

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ČERVENEC 2018

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



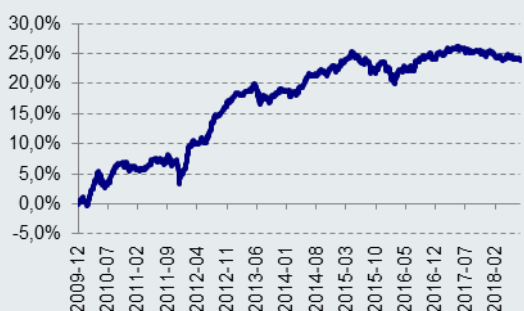
Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **156,1346**
 Výkonnost za poslední měsíc **1,46%**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **140,0359**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,16%**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **123,7652**
 Výkonnost za poslední měsíc **-0,38%**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

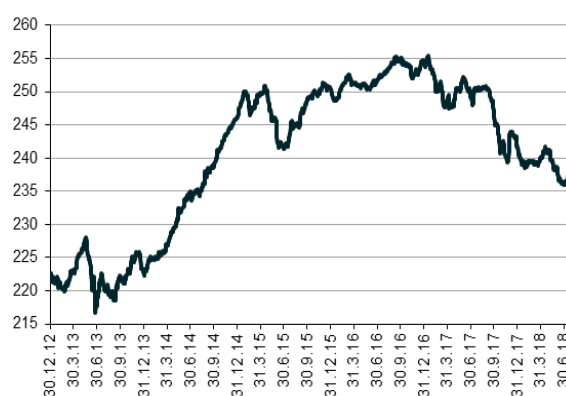
DLUHOPISY – USA, EMU

Vývoj ve Spojených státech se v červenci nesl ve znamení mírného růstu výnosů amerických vládních dluhopisů. Desetileté výnosy vyrostly o cca 10 b.b. z 2,85% koncem června na 2,95% koncem července. V první srpnových dnech se na chvíli dokonce dostaly na hranici 3%, kde nebyly od léta 2011. I na krátkém konci křivky pokračoval setrvalý růst, výnosy vzrostly až k hranici 2,7%. Křivka tak zůstala extrémně plochá. V Eurozóně byl vývoj v jádru i na periferii kvalitativně stejný (růst výnosů), kvantitativně však nikoliv. Německé desetileté výnosy vzrostly o 15 bazických bodů na 0,45%, což však bylo pouze odmazání poklesu z června a části května; 0,45% je tak stále hodnota nižší než v prvních 5 měsících letošního roku. Na periferii byla situace volatilnější, italské výnosy např. koncem měsíce na chvíli vzrostly i nad 3%, a to vlivem nejistoty ohledně osudu ministra financí a ohledně rozpočtu na příští rok, o kterém začaly vládní populistické strany diskutovat.

DLUHOPISY ČR

Na českém dluhopisovém trhu došlo v červenci k mírnému zploštění výnosové křivky. Výnosy na krátkém konci výnosové křivky vlivem růstu sazeb ČNB a nové prognózy slibující jejich další růst vzrostly o cca 12 bazických bodů na 1,2%. Na dlouhém konci výnosové křivky byl vývoj stabilní – desetiletý výnos zůstal meziměsíčně na úrovni 2,2% poté, co nejprve mírně klesal za podpory solidního zájmu zejména domácích investorů v primárních aukcích Ministerstva financí, později se však navrátil na předešlou úroveň pod vlivem stoupajících výnosů na zahraničních trzích.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Polskému dluhopisovému trhu se dařilo opět o něco lépe, když výnosová křivka během července mírně klesla. Cenám dluhopisů pomohlo uklidnění na měnovém trhu a potvrzení překvapivě nízké aktuální inflace spolu s utvrzením centrální bankou, že v dohledné budoucnosti nehodlá zvyšovat úrokové sazby. Obligační výnosy podél celé vládní výnosové křivky klesly zhruba o 5 b.b. desetiletý výnos se tak posunul k úrovni 3,1% (a celý měsíc oscilovaly pouze mezi 3,10 a 3,20%), dvouletý na hranici 1,6%.

Turecké dluhopisy

Turecká aktiva bohužel v červenci čelila dalším výprodejům, zejména pak měnový kurz liry. Začátkem měsíce zveřejněná červnová inflace ukázala citelnou akceleraci tempa růstu cen (důvodem předchozí měnové oslabování a částečně též silná domácí poptávka), na základě které se konsensus tržních očekávání posunul k dalšímu utažení měnové politiky zvýšením úrokových sazeb. Centrální banka však na svém zasedání koncem července k tomuto kroku nepřistoupila a nechala nastavení sazeb beze změny, což vyvolalo výrazně negativní reakci trhu. Mimo jiné to oživilo obavy, že Turecká centrální banka není politicky nezávislá a že plní instrukce prezidenta Erdogana. Výrazně pod tímto tlakem oslabily ceny vládních dluhopisů, výnosová křivka ve výsledku dále stoupla o výrazných 170 – 290 bps. Na konci července se turecká vládní výnosová křivka nacházela na úrovni 18 – 20%. Měnový kurz TRY za červenec ke koši měn (EUR, USD) čelil ztrátě 7%.

Firemní dluhopisy

Vývoj na kreditním trhu byl v červenci o poznání příznivější oproti předešlým měsícům, když kreditní marže částečně korigovaly dřívější nárůsty. Pozitivně působil příliv solidních kvartálních hospodářských výsledků firem (zejména z USA, z Evropy méně), snížená nabídka nových emisí na primárním trhu a oživený zájem investorů. Proti výraznějšímu utahování kreditních marží

naopak stálo pokračující rozmýšlení obchodních válek administrativy Donalda Trumpa, hrozící ochlazením současného solidního tempa globálního obchodu. Průměrná kreditní marže indexu EUR iBoxx Corporate IG za červenec klesla o 8 b. na 73 bodů, v případě indexu spekulativního stupně (EUR iBoxx HY) ubrala 39 b. na 293 bodů. Kreditní marže dané CDS kontrakty klesly zhruba stejným tempem jako korporátní oblihační trh.

AKCIE

Globální trhy

Pro globální akciové trhy červenec představoval příznivý měsíc, když si index MSCI World v dolarovém vyjádření připsal zisk 3,1 %. Za dobrou výkonností amerických společností (index S&P500 +3,6 %) bylo povzbuzení v podobě oznámených čísel o růstu HDP a pokračující výsledková sezóna. Zveřejněné výsledky i tentokrát vyzněly lépe než odhady analytiků, což ocenily akcie zvláště ze sektorů průmyslu, zdravotnictví a financí.

MSCI World Index



Dobré výsledky o hospodaření v druhém čtvrtletí se podepsaly i na výkonnosti evropských akcií (index DJ STOXX 600 +3,1 %). Nejvyšší výkonnost předvedl sektor bank a zdravotnictví, ve ztrátě pak skončil sektor těžby nerostných surovin.

Akcíím rozvíjejících se zemí se v červenci dařilo lépe než v minulém měsíci. Zatímco červen byl ve znamení propadu, tak nyní se svezly s ostatními trhy a připsaly 1,93 % (vše měřeno v USD). Dařilo se hlavně regionu Latinské Ameriky, konkrétně Brazílii, která se vzpamatovává z velkého propadu způsobeného divokými stávkami dopravců v předchozích měsících. V červenci tak připsala 12,22 % a táhla globální rozvíjející se trhy hodně nahoru. Čínským akciím se delší dobu nedaří a červenec potvrdil jejich pokračující zmar. Tamní index Shanghai Shenzhen CSI 300 odepsal dalších 2,72 % a klesá tak kontinuálně prakticky od února. Důvodem je především prohlubující se obchodní válka s USA, kterou započal americký prezident Donald Trump. Asijským trhům v červenci dominovala Indie, když akciový trh zhodnotil o 6,19 %. Nejhorší výsledek v červenci zaznamenalo Turecko, které propadlo o 10,85 %. To doplácí především na autoritářský styl politiky prezidenta Erdogana a nově uvalené sankce ze strany USA. Do budoucna by rozvíjející se trhy mohly dále těžit ze sílícího spotřebitele, konvergence k vyspělým ekonomikám a skutečnosti, že jsou oproti trhům rozvinutým relativně levnější. Investor, ale musí počítat s tím, že jsou zde stále velká politická rizika, na která jsou tyto země momentálně hodně náchylné.

Středoevropské trhy

Po slabších měsících se výrazně zadařilo středoevropským akciím. Prim hrálo proxy na náš region a to polský akciový trh. Polský index WIG 30 si připsal výrazných 7,2 %. Za vysokým zhodnocením byl relativně pozitivní sentiment panující na globálních rozvíjejících se trzích a následně také to, že polský akciový trh byl od začátku roku mezi třemi nejhůře výkonnými trhy na světě. Relativně levnější valuační tak přilákaly nové investory, včetně domácích penzijních fondů, které byly v první polovině roku v nakupování akcií spíše laxní. Nejvyšší zisky si již po několikáté připsaly akcie vývojářské společnosti CD Project, s jejím očekávaným titulem Cyberpunk 2077. Maďarský index BUX klesl o 1,1 %. Český index PX si naopak připsal 2,6 %. Tahounem, s rostoucími cenami silové elektřiny, byl ČEZ, následovaný akciemi AVAST.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v červenci vzrostla o 1,46 %. Akciovým trhům se dařilo prakticky napříč všemi regiony. Dobré výsledky hospodaření táhly nahoru americké a evropské akcie. Na rozvíjejících se trzích panovala také lepší nálada, což se nejvíce projevilo v Latinské Americe, kde akcie po výrazných propadech v předchozích měsících otočily. Kde se příliš nedaří je Čína, na kterou dopadají hrozby obchodní války s USA, a především v Turecku, kde náladu investorů (a s tím související výprodeje) podkopává stále více autoritářský styl řízení země a také nově uvalené americké sankce.

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
Krátkodobé investice					3,81%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,09%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,09%	0,09%	2,72%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					2,98%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	-0,07%	-0,07%	1,87%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-0,17%	-0,17%	1,12%
Dluhopisové fondy - ostatní					2,65%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-3,66%	-3,66%	1,81%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	3,41%	1,07%	0,84%
Fondy alternativních investic					6,56%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	-0,08%	-0,08%	3,63%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	0,29%	-1,97%	1,47%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	0,60%	-1,67%	1,47%
Akciové fondy					82,64%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	2,17%	2,17%	11,88%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	3,97%	1,62%	8,99%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	4,76%	3,07%	5,28%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	2,51%	0,86%	5,22%
FF - Emerging Asia Fund I-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	2,16%	-0,15%	5,08%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,24%	-2,49%	4,88%
NN (L) Latin America Equity I Cap	Latinská Amerika	USD	8,49%	6,04%	4,57%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	0,69%	-0,94%	4,20%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	4,57%	2,21%	4,10%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	3,48%	1,14%	4,07%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	-0,07%	-3,02%	3,38%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	-0,69%	-2,93%	3,12%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	1,34%	-0,30%	2,76%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	2,42%	0,77%	2,58%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,14%	-1,14%	2,56%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	3,34%	1,67%	2,56%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	1,54%	-0,75%	1,94%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	4,37%	2,01%	1,65%
Parvest Equity Australia I Cap	Ostatní vyspělé trhy	EUR	1,41%	-0,23%	1,21%
PARVEST EQUITY USA MID CAP I	Severní Amerika	USD	2,21%	-0,10%	1,09%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	-6,57%	-8,08%	0,93%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	0,46%	-2,50%	0,59%
OSTATNÍ					1,35%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v červenci mírně vzrostla (+0,16 %) Akciovým trhům se dařilo prakticky napříč všemi regiony. Dobré výsledky hospodaření táhly nahoru americké a evropské akcie. Na rozvíjejících se trzích panovala také lepší nálada, což se nejvíce projevilo v Latinské Americe, kde akcie po výrazných propadech v předchozích měsících otočily. Kde se příliš nedaří je Čína, na kterou dopadají hrozby obchodní války s USA, a především v Turecku, kde náladu investorů (a s tím související výprodeje) podkopává stále více autoritářský styl řízení země a také nově uvalené americké sankce. Příliv solidních kvartálních hospodářských výsledků působil v souhrnu pozitivně také na firemní dluhopisy. České dluhopisy s delší splatností reagovaly na očekávané zvýšení sazeb nejprve poklesem, poté však rostly díky solidnímu zájmu investorů a vývoji na zahraničních trzích. České dluhopisy s kratší splatností v reakci na kroky centrální banky poklesly. Nejhůře se vedlo tureckým dluhopisům, a to z podobných důvodů jako tamní akcie.

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
Krátkodobé investice					18,52%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,45%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,09%	0,09%	17,07%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					28,39%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	-0,07%	-0,07%	17,73%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-0,17%	-0,17%	10,66%
Dluhopisové fondy - ostatní					8,83%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-3,66%	-3,66%	6,02%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	3,41%	1,07%	2,82%
Fondy alternativních investic					6,64%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	-0,08%	-0,08%	3,72%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	0,29%	-1,97%	1,46%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	0,60%	-1,67%	1,46%
Akciové fondy					37,05%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	2,17%	2,17%	5,31%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	3,97%	1,62%	3,99%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	4,76%	3,07%	2,37%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	2,51%	0,86%	2,36%
FF - Emerging Asia Fund I-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	2,16%	-0,15%	2,29%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,24%	-2,49%	2,20%
NN (L) Latin America Equity I Cap	Latinská Amerika	USD	8,49%	6,04%	2,05%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	0,69%	-0,94%	1,89%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	3,48%	1,14%	1,84%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	4,57%	2,21%	1,83%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	-0,07%	-3,02%	1,49%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	-0,69%	-2,93%	1,41%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	1,34%	-0,30%	1,24%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	3,34%	1,67%	1,15%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	2,42%	0,77%	1,14%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,14%	-1,14%	1,14%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	1,54%	-0,75%	0,88%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	4,37%	2,01%	0,73%
Parvest Equity Australia I Cap	Ostatní vyspělé trhy	EUR	1,41%	-0,23%	0,53%
PARVEST EQUITY USA MID CAP I	Severní Amerika	USD	2,21%	-0,10%	0,47%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	-6,57%	-8,08%	0,43%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	0,46%	-2,50%	0,30%
OSTATNÍ					0,57%

Konzervativní portfolio

Hodnota konzervativního portfolia v červenci klesla o 0,38 %. Na dluhopisových trzích nebyl vývoj jednoznačný. Zatímco příliv solidních kvartálních hospodářských výsledků (především z USA a Evropy) a snižování korporátních marží vedlo k růstu cen dluhopisů, pokračující rozdmýchávání obchodních válek administrativy Donalda Trumpa a hrozící ochlazením současného solidního tempa globálního obchodu působilo opačným směrem. České dluhopisy s delší splatností reagovaly na očekávané zvýšení sazeb nejprve poklesem, poté však rostly díky solidnímu zájmu investorů a vývoji na zahraničních trzích. České dluhopisy s kratší splatností v reakci na kroky centrální banky poklesly. Nejhůře se vedlo tureckým dluhopisům, kde náladu investorů (a s tím související výprodeje) podkopává stále více autoritářský styl řízení země a také nově uvalené americké sankce. Část portfolia alokovaná do akcií a alternativních investic měla na výkonnost portfolia v červenci pozitivní vliv.

Tento měsíc jsme do portfolia aktivně nezasahovali.

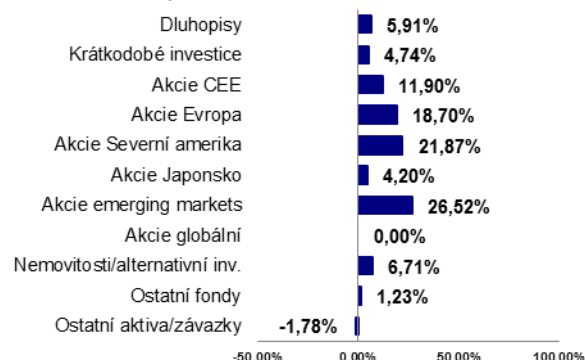
Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					32,77%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,52%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,09%	0,09%	31,25%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					49,69%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	-0,07%	-0,07%	31,01%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-0,17%	-0,17%	18,68%
Dluhopisové fondy - ostatní					6,67%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-3,66%	-3,66%	4,56%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	3,41%	1,07%	2,12%
Fondy alternativních investic					6,62%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	-0,08%	-0,08%	3,70%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	0,29%	-1,97%	1,46%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	0,60%	-1,67%	1,46%
Akciové fondy					4,28%
NN (L) Emerging Markets High Dividend	Globální rozvíjející se trhy	USD	2,94%	0,62%	1,32%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	2,17%	2,17%	0,60%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	4,57%	2,21%	0,47%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	4,76%	3,07%	0,44%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	3,48%	1,14%	0,43%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	2,51%	0,86%	0,40%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	1,75%	-1,25%	0,23%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	-0,69%	-2,93%	0,17%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	1,34%	-0,30%	0,14%
Parvest Equity Australia I Cap	Ostatní vyspělé trhy	EUR	1,41%	-0,23%	0,07%
OSTATNÍ					-0,04%

DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.07.2018



Struktura portfolia ke dni 29.06.2018



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.07.2018

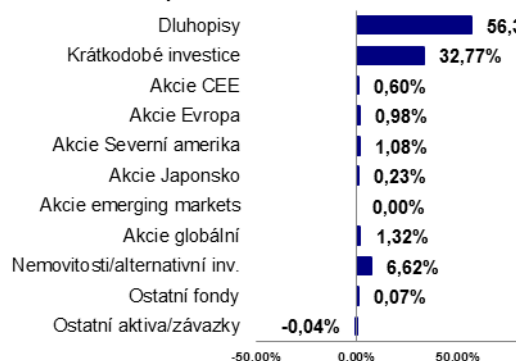


Struktura portfolia ke dni 29.06.2018



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.07.2018



Struktura portfolia ke dni 29.06.2018



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

V souladu s očekáváním došlo s tím, jak se během července uklidnila situace na středoevropských dluhopisech (tj., poté, co se stabilizovalo euro proti dolaru), k utažení rizikové prémie mezi německými a českými dluhopisy. Toto utažení bylo prozatím mírné, jen cca 10 bodů na 180 b.b. Tento vývoj by však dle nás měl pokračovat. Utahování rizikové prémie 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 utažení měnové politiky dřív a že bude letos v tomto počínání nejspíš ještě pokračovat, menší, než jsme původně očekávali (2%). 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 výnosů směrem k úrovni 1% v následujícím roce. Výhled na 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 – v červnu nerezidenti drželi 36 % všech a 40 % korunových dluhopisů, což jsou podíly vpravdě signifikantní. 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 výnosy desetiletých polských dluhopisů dosáhly během dubna nejnižší úrovně (3%) od listopadu 2016, se jejich úrovně stabilizovaly. Polská jádrová inflace v prvních 5 měsících letošního roku klesala, což způsobilo, že pravděpodobnost růstu sazeb v nejbližších kvartálech je nyní 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.

Jsme přesvědčeni, že dosavadní negativní vývoj 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 začne jednat v hospodářské politice racionálně se záměrem rebalancovat přehřívající se ekonomiku utažením před volbami rozvolněné fiskální politiky. To doplní již zavedené zpřísněné politiky monetární (vysoké úrokové sazby centrální banky) a přes ochlazení ekonomiky povede posléze k postupnému ztlumení nyní vysoké inflace a redukcí schodku běžného účtu platební bilance. 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 % přitom nabízí obrovský ziskový potenciál, jenž je navíc zvýrazněný rekordně slabým a fundamentálně extrémně podhodnoceným měnovým kurzem a v současnosti výrazným podvácením 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.

Měny

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 lehce pod 2%. Naopak, ECB se k žádnému utažení 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 schválenou daňovou reformou Trumpovy administrativy, jež pravděpodobně významně prohloubí deficitní hospodaření americké ekonomiky, navíc ve spojení s deficitem obchodní bilance.

Koruna se po červnovém oslabení v červenci opět vrátila na silnější úroveň, byť ne na úroveň tak silné, jak celý letošní rok očekávala ČNB. Vývoj v posledních dvou měsících potvrdil, že ani úroveň 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 úroveň. Výraznějším 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 úroveň. 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 zlatého očekáváme posílení. Slabá inflace sice nedovolí centrální bance hned tak zvyšovat sazby, což limituje prostor po výraznějším posílení zlatého, ale ani hodnoty 4,30, na které posílil v červenci, 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 zlatého 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 holubičího spánku probrala maďarská centrální banka. Ke zvýšení sazeb má sice stále daleko, ale aspoň už neříká, že je spíše nakloněna měnovou politikou dále *uvolnit*, jak tomu bylo až do června.

Na akciové trhy máme selektivní názor. U akcií amerických společností momentálně nevidíme důvody pro výrazný růst akcií. Ve prospěch hovoří dobrá kondice americké ekonomiky, růst korporátních zisků a daňová reforma Donalda Trumpa. 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 východem, Argentinou a Venezuelou a pro rozvíjející se trhy silný americký dolar ve spojení s rostoucími úrokovými sazbami.

**Akciové trhy
střední a východní
Evropy**

Z akcií na českém trhu se nám líbí akcie většiny finančních institucí. Dobré makro prostředí s rostoucími výnosy by měly být pozitivním stimulem pro provozní zisky většiny bank a pojišťoven. Největší potenciál vidíme u akcií 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 zvyšování sazeb Českou národní bankou. 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, finanční společnost GetBack, 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, ve Slovinsku jsou to akcie výrobce domácích spotřebičů Gorenje, farmaceutické společnosti Krka a přístavu Luka Koper.

*Anne-Françoise Blüher
Adam Šperl*

Portfolio managers