásobení amerických cel na dovoz oceli a hliníku z Turecka. Turecký ministr financí Albayrak poté na rychle zorganizovaném konferenčním hovoru přesvědčoval investory, že Turecko zareaguje potřebným koordinovaným zpřísněním fiskální i měnové politiky a že potřebným způsobem a plně v intencích tržní ekonomiky zchladí přehřátou ekonomiku. To vedlo k částečné stabilizaci situace, koncem měsíce však negativní sentiment opět převážil, když prozatím k žádné rozhodné akci tureckých představitelů nedošlo. Za srpen ceny vládních dluhopisů razantně klesly, jejich požadované výnosy do splatnosti vzrostly o 3 – 7 procentních bodů a koncem měsíce se nacházely na úrovni 21,5 – 27,5%. Měnový kurz TRY v srpnu ztratil ke koši měn (EUR, USD) přes 33%, od počátku roku se jeho ztráta prohloubila na téměř 72%.

## Firemní dluhopisy

Vývoj na trhu korporátních dluhopisů byl v srpnu mírně negativní. Po solidním červenci převážily opět negativní faktory, jež se promítly do určitého vzestupu průměrných kreditních marží napříč sektory a jak v investičním, tak spekulativním ratingovém pásmu. Těmi hlavními byly odklon od rizika pod vlivem prohlubující se krize v Turecku a Argentíně, které se z části promítly do všech rizikových finančních aktiv a následně také nepříznivý technický faktor – po podprůměrných měsících opět postupně rostoucí emisní aktivita firem na primárním trhu. Průměrná kreditní marže indexu EUR iBoxx Corporate IG za srpen stoupla o 7 b. na 81 bodů, v případě indexu spekulativního stupně (EUR iBoxx HY) vzrostla o umírněných 10 b. na 303 bodů. Kreditní marže dané CDS kontrakty vzrostly v podobném rozsahu jako korporátní obligační trh.

## AKCIE

### Globální trhy

V srpnu se nejlépe vedlo akciím amerických společností (S&P 500 +3 %). Akcie evropských firem (index DJ STOXX 600 -2,4 %) a z rozvíjejících se trhů index MSCI Emerging Markets -2,9 %, v USD) skončily ve ztrátách. Mezi hlavní důvody dobré výkonnosti amerických akcií oproti jiným regionům můžeme zařadit sílící americký dolar, postupně se zvyšující úrokové sazby americkou centrální bankou FED, hrozbu obchodních válek a

MSCI World Index



s tím spojený částečný přesun kapitálu do USA. Mnoho korporátních zpráv v průběhu prázdnin nepřišlo a tak byl pohyb akciových trhů řízen spíše makroekonomickými a politickými zprávami.

Rozvíjející se trhy dále pokračovaly v poklesu, od lednového maxima ztratily v souhrnu již téměř 20 %. Z větších ekonomik se dařilo jen indickým akciím, jejich zisk se blížil 3 %. Probíhající výprodeje jsou odrazem nejistoty investorů ohledně budoucího vývoje, kterému dominují politická rizika – ať už se jedná o stále se stupňující obchodní válku mezi Čínou a USA, blížící se volby v Brazílii bez jasného favorita nebo bezprecedentní výprodej tureckých aktiv následovaný zhoršením vztahů se Západem a zhoršení vnímání tamní politické situace. Pod tlakem se ocitla také velká část měn rozvojových ekonomik, které vůči dolaru zaznamenaly z podobných důvodů výrazné ztráty. Těmto měnám nepřidává ani zvyšování sazeb americké centrální banky, které na jedné straně relativně zvyšuje atraktivitu dolaru a na druhé straně také zvyšuje náklady na financování těchto ekonomik.

### Středoevropské trhy

V rámci středoevropského regionu se nejlépe vedlo maďarským akciím (index BUX 4,2%), za což se nejvíce zasloužily akcie farmaceutické společnosti Gedeon Richter (+11,5%) a ropné společnosti MOL (+6,6%). Akcie Gedeon Richter reagovaly na pozitivní zprávy o neprokázání negativních účinků jejich léku Esmya v kombinaci s dalšími léky. Akcie Mol pak těžily z relativně silných rafinérských marží i přes vysoké ceny surové ropy. Mírně v plusu skončil polský akciový index WIG30. Proti vyšším ziskům byl negativní sentiment v regionu (zvláště Turecko) a pak očekávané rebalancování akciových indexů, ve kterém dojde k přeřazení polských akcií z rozvíjejících se trhů do vyspělých. To by však při poklesu váhy mělo mít negativní dopad. V záporu skončila většina českých akcií. Zisky si připsala softwarová společnost Avast a banka Moneta.

## STRUKTURA PORTFOLIÍ

### Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v srpnu poklesla o 1,38 %. Akciové trhy zažily horší měsíc, za absence výraznějších kurzotvorných zpráv měl na trhy největší vliv vývoj na politické scéně. Nejhuře se vedlo rozvíjejícím se ekonomikám, což bylo způsobeno především stupňující se obchodní válkou, nejistotou před volbami v Brazílii a oslabujícími měnami rozvíjejících ekonomik. Obzvláště silně se propadly turecká aktiva (akcie, dluhopisy i měna), a to vlivem nečinnosti vrcholných představitelů ke zvýšení úrokových sazeb a dalším opatřením potřebným ke stabilizaci situace. Evropa rovněž výrazněji odepisovala. Dařilo se v podstatě jen americkým akciím, které těžily ze silícího dolaru a přesunu kapitálu z ostatních regionů do USA. Dluhopisové fondy také odepisovaly ztráty. Odklon od rizika se projevil rovněž u korporátních dluhopisů. Investoři začali požadovat větší prémii za riziko, což se promítlo do poklesu cen. Výrazný negativní dopad na výkonnost portfolia měla turecká expozice v držení fondech.

Tento měsíc jsme do portfolia aktivně nezasahovali.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>3,96%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,20%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,05%	0,05%	2,76%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>2,99%</b>
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	-1,13%	-1,13%	1,87%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-1,49%	-1,49%	1,11%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>2,52%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-10,87%	-10,87%	1,69%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	-3,69%	-2,48%	0,84%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>6,71%</b>
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Česká republika	CZK	0,33%	0,33%	3,67%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	0,82%	2,09%	1,52%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	0,34%	1,60%	1,51%
<b>Akciové fondy</b>					<b>83,36%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,07%	0,07%	12,05%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	2,43%	3,72%	9,28%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,21%	1,05%	5,33%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	-3,50%	-2,99%	5,19%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	-2,54%	-2,03%	5,18%
FF - Emerging Asia Fund I-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	-2,80%	-1,57%	5,06%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	0,59%	1,12%	4,57%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	1,72%	3,00%	4,25%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	1,22%	2,50%	4,06%
NN (L) Latin America Equity I Cap	Latinská Amerika	USD	-9,92%	-8,78%	3,80%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	-1,89%	-0,01%	3,51%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	2,75%	4,05%	3,29%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	0,79%	1,32%	2,83%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,80%	0,45%	2,70%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	-1,69%	-1,17%	2,59%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	-2,19%	-1,67%	2,55%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-4,18%	-2,97%	1,91%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	-6,95%	-5,78%	1,49%
Fidelity Funds - Australia Fund I ACC USD	Ostatní vyspělé trhy	USD	0,37%	1,64%	1,16%
PARVEST EQUITY USA MID CAP I	Severní Amerika	USD	1,45%	2,73%	1,14%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	-28,99%	-28,62%	0,81%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	-2,91%	-1,05%	0,60%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>0,47%</b>

## Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v srpnu poklesla o 1,57 %. Akciové trhy zažily horší měsíc, za absence výraznějších kurzotvorných zpráv měl na trhy největší vliv vývoj na politické scéně. Největší se vedlo rozvíjejícím se ekonomikám, což bylo způsobeno především stupňující se obchodní válkou, nejistotou před volbami v Brazílii a oslabujícími měnami rozvíjejících ekonomik. Obzvláště silně se propadly turecká aktiva (akcie, dluhopisy i měna), a to vlivem nečinnosti vrcholných představitelů ke zvýšení úrokových sazeb a dalším opatřením potřebným ke stabilizaci situace. Evropa rovněž výrazněji odepisovala. Dařilo se v podstatě jen americkým akciím, které těžily ze sílícího dolaru a přesunu kapitálu z ostatních regionů do USA. Dluhopisové fondy také odepisovaly ztráty. Odklon od rizika se projevil rovněž u korporátních dluhopisů. Investoři začali požadovat větší prémii za riziko, což se promítlo do poklesu cen. Výrazný negativní dopad na výkonnost portfolia měla turecká expozice v drženích fondech. Tento měsíc jsme do portfolia aktivně nezasahovali.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>18,88%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,52%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,05%	0,05%	17,35%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>28,59%</b>
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	-1,13%	-1,13%	17,92%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-1,49%	-1,49%	10,66%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>8,42%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-10,87%	-10,87%	5,77%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	-3,69%	-2,48%	2,66%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>6,72%</b>
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Česká republika	CZK	0,33%	0,33%	3,70%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	0,82%	2,09%	1,52%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	0,34%	1,60%	1,50%
<b>Akciové fondy</b>					<b>37,24%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,07%	0,07%	5,40%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	2,43%	3,72%	4,20%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,21%	1,05%	2,41%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	-2,54%	-2,03%	2,34%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	-3,50%	-2,99%	2,34%
FF - Emerging Asia Fund I-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	-2,80%	-1,57%	2,29%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	0,59%	1,12%	2,02%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	1,72%	3,00%	1,80%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	1,22%	2,50%	1,80%
NN (L) Latin America Equity I Cap	Latinská Amerika	USD	-9,92%	-8,78%	1,70%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	-1,89%	-0,01%	1,52%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	2,75%	4,05%	1,49%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	0,79%	1,32%	1,27%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,80%	0,45%	1,16%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	-1,69%	-1,17%	1,15%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	-2,19%	-1,67%	1,15%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-4,18%	-2,97%	0,87%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	-6,95%	-5,78%	0,70%
Fidelity Funds - Australia Fund I ACC USD	Ostatní vyspělé trhy	USD	0,37%	1,64%	0,52%
PARVEST EQUITY USA MID CAP I	Severní Amerika	USD	1,45%	2,73%	0,50%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	-28,99%	-28,62%	0,31%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	-2,91%	-1,05%	0,30%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>0,15%</b>

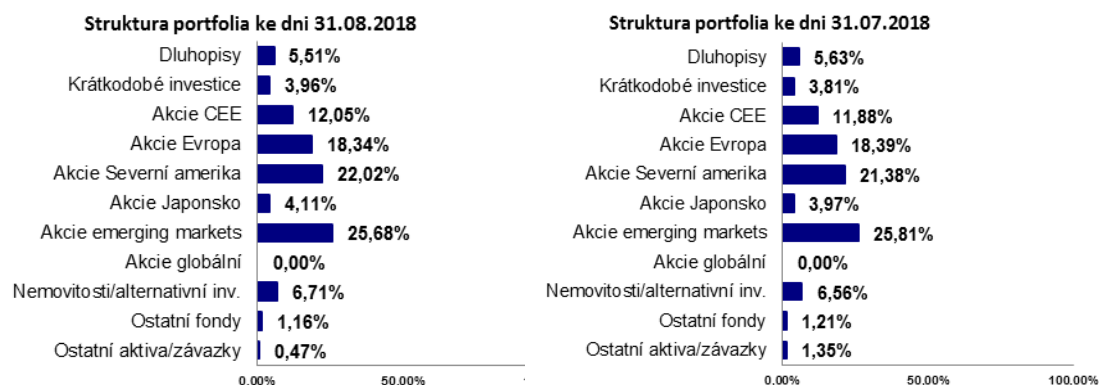
## Konzervativní portfolio

Hodnota konzervativního portfolio v srpnu klesla o 1,13 %. Dluhopisové fondy odepisovaly ztráty. Všeobecný odklon od rizika na trzích vedl investory k požadování větší prémie za riziko, což tlačí ceny dluhopisů směrem dolů. Výrazně se do výkonnosti portfolio odrazila situace v Turecku, kde vývoj během srpna eskaloval/gradoval do nefalšované paniky a zběsilého úprku investorů jak z kurzu turecké liry, tak z vládních, firemních dluhopisů i akcií. Český dluhopisový trh byl bez výraznějších změn. Část portfolio alokovaná do akcií měla na výkonnost portfolio v srpnu mírně negativní vliv, zatímco alternativní investice ztráty tlumily.

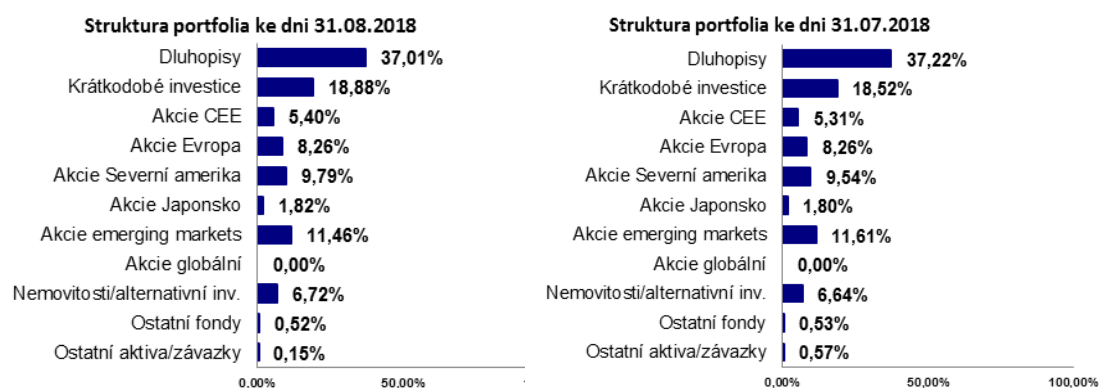
Tento měsíc jsme do portfolio aktivně nezasahovali.

Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	MTD Výkonnost			Rozložení portfolio
			v z. měně	v měně portfolio		
<b>Krátkodobé investice</b>						<b>33,13%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a		1,58%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,05%	0,05%		31,55%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolio</b>						<b>49,62%</b>
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	-1,13%	-1,13%		31,01%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-1,49%	-1,49%		18,61%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>						<b>6,25%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-10,87%	-10,87%		4,27%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	-3,69%	-2,48%		1,98%
<b>Fondy alternativních investic</b>						<b>6,75%</b>
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Česká republika	CZK	0,33%	0,33%		3,74%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	0,82%	2,09%		1,51%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	0,34%	1,60%		1,50%
<b>Akciové fondy</b>						<b>4,32%</b>
NN (L) Emerging Markets High Dividend	Globální rozvíjející se trhy	USD	-1,72%	-0,48%		1,32%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,07%	0,07%		0,61%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	1,22%	2,50%		0,49%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	1,72%	3,00%		0,45%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	-3,50%	-2,99%		0,43%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	-2,54%	-2,03%		0,40%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	-1,05%	0,85%		0,24%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	2,75%	4,05%		0,18%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	0,79%	1,32%		0,14%
Fidelity Funds - Australia Fund I ACC USD	Ostatní vyspělé trhy	USD	0,37%	1,64%		0,06%
<b>OSTATNÍ</b>						<b>-0,07%</b>

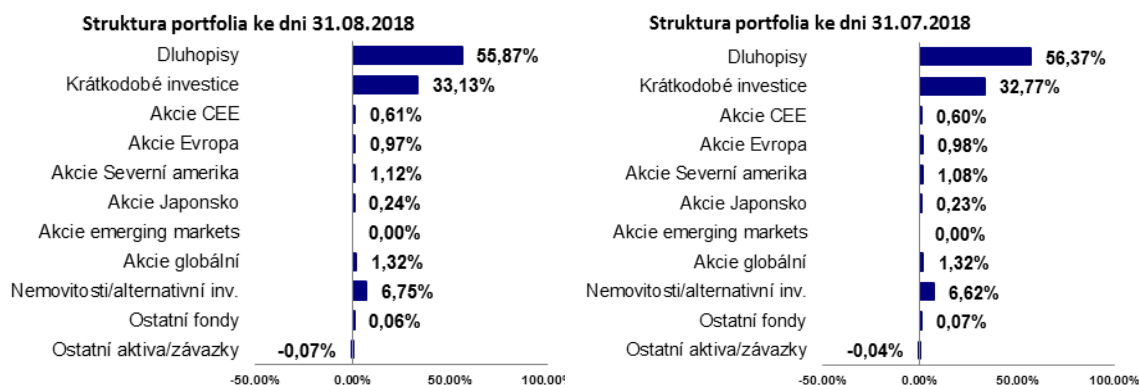
## DYNAMICKÉ PORTFOLIO



## VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



## KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### České dluhopisy

**Riziková prémie vůči německým dluhopisům zůstala na desetileté splatnosti lehce pod hranicí 180 b.b.** Dle nás by tento vývoj měl pokračovat. Utahování rizikové premie by mělo probíhat jak zdola (tj., růstem německých výnosů), tak i shora (mírným poklesem českých výnosů). Pokles dlouhých českých výnosů bude však ve světle toho, že ČNB přistoupila k utážení měnové politiky dřív a že bude letos v tomto počínání nejspíš ještě pokračovat, menší, než jsme původně očekávali (ke 2% na 10-leté splatnosti). Vzhledem k tomu, že čekáme, že německá ekonomika 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. Výhled na nadvýkonnost či pokles českých výnosů však 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 prvního pololetí nerezidenti drželi 36 % všech a 40 % korunových dluhopisů, což jsou střednědobě výrazně nadprůměrné podíly, v rámci globální množiny rozvíjejících se obligačních trhů dokonce jedny z nejvyšších. 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

**Poté, co desetileté polské dluhopisy dosáhly během dubna nejnižší úrovně (3%) od listopadu 2016, začal převládat trend postupného mírného růstu.** Polská jádrová inflace v prvních 5 měsících letošního roku klesala (a v dalších dvou zůstala na 0,6%, tj. velmi nízko), což způsobilo, že pravděpodobnost růstu sazeb v nejbližších 6 kvartálech je stále velmi nízká. Naproti tomu silný ekonomický růst (byť později tlačící inflaci na vyšší hodnoty) se bude dle našeho očekávání nadále promítat do příznivého fiskálního obrázku, konkrétně mj. do nižší 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.

Turecká aktiva (vládní a bankovní dluhopisy, měnový kurz TRY), zmítaná divokým vývojem a panikou investorů, se dle našeho názoru dále vzdálila úrovním daným stavem tureckých makroekonomických fundamentů, respektive vyhlídkami jejich dalšího vývoje. Jsme přesvědčeni, že negativní vývoj posledních měsíců je přehnanou reakcí trhu, počítajícího se scénářem, že nedojde k viditelnějšímu zlepšení turecké situace a rebalancování ekonomického obrázku. My věříme, že stávající vládnoucí garnitura v čele s prezidentem Erdoganem si uvědomuje vážnost situace a bude jednat v hospodářské politice racionálně s cílem podpořit rebalancování přehřáté ekonomiky utážením rozvolněné fiskální politiky. K němu již ostatně podle posledních údajů zahraničního obchodu a skokově snížené úvěrové aktivity bank dochází. To doplní odhadované další zpřísnění politiky monetární (očekáváme, že centrální banka v září zvýší úrokové sazby o 2,5 – 5 procentních bodů nad 20%) a přes ochlazení ekonomiky povede posléze k postupnému ztlumení nyní excesivně vysoké inflace a redukcí schodku běžného účtu platební bilance. 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 je dále Čína a Rusko) by výrazně snížily refinanční potřeby na obligačních trzích. Tento scénář by byl živou vodou pro turecká aktiva a jak měnový kurz TRY, tak ceny tureckých vládních dluhopisů by začaly nabírat zpět své rozsáhlé ztráty. Obligační výnosy na úrovni 20 - 27% přitom nabízí obrovský ziskový potenciál, jenž je navíc zvýrazněn rekordně slabým a fundamentálně extrémně podhodnoceným měnovým kurzem a v současnosti výrazným podvážením zahraničních investorů.

Věříme, že turecká aktiva v brzké době svůj sestupný trend zastaví a v období následujícího roku uvidíme trend postupného ústupu požadovaných výnosů tureckých vládních dluhopisů ze současných extrémně vysokých hodnot (a tedy růst jejich cen), umocněný posílením či minimálně stabilitou měnového kurzu.



Vzhledem k dosažení našeho letošního cíle a vzhledem k tomu, že nás nové informace k přehodnocení našeho názoru nevedou, očekáváme u kurzu **eura proti dolaru** po zbytek letošního roku setrvání na stávajících hodnotách, tj. na úrovních kolem / lehce nad 1,15. Pro výrazně vyšší úrovně (=pro slabší dolar nad 1,20) nenacházíme v současných ani v očekávaných diferenciacích měnových politik na opačných stranách Atlantiku (což je primární faktor kurzu v posledním desetiletí) odůvodnění. FED ve druhé polovině roku totiž přistoupí k dalším 2 zvýšením sazeb, a to s tím, jak se inflace stabilizovala na 2%. Naopak, ECB se k žádnému utážení politiky nechystá, a nedojde k němu nejspíš ani v roce 2019. Ztráta dynamiky růstu, kterou během prvního pololetí ukázaly předstihové indikátory a kterou potvrdila i růstová data, a nižší než očekávaná inflace naopak zvyšují pravděpodobnost, že sazby ECB zůstanou na nízkých úrovních dlouhou dobu. 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.

**Koruna se po červnovém oslabení v červenci opět vrátila na silnější úrovně, byť ne na úrovně tak silné, jak celý letošní rok očekávala ČNB; v srpnu pak na těchto úrovních zůstala.** Vývoj v posledních dvou měsících potvrdil, že ani úrovně lehce nad 26 korun za euro ještě nejsou tak vysoké, aby spustily nekontrolovatelnou lavinu prodejů korun ze strany zahraničních spekulantů, kteří jsou v koruně zainvestováni již od konce intervencí. V dalších měsících bude korunu určitě podporovat centrální banka, která kvůli slabosti kurzu přehodnotila výhled na letošní sazby směrem nahoru. Tento rozšiřující se úrokový diferenciál bude mít tendenci tlačit kurz na silnější úrovně. Výraznějšímu posílení koruny však bude bránit tendence zahraničních investorů z koruny vystupovat, která bude dle nás patrná pod úrovní 25 korun – čím více koruna posílí, tím více bude mít tendenci se kvůli vybírání zisků vracet na slabší úrovně. Posílení koruny bude rovněž limitováno vysokým podílem zajištěných vývozů. Náš výhled tak je koruna 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 zlotého očekáváme posílení.** Slabá inflace sice nedovolí centrální bance hned tak zvyšovat sazby, což limituje prostor po výraznější posílení zlotého, ale ani hodnoty 4,27, na které se dostal v srpnu, neodpovídají silnému růstu ekonomiky a celkovému stavu polské ekonomiky. Letos tak očekáváme návrat ke 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 zlotého neodůvodnitelně slabé a korekci těchto hodnot směrem k hranici 310 očekáváme v řádu týdnů/měsíců. Dopomocť by tomu mělo i to, že se konečně ze svého holubičích spánku probrala maďarská centrální banka. Ke zvýšení sazeb má sice stále daleko, ale nejbližší prognóza dle nás tento bod přiblíží.

Na akciové trhy máme selektivní názor. U akcií amerických společností nyní těžko hledáme důvody pro výrazný růst akcií. Ve prospěch hovoří dobrá kondice americké ekonomiky, růst korporátních zisků a silný spotřebitel. Hodnotové ukazatele se však pohybují nad dlouhodobými historickými průměry, dochází k pozvolnému růstu úrokových sazeb a nejistota také přichází s hrozbou obchodních válek. Hodnotové ukazatele akcií evropských společností se obchodují blízko svých dlouhodobých průměrů. 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

*Akciové trhy  
střední a východní  
Evropy*

východem, Argentinou a Venezuelou a pro rozvíjející se trhy silný americký dolar ve spojení s rostoucími úrokovými sazbami.

Z akcií na českém trhu se nám líbí akcie většiny finančních institucí. Dobré makro prostředí s rostoucími požadovanými výnosy by měly být pozitivním stimulem pro provozní zisky většiny bank a pojišťoven. Pozitivní jsme na akcie Moneta, jejímž cílem je stát se digitálním lídrem na českém trhu. V letošním roce by se Monetě měly stabilizovat výnosy z úroků, přičemž silný kapitálový polštář umožní výplatu štědré dividendy přinejmenším v letošním a příštím roce. Akcie Erste Bank a Vienna Insurance Group by také měli těžit z atraktivních hodnotových ukazatelů a růstu úrokových sazeb. Pozitivní jsme i na nový akciový titul AVAST. Investoři začnou postupně oceňovat celosvětovou diverzifikaci tržeb, šíří 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, i když například u akcií ČEZ nevidíme výrazný stimul pro další růst cen akcií. Z polských titulů se nám líbí mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, zpracovatel masa Tarczynski, 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 a přístavu Luka Koper.

*Anne-Françoise Blüher  
Adam Šperl*

*Portfolio managers*