

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ČERVEN 2018

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia	153,8919
Výkonnost za poslední měsíc	-1,62%



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia	139,8107
Výkonnost za poslední měsíc	-0,80%



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia	124,2340
Výkonnost za poslední měsíc	-0,20%

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Na rozdíl od května, který byl jedním z nejvolatilnějších měsíců za dlouhou dobu, byl červen na hlavních obligačních trzích spíše poklidný. Americký desetiletý výnos se navzdory eskalaci napětí v zahraničním obchodě (což je hlavně práce amerického prezidenta) obchodoval po celý měsíc v úzkém pásmu 2,85%-2,95 %. Ani na krátkém konci se nic zvláštního nestalo – dvouletý americký vládní dluhopis počátkem června lehce narostl (cca +10 b.b.), poté zůstal na úrovni 2,5%.

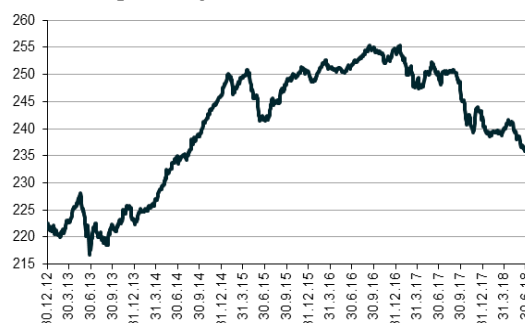
V Eurozóně byl vývoj o něco zajímavější. Německé desetileté dluhopisy v první polovině měsíce vyrostly až na 50 b.b., eskalace obchodního napětí a stále nízká inflace (společně s příslibem ECB udržet sazby minimálně do léta 2019 bez změny) však ve druhé polovině června zavelely k obratu a stlačily výnosy až ke 30 b.b., mírně pod výnosové úrovně z konce května.

DLUHOPISY ČR

Na trhu českých státních dluhopisů pokračoval trend růstu požadovaných výnosů z května pod tlakem postupně slábnoucí koruny, zvýšení sazeb ČNB a pokračující vysoké emisní aktivity Ministerstva financí na primárním trhu.

Oproti predikci výrazně slabší kurz koruny a vyšší inflace přiměly Českou národní banku zvýšit úrokové sazby – koruně tento krok nepomohl, obligačnímu trhu logicky uškodil. Ceny dluhopisů delších splatností, jež na změny v nastavení měnové politiky tolik citlivé nejsou, zase zůstávaly pod negativním tlakem setrvalé vysoké aktivity Ministerstva financí, zásobující obligační trh v nadprůměrné míře novými dluhopisy takřka výhradně dlouhodobých splatností. Požadovaný výnos desetiletého vládního dluhopisu tak ve výsledku vzrostl o 25 b.b. na 2,2%, což znamenalo, že se riziková prémie českých dluhopisů nad svými německými protějšky rozšířila na nové šestileté maximum. Rozsahem identický vývoj byl i na krátkém konci výnosové křivky, kde dvouletý výnos vzrostl z 1% na 1,2%.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Polská výnosová křivka zůstala během června překvapivě stabilní. Překvapením to bylo hlavně z toho důvodu, že i polský zlotý zaznamenal v červnu citelné oslabení, v reakci na nárůst rizikové averze na finančních trzích. Polské dluhopisy krátkých i dlouhých splatností, které jejich zahraniční držitelé částečně redukovali, se zájmem absorbovaly lokální banky a fondy – dlouhodobé výnosy tak ve výsledku zůstaly kolem 3,2%, krátké lehce nad 1,6%. Slabá inflační data, odsouvající jakékoliv utážení měnové politiky daleko do budoucnosti, stabilitu obligačního trhu v červnu dále posílila.

Turecké dluhopisy

Sentiment v rámci tureckých aktiv zůstával s blížícími se prezidentskými a parlamentními volbami rozjitřený. Jako důsledek přehřívající se ekonomiky a slabého měnového kurzu akcelerovala inflační dynamika, centrální banka v reakci neváhala po razantním – krizovém – zvýšení úrokových sazeb v květnu (o 300 bps) dále utáhnout měnovou politiku zvednutím klíčových sazeb o dalších 125 bps na 17,75%. To dodalo zejména měnovému kurzu oporu, nicméně s ohledem na nejistotu před zmíněnými volbami konanými na konci června pouze částečně. Vítězství Erdogana i jeho strany AKP nakonec trh vzal neutrálně a soustředil se na povolební vývoj a formování vládního ekonomického programu. Dluhopisový trh naproti tomu zůstával celý měsíc pod prodejním tlakem – z části vlivem rostoucí inflace, z části pak v důsledku setrvalé zvýšené nabídky nových vládních dluhopisů Ministerstvem financí na primárním trhu při nízké ochotě zahraničních investorů zvyšovat svoji expozici na turecký trh. Výnosová křivka ve výsledku dále stoupla o citelných 180 – 240 bps. Na konci června se

Firemní dluhopisy

turecká vládní výnosová křivka nacházela na úrovni 16,2 – 18,6%. Měnový kurz TRY za červen ke koši měn (EUR, USD) ztratil 1,2%.

Vývoj na kreditním trhu v červnu uzavřel neúspěšné pololetí pokračujícím rozšiřováním kreditních marží, byť již mírnějším proti květnovému výsledku. Obavy z prohloubení obchodních válek (zejména Spojené státy versus Čína) a díky tomu silící negativní dopad do světového obchodu a hospodářské dynamiky dopadal jak na firemní dluhopisy investičního, tak zejména spekulativního stupně. Průměrná kreditní marže indexu EUR iBoxx Corporate IG za červen vzrostla o 7 b. na 81 bodů, v případě indexu spekulativního stupně (EUR iBoxx HY) stoupla o 28 b. na 332 bodů. Kreditní marže dané CDS kontrakty rostly zhruba polovičním tempem proti korporátnímu obligačnímu trhu.

AKCIE

Globální trhy

Výkonnost hlavním vyspělých akciových trhů se pohybovala okolo nuly. Americké akcie zřejmě při zvýšené rizikové averzi benefitovaly na úkor rozvíjejících se trhů. I v červnu nejvíce rezonovaly hrozby obchodních válek, zvýšení základní úrokové sazby FEDem, hrozba rozpadu vládní koalice v Německu a výše státního dluhu Itálie. Index amerických akcií S&P500 si bez výraznějších kurzotvorných zpráv z oblasti společností připsal skromné 0,5 %. Nejlépe se vedlo sektorům zaměřeného na spotřebitele, jako domácí zábavy, jídla, pivovarnictví nebo televize. Se ztrátami skončil automobilový průmysl, sektor ropy a plynu, zemědělský nebo s růstem cen ropy sektor logistiky. Mírnou ztrátu -0,8 % procenta zaznamenal celoevropský index DJ STOXX 600. Není překvapením, že mezi nejhůře výkonné sektory patřily i zde automobilové společnosti (-9,6 %) a s výrazným odstupem pak sektory těžářství, volného času, telekomů a bank.

MSCI World Index



Akcie rozvíjejících se trhů celkově nezažily dobrý měsíc a dohromady odepsaly 4,6 % v USD. Na asijské akcie nejvíce dopadla prohlubující se obchodní válka s USA, kterou teprve nedávno započal americký prezident Donald Trump. Ta se promítla hlavně růstem tržní nervozity z budoucího vývoje a ekonomických ztrát, které by s obchodní válkou byly spojeny. Tato obava se nejvíce projevila u čínských akcií, kdy index Shanghai Shenzhen CSI 300 propadl v dolarech o 10,6 %. Naopak lépe v červnu ustál situaci indický index, který poklesl pouze o 1,3 %. Rozvíjející se země v Latinské Americe, v čele s Brazílií, kterých se obchodní válka přímo nedotýká, zase mají dost vlastních problémů, a to primárně s nestabilní politickou situací. Řada stávek, které minulý měsíc paralyzovaly brazilskou ekonomiku, se projevila ještě v červnu, a proto i brazilský index poklesl o 8,4 %. Celkový pohled na emerging markets tedy v uplynulém měsíci nebyl nijak pozitivní. Do budoucna by však mohly těžit ze silícího 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

Ani výkonnost středoevropských indexů nešla jedním směrem. V ziscích skončil maďarský index BUX (2,2 %), jenž byl tažen akciemi ropné společnosti MOL a banky OTP. Největší burze ve střední Evropě se již dařilo méně. Polský index WIG30 skončil 1,8 % v mínusu. Převážně za to mohl negativní sentiment panující na globálních rozvíjejících se trzích a pravděpodobně přílišný vliv státu na chod některých společností. Nejlépe se vedlo softwarové společnosti CD Project, následované akciemi pojišťovny PZU, chemické společnosti Lotos a telekomunikační společnosti Play. Nejhůře dopadly akcie výrobce bot CCC, z důvodu slabých tržeb a marží, a kvůli italským problémům akcie Kruk. Na pražské burze (index PX -1,1 %) se při dobré ekonomické kondici a růstu cen televizní reklamy dařilo akciím mediální skupiny CME a také defenzivnímu výrobcí cigaret Philip Morris. Ne úplně zdařilý prodej akcií jedním z významných investorů znamenal propad akcií Kofola o téměř 17 %.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v červnu poklesla o 1,62 %. Akciové trhy zažily opět slabší měsíc. Nejhůře se vedlo rozvíjejícím se trhům, a to především v Číně a Latinské Americe. Zatímco v prvním případě je na vině hlavně prohlubující se obchodní válka s USA, ve druhém pak především nervozita spojená s politickými riziky (Brazílie, Mexiko). Výkonnost vyspělých trhů se pohybovala okolo nuly, lépe se dařilo americkým akciím. Evropské skončily s mírnou ztrátou – pod tlakem obchodní války ztrácel především automobilový sektor.

Po třech měsících jsme se rozhodli opět mírně snížit zastoupení akcií v portfoliu. Za současných podmínek nevidíme žádný výrazný impuls, který by akciovému trhu mohl přinést další významné zisky. Naopak nejistota a rizika spojená se stupňující se obchodní válkou mezi USA a jejími partnery a zpomalování globální ekonomiky nás vede k opatrnosti před možnou korekcí na akciových trzích. Volné prostředky jsme alokovali do fondů méně rizikových dluhopisů. Dále jsme se rozhodli více diverzifikovat pozici v amerických akciích: přidali jsme expozici na trhy se střední kapitalizací (Mid-Cap) a také jsme změnili zastoupení jednotlivých fondů, které je nyní rovnoměrnější.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					4,74%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,93%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,02%	0,02%	2,81%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					3,07%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	-0,36%	-0,36%	1,94%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,05%	0,05%	1,13%
Dluhopisové fondy - ostatní					2,84%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-2,22%	-2,22%	1,95%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	-0,81%	0,40%	0,89%
Fondy alternativních investic					6,71%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	n/a	n/a	3,67%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	0,52%	1,74%	1,52%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	0,52%	1,74%	1,51%
Akciové fondy					84,42%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	-0,69%	-0,69%	11,90%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	-1,58%	-0,38%	9,13%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	-0,43%	0,46%	5,33%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	-2,51%	-1,64%	5,29%
FF - Emerging Asia Fund I-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	-4,09%	-2,92%	5,26%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	-5,26%	-4,11%	5,17%
NN (L) Latin America Equity I Cap	Latinská Amerika	USD	-4,32%	-3,16%	4,44%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	-4,50%	-3,65%	4,37%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	0,31%	1,53%	4,22%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	1,20%	2,43%	4,08%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	-1,65%	-2,14%	3,54%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	1,18%	2,41%	3,32%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	0,95%	1,85%	2,88%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,74%	-3,58%	2,63%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	-1,70%	-0,82%	2,60%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	-2,07%	-1,20%	2,60%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-3,13%	-1,95%	1,98%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	1,24%	2,47%	1,64%
Parvest Equity Australia I Cap	Ostatní vyspělé trhy	EUR	1,53%	2,44%	1,23%
PARVEST EQUITY USA MID CAP I	Severní Amerika	USD	0,58%	1,80%	1,11%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	-3,80%	-2,94%	1,03%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	-1,14%	-1,63%	0,66%
OSTATNÍ					-1,78%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v červnu poklesla o 0,80 %. Akciové trhy zažily opět horší měsíc. Nejhuře se vedlo rozvíjejícím se trhům, a to především v Číně a Latinské Americe. Zatímco v prvním případě je na vině hlavně prohlubující se obchodní válka s USA, ve druhém pak především nervozita spojená s politickými riziky (Brazílie, Mexiko). Výkonnost vyspělých trhů se pohybovala okolo nuly, lépe se dařilo americkým akciím. Evropské skončily s mírnou ztrátou – pod tlakem obchodní války ztrácel především automobilový sektor. Ani dluhopisům se nijak zvlášť nevedlo. Americké bondy stagnovaly, evropské s příslibem ECB, že nebude zvedat sazby do léta 2019, ke konci měsíce mírně rostly. Zvýšení sazeb ČNB mělo na české dluhopisy negativní dopad.

Po třech měsících jsme se rozhodli opět mírně snížit zastoupení akcií v portfoliu. Za současných podmínek nevidíme žádný výrazný impuls, který by akciovému trhu mohl přinést další významné zisky. Naopak nejistota a rizika spojená se stupňující se obchodní válkou mezi USA a jejími partnery a zpomalování globální ekonomiky nás vede k opatrnosti před možnou korekcí na akciových trzích. Volné prostředky jsme alokovali do fondů méně rizikových dluhopisů. Dále jsme se rozhodli více diverzifikovat pozici v amerických akciích: přidali jsme expozici na trhy se střední kapitalizací (Mid-Cap) a také jsme změnili zastoupení jednotlivých fondů, které je nyní rovnoměrnější.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					19,18%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,83%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,02%	0,02%	17,34%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					28,82%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	-0,36%	-0,36%	17,96%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,05%	0,05%	10,86%
Dluhopisové fondy - ostatní					9,15%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-2,22%	-2,22%	6,35%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	-0,81%	0,40%	2,79%
Fondy alternativních investic					6,70%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	n/a	n/a	3,72%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	0,52%	1,74%	1,49%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	0,52%	1,74%	1,48%
Akciové fondy					36,98%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	-0,69%	-0,69%	5,28%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	-1,58%	-0,38%	3,98%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	-0,43%	0,46%	2,34%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	-2,51%	-1,64%	2,31%
FF - Emerging Asia Fund I-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	-4,09%	-2,92%	2,30%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	-5,26%	-4,11%	2,26%
NN (L) Latin America Equity I Cap	Latinská Amerika	USD	-4,32%	-3,16%	1,94%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	-4,50%	-3,65%	1,91%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	1,20%	2,43%	1,82%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	0,31%	1,53%	1,79%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	-1,65%	-2,14%	1,54%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	1,18%	2,41%	1,46%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	0,95%	1,85%	1,24%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,74%	-3,58%	1,15%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	-1,70%	-0,82%	1,14%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	-2,07%	-1,20%	1,13%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-3,13%	-1,95%	0,89%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	1,24%	2,47%	0,72%
Parvest Equity Australia I Cap	Ostatní vyspělé trhy	EUR	1,53%	2,44%	0,54%
PARVEST EQUITY USA MID CAP I	Severní Amerika	USD	0,58%	1,80%	0,48%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	-3,80%	-2,94%	0,47%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	-1,14%	-1,63%	0,31%
OSTATNÍ					-0,81%

Konzervativní portfolio

Hodnota konzervativního portfolia v červnu poklesla o 0,20 %.

Dluhopisům se nijak zvlášť nevedlo. Americké bondy stagnovaly, hodnota evropských dluhopisů ke konci měsíce mírně rostla, především kvůli eskalující obchodní válce, stále nízké inflaci a příslibu ECB, že nebude zvedat úrokové sazby minimálně do léta 2019. Na českém trhu obligací pokračoval květnový trend poklesu cen z důvodu slábnoucí koruny, zvyšujících se sazeb ČNB a vysoké emisní aktivity ministerstva financí na primárním trhu. Akciová část portfolia měla na výkonnost portfolia také mírně negativní vliv, alternativní investice naopak ztráty mírnily.

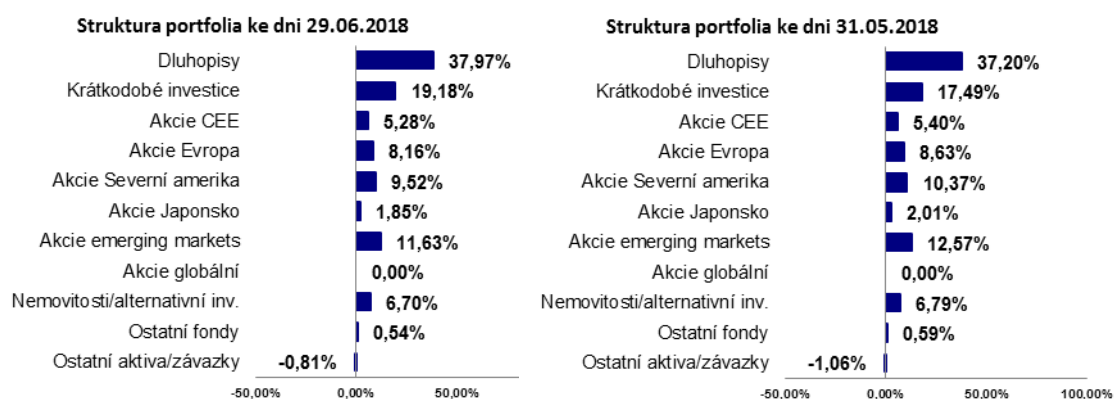
Po třech měsících jsme se rozhodli opět mírně snížit zastoupení akcií v portfoliu. Za současných podmínek nevidíme žádný výrazný impuls, který by akciovému trhu mohl přinést další významné zisky. Naopak nejistota a rizika spojená se stupňující se obchodní válkou mezi USA a jejími partnery a zpomalování globální ekonomiky nás vede k opatrnosti před možnou korekcí na akciových trzích. Volné prostředky jsme alokovali do fondů méně rizikových dluhopisů. Dále jsme se rozhodli více diverzifikovat pozici v amerických akciích tak, že jsme změnili zastoupení jednotlivých fondů, které je nyní rovnoměrnější. Je třeba však mít na paměti, že akciová složka v portfoliu je relativně 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					32,44%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,12%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,02%	0,02%	31,33%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					49,96%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	-0,36%	-0,36%	31,14%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,05%	0,05%	18,82%
Dluhopisové fondy - ostatní					6,80%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-2,22%	-2,22%	4,71%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	-0,81%	0,40%	2,08%
Fondy alternativních investic					6,64%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	n/a	n/a	3,68%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	0,52%	1,74%	1,48%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	0,52%	1,74%	1,47%
Akciové fondy					4,26%
NN (L) Emerging Markets High Dividend	Globální rozvíjející se trhy	USD	-5,14%	-3,99%	1,30%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	-0,69%	-0,69%	0,59%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	0,31%	1,53%	0,46%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	-0,43%	0,46%	0,44%
FF - America Fund I-ACC-USD	Severní Amerika	USD	1,20%	2,43%	0,42%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	-2,51%	-1,64%	0,42%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	-1,25%	-1,74%	0,24%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	1,18%	2,41%	0,18%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	0,95%	1,85%	0,14%
Parvest Equity Australia I Cap	Ostatní vyspělé trhy	EUR	1,53%	2,44%	0,07%
OSTATNÍ					-0,10%

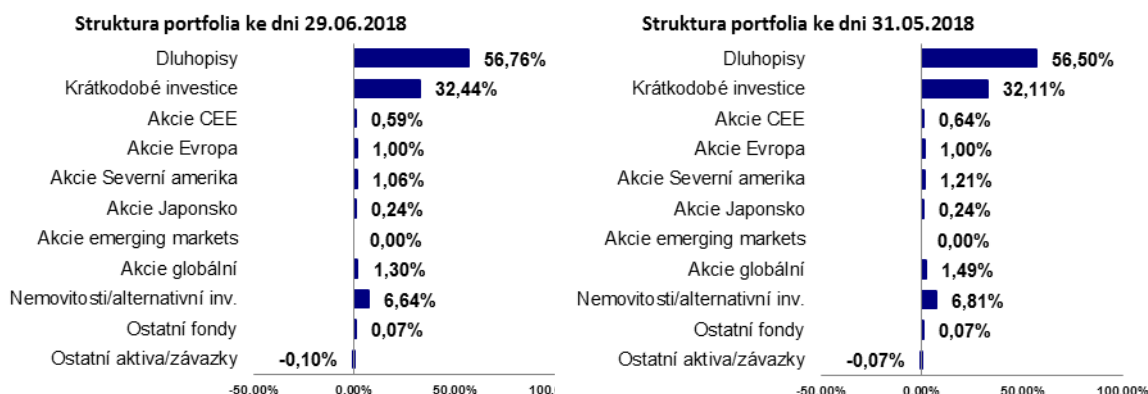
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Poté, co se uklidní situace na středoevropských dluhopisech (tj., poté, co se stabilizuje euro proti dolaru), by mělo dojít k utažení rizikové prémie mezi německými a českými dluhopisy. Stane se tak zdola (tj., růstem německých výnosů) i seshora (mírným poklesem českých výnosů). Pokles dlouhých českých výnosů bude ve světle toho, že ČNB přistoupila k utažení měnové politiky dřív, než jí to diktovala poslední (květnová) prognóza, menší, než jsme původně očekávali. 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 vzestupu německých výnosů někam k úrovni 0,8 – 1% v nejbližším 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 květnu nerezidenti drželi 35 % všech a 40 % korunových dluhopisů, a ačkoliv během června jistě došlo ke snížení těchto podílů, držba dluhopisů nerezidenty i po červnu zůstane signifikantní. Další stovky miliard korun z intervencí, které jsou v rukou zahraničních investorů, jsou pak v jiných instrumentech. Jinými slovy, dluhopisy podobně jako koruna zůstávají 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 prosadila určitá růstová korekce. Polská jádrová inflace v prvních 4 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.

Turecká centrální rozhodným způsobem reagovala na dramatický nárůst tržních obav z přehřívající se turecké ekonomiky doplněné zvýšenou politickou nejistotou, která volbami minimálně zčásti ustoupila. Aktuální nastavení měnové politiky (klíčová repo sazba na úrovni 17,75%) by za současného opětovného zpřísnění politiky fiskální mělo být jednak dostatečně atraktivní, aby postupně přilákala zpět zahraniční investory (a vedlo k postupné reálné apreciaci TRY), jednak dostatečně přísné na to, aby zchladilo přehřívající se tureckou ekonomiku, která v posledních kvartálech rostla tempem nad 7% (7,4% v roce 2017). Klíčový nicméně bude, jak se k hospodářské politice a nezávislosti centrální banky postaví vedoucí představitelé vlády a zejména prezident Erdogan. Před volbami investory ujišťovali, že zpřísní prováděnou fiskální politiku v souladu s měnově-politickým utažením a střednědobým vládním ekonomickým plánem. Pokud těmto slibům dostojí, investoři se na výnosově extrémně atraktivní turecký trh začnou vracet, což povede k posílení měnového kurzu, ukotvení inflačních očekávání a rebalancování vnější nerovnováhy díky ochlazení ekonomického růstu. To by postupně umožnilo setrvalejší pokles požadovaných výnosů tureckých vládních dluhopisů (z extrémně vysokých úrovní až téměř 20%) a růst jejich cen ze současných významně snížených úrovní.

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 kolem stávajících hodnot, tj. na úrovních mezi 1,15 – 1,20. Pro vyšší úrovně (=pro slabší dolar) 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 postupně přesahuje cíl ve výši 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 delší 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 po dlouhé době konečně oslabila, zatím „jen“ k úrovni 26 korun za euro. Vzhledem k tomu, že se v ní stále nachází velké množství intervenčních spekulantů, je nadále velmi zranitelná. Otázkou tak zůstává, zda se může spustit nekontrolovatelná lavina prodejů korun. Dle nás nemusí být koruna od takového bodu zlomu zas tak vzdálená – na hodnotách nad 26 korun, na kterých už skoro je, by u zahraničních investorů mohlo dojít k přehodnocení pozice a jejich názoru na dlouhodobé nepřerušované posilování koruny. V dalších měsících tak nečekáme posílení koruny, nýbrž stagnaci na stávajících úrovních resp. její možné další oslabení. Tomu nahrává i skutečnost, že exportéři jsou nyní měnově zajištěni nad dlouhodobými průměry, tj. žádnou další výraznější poptávku po koruně už jen tak nevygenerují. Jediným faktorem, který by v nejbližších měsících mohl způsobit posílení koruny, by byla agresivnější reakce ČNB, která by mohla pohrozit, že pokud koruna neposílí, zvýší sazby opět a více než plánuje její poslední prognóza. 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 zvyšovat sazby, což limituje prostor po výraznější posílení zlatého, ale nedávné oslabení až k 4,40 neodpovídá silnému růstu ekonomiky, ani celkovému stavu polské ekonomiky. Letos tak očekáváme návrat k úrovni 4,20.

Maďarský forint má dle nás fundamentální potenciál posílit k - či dokonce pod - hranici 300 HUF/EUR. Stávající hodnoty kolem úrovně 325 HUF/EUR jsou podobně jako u polského zlatého neodůvodnitelně slabé a korekci těchto hodnot směrem k hranici 310 očekáváme v druhém pololetí. 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 aspoň už neříká, že je spíše nakloněna měnovou politikou dále *uvolnit*, jak tomu bylo až do června.

Na akcie amerických společností máme neutrální názor. 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 politikou 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 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. 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 růstu úrokových sazeb. 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, ve Slovinsku jsou to akcie farmaceutické společnosti Krka a přístavu Luka Koper.

*Anne-Françoise Blüher
Adam Šperl*

Portfolio managers