

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC KVĚTEN 2018

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **156,4299**
 Výkonnost za poslední měsíc **-0,57%**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **140,9413**
 Výkonnost za poslední měsíc **-0,58%**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **124,4771**
 Výkonnost za poslední měsíc **-0,28%**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

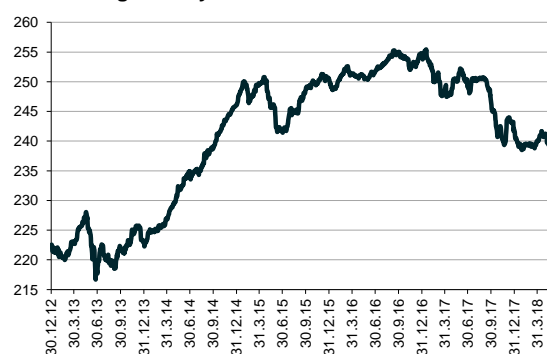
I když americké dluhopisy zaznamenaly během května jeden z nejvolatilnějších měsíců, čistá změna výnosů mezi konci dubna a května nakonec nebyla moc velká. V první polovině května se desetileté výnosy vyšplhaly na nejvyšší hodnotu (3,1%) za skoro 7 let s tím, jak trh začal očekávat rychlý růst inflace a růst americké zadluženosti. Politická nejistota v Evropě, zejména kolem formování koalice v Itálii (ale i kvůli hlasování o důvěře vlády v Španělsku), však posléze vrátila výnosy rychle směrem dolů. Výnosy dlouhodobých Treasuries v poslední dekádě května spadly nejrychlejším tempem od Brexitu, o více než 30 bps. US výnosová křivka v měsíčním účtování klesla v rozsahu do 10 bps a snížila sklon.

V Eurozóně byl vývoj výrazněji ovlivněn problémy s formováním italské vlády – zatímco německé dlouhodobé výnosy poklesly až na 20 bps z již tak nízkých úrovní okolo 0,5 – 0,6%, ty periferní v čele s italskými dluhopisy v ceně citelně ztrácely a jejich výnosy rostly, přičemž tržní volatilita dramaticky vzrostla.

DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka během května vzrostla, a to zhruba o 20 bps na všech splatnostech. Důvodem byl kromě zmíněného růstu politické nejistoty v Eurozóně především jestřábí rétorika členů bankovní rady ČNB, indikující záměr centrálních bankéřů pokračovat v cyklu zvyšování úrokových sazeb a vedle toho vysoká aktivita Ministerstva financí, zásobující obligační trh v nadprůměrné míře novými dluhopisy zejména dlouhodobých splatností. České dvouleté výnosy vyrostly na skoro 0,9%, české desetileté pak na dohled 2%. Riziková prémie českých desetiletých dluhopisů nad německými se vlivem uvedeného vývoje rozšířila na šestileté maximum.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Polská výnosová křivka po výrazném dubnovém zploštění a poklesu dlouhého konce v květnu vlivem mírně vyšší (celkové) inflace a zejména pod tlakem politické nervozity v Evropě stoupla a zvýšila sklon. Na krátkém konci vzrostly výnosy o 6 bazických bodů, na dlouhém konci o zhruba 15 bps (na zhruba 3,25%). Jednalo se tak o podobný vývoj jako v České republice, jen v mírnějším rozsahu.

Turecké dluhopisy

Turecká aktiva čelila z kraje května dramatickému zhoršení již tak velmi negativního sentimentu a v reakci velmi silným výprodejům. Spouštěcím motivem bylo vedle snížení ratingu agenturou Standard & Poor's především vyjádření prezidenta Erdogana na návštěvě v Londýně, že po jeho zvolení v prezidentských volbách na konci června hodlá výrazněji mluvit do provádění měnové politiky centrální banky (!). To spustilo nefalšovaný úprk již tak výrazně podvážených zahraničních investorů z tureckých dluhopisů, výrazně akcelerovalo oslabování kurzu turecké liry. V závěru května, kdy negativní vývoj kulminoval, konečně razantně zareagovala centrální banka – zvýšila rozhodným způsobem úrokovou sazbu (o 300 bps) a zároveň se navrátila ke konvenčnímu provádění měnové politiky prostřednictvím klíčové týdenní repo sazby. Centrální banka a vláda ústy guvernéra a místopředsedy vlády Simseka (trhy respektovaný ekonom) slíbila další zpřísnění měnové politiky na zasedání v červnu v případě akcelerace inflace, respektive souběžné dodržení střídavého fiskálního plánu bez ohledu na brzké parlamentní a prezidentské volby. To poskytlo tureckým aktivům určitou podporu a stabilizaci, byť tržní vývoj zůstával značně volatilní. Výnosová křivka během extrémně negativního května vzrostla a zvýraznila inverzní tvar při růstu kratších splatností až o 280 bps a dlouhodobých

výnosů o 160 – 200 bps. Na konci května se turecká vládní křivka nacházela na bezprecedentní úrovni 14 – 16,75%. Měnový kurz TRY za květen oslabil ke koši měn (EUR, USD) o dramatických 9,4%.

Firemní dluhopisy

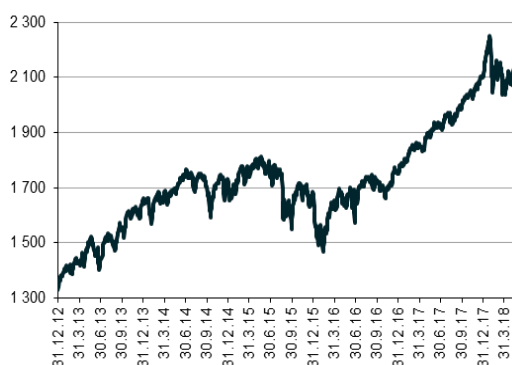
Květen byl pro firemní dluhopisy napříč kategoriemi výrazně negativním měsícem, nejhorším od ledna 2016. Odklonu investorů od kreditního rizika dominovala eskalace politické nejistoty v Itálii v souvislosti s problémy populistické koalice sestavit vládu, nezodpovědnými fiskálními plány a hrozícími předčasnými volbami. Nejhůře zasažené byly dluhopisy italských finančních institucí, ztráty se nicméně nevyhnuly ani valné většině ostatních segmentů. Průměrná kreditní marže indexu EUR iBoxx Corporate IG ve výsledku i přes korekci v závěru měsíce vzrostla o 16 b. na 75 bodů, v případě indexu spekulativního stupně (EUR iBoxx HY) stoupla o 48 b. na 304 bodů. Kreditní marže dané CDS kontrakty rostly obdobně jak v případě investičního, tak spekulativního stupně.

AKCIE

Globální trhy

Ve světě se i při zvýšené rizikové averzi dařilo akciím amerických společností (S&P500 2,2 %). Dobře si vedly především sektory automobilový, průmyslu, hotelnictví nebo zemědělský, jež si připsaly zhodnocení přes 10 %. Ve ztrátě skončil index evropských akcií DJ STOXX 600 (-0,6 %). Za hlavní důvody mírně negativní výkonnosti můžeme označit možné uvalení cel na ocel ze strany USA a nelehké sestavování vlády v Itálii spojené s rostoucími výnosy dluhopisů periferních zemí eurozóny. Nejvyšší ztrátu si tak připsal evropský bankovní sektor (-9 %) a sektor pojišťovnictví (-6,2 %), kladnou výkonnost předvedly sektory těžby, technologický a volného času.

MSCI World Index



Na asijských rozvíjejících se trzích přetrvávala nervózní nálada, která je spojená především s obavami z protekcionistické obchodní politiky Spojených států. Akcie velkých ekonomik rostly – Čína +1,21 %, Indie +0,46 %, zatímco např. akcie Koreje a Hong-Kongu klesly. Ekonomická situace v regionu zůstává však nadále dobrá. Zcela opačná situace panovala v květnu v Latinské Americe. Po sérii stávek, které proběhly po deregulaci cen energií následované zvýšením jejich cen, a narůstající nejistotě ohledně prosazení plánovaných reforem se brazilské akcie propadly o 10,87 %. Mexické akcie odepsaly 7,64 %, kde se investoři více a více obávají blížících se prezidentských voleb a také možnosti nevyjednání pokračování obchodní smlouvy NAFTA s USA. MSCI Emerging Markets Index ztratil za květen 3,75 % (v USD). Musíme však přihlídnout k tomu, že poměrně značné posílení amerického dolaru snížilo vykazovanou výkonnost trhů rozvíjejících se ekonomik v této měně.

Středoevropské trhy

Akcíím středoevropských společností se nedařilo. Zvýšená riziková averze panující převážně na rozvíjejících se trzích ve spojení s rostoucími požadovanými výnosy na dluhopisech a silícím dolarem dopadla i na středoevropský region, především na polský trh (index WIG 30 -4,9 %). Za propadem polského indexu byly hlavně hojně zastoupené bankovní tituly, které negativně reagovaly na komentáře některých členů polské centrální banky o ponechání základní úrokové sazby na stávající úrovni až do konce roku 2019. Mimo banky a pojišťovny se nedařilo ani energetickému sektoru, jenž reagoval na stále se opakující spekulace o financování výstavby jaderné elektrárny. V plusu naopak skončily společnosti ze sektoru maloobchodu, jako LPP, CCC nebo CD Project. České akcie také skončily v mírném záporu. Výběr zisků proběhl na akciích Erste Bank, pojišťovny Vienna Insurance Group a Philip Morris.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v květnu poklesla o 0,57 %. Akciové trhy pokračují ve střídavých výsledcích. Ve ztrátě skončil index evropských akcií DJ STOXX 600 (-0,6 %). Za hlavní důvody mírně negativní výkonnosti můžeme označit možné uvalení cel na ocel ze strany USA a nelehké sestavování vlády v Itálii spojené s rostoucími výnosy dluhopisů periferních zemí eurozóny. Americké akcie oproti tomu přidaly zhodnocení 2,2 % (index S&P 500). Na rozvíjejících se trzích panovala rovněž nervózní nálada, některé trhy rostly, jiné klesaly. Nejhůře se vedlo akciím v Latinské Americe. Blížící se volby v Mexiku a probíhající stávky v Brazílii následované po deregulaci cen energií poslaly akcie hluboko do mínusu. Politická nejistota otrásá i Tureckem, na což reagovaly akcie téměř desetiprocentním poklesem.

Tento měsíc jsme v portfoliu žádné aktivní změny neprovedli.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					3,68%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,64%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	-0,07%	-0,07%	2,05%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					2,96%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	-0,80%	-0,80%	1,84%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-0,16%	-0,16%	1,11%
Dluhopisové fondy - ostatní					2,67%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-4,70%	-4,70%	1,80%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	-2,50%	1,68%	0,87%
Fondy alternativních investic					6,78%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,12%	0,12%	3,70%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	1,09%	5,42%	1,55%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	0,61%	4,92%	1,52%
Akciové fondy					86,10%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,07%	0,07%	11,69%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	2,27%	6,65%	9,65%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	-0,22%	4,06%	9,59%
FF - Emerging Asia Fund I-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	-0,45%	3,82%	5,75%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,79%	3,46%	5,68%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	0,41%	1,39%	5,39%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	-2,53%	-1,58%	5,29%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	2,58%	3,58%	4,74%
NN (L) Latin America Equity I Cap	Latinská Amerika	USD	-13,58%	-9,88%	3,75%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	-1,21%	3,56%	3,71%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	6,55%	11,12%	3,58%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,18%	4,10%	2,83%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	-0,56%	0,41%	2,78%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	0,11%	1,09%	2,64%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	-1,78%	-0,82%	2,59%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-6,91%	-2,92%	1,99%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	-0,75%	3,50%	1,67%
Parvest Equity Australia I Cap	Ostatní vyspělé trhy	EUR	4,21%	5,23%	1,26%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	-9,91%	-9,03%	0,86%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	-0,79%	4,00%	0,66%
OSTATNÍ					-2,19%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v květnu poklesla o 0,58 %. Akciové trhy pokračují ve střídavých výsledcích. Ve ztrátě skončil index evropských akcií DJ STOXX 600 (-0,6 %). Za hlavní důvody mírně negativní výkonnosti můžeme označit možné uvalení cel na ocel ze strany USA a nelehké sestavování vlády v Itálii spojené s rostoucími výnosy dluhopisů periferních zemí eurozóny. Americké akcie oproti tomu přidaly zhodnocení 2,2 % (index S&P 500). Na rozvíjejících se trzích panovala rovněž nervózní nálada, některé trhy rostly, jiné klesaly. Nejhůře se vedlo akciím v Latinské Americe. Blížící se volby v Mexiku a probíhající stávky v Brazílii následované po deregulaci cen energií poslaly akcie hluboko do mínusu. Politická nejistota oťřásá i Tureckem, na což reagovaly akcie téměř desetiprocentním poklesem. Dluhopisům se v květnu vůbec nevedlo. Odklonu investorů od kreditního rizika dominovala eskalace politické nejistoty v Itálii, na tuzemské dluhopisy pak negativně působila jestřábi rétorika centrální banky, jež hodlá pokračovat v cyklu zvyšování úrokových sazeb a vedle toho vysoká aktivita Ministerstva financí, zásobující obligační trh v nadprůměrné míře novými dluhopisy zejména dlouhodobých splatností.

Tento měsíc jsme v portfoliu žádné aktivní změny neprovedli.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					17,49%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,50%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	-0,07%	-0,07%	15,98%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					28,24%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	-0,80%	-0,80%	17,60%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-0,16%	-0,16%	10,64%
Dluhopisové fondy - ostatní					8,96%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-4,70%	-4,70%	6,08%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	-2,50%	1,68%	2,88%
Fondy alternativních investic					6,79%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,12%	0,12%	3,68%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	1,09%	5,42%	1,56%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	0,61%	4,92%	1,55%
Akciové fondy					39,58%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,07%	0,07%	5,40%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	-0,22%	4,06%	4,38%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	2,27%	6,65%	4,36%
FF - Emerging Asia Fund I-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	-0,45%	3,82%	2,67%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,79%	3,46%	2,59%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	0,41%	1,39%	2,48%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	-2,53%	-1,58%	2,42%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	2,58%	3,58%	2,16%
NN (L) Latin America Equity I Cap	Latinská Amerika	USD	-13,58%	-9,88%	1,71%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	-1,21%	3,56%	1,70%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	6,55%	11,12%	1,64%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,18%	4,10%	1,34%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	-0,56%	0,41%	1,28%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	0,11%	1,09%	1,24%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	-1,78%	-0,82%	1,20%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-6,91%	-2,92%	0,96%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	-0,75%	3,50%	0,76%
Parvest Equity Australia I Cap	Ostatní vyspělé trhy	EUR	4,21%	5,23%	0,59%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	-9,91%	-9,03%	0,38%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	-0,79%	4,00%	0,31%
OSTATNÍ					-1,06%

Konzervativní portfolio

Hodnota konzervativního portfolia v květnu poklesla o 0,28 %.

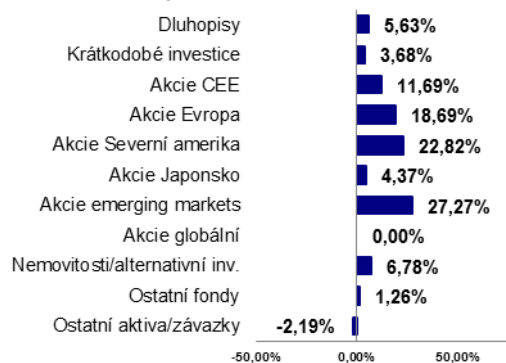
Dluhopisům se v květnu vůbec nevedlo. Odklonu investorů od kreditního rizika dominovala eskalace politické nejistoty v Itálii, na tuzemské dluhopisy pak negativně působila jestřábi rétorika centrální banky, jež hodlá pokračovat v cyklu zvyšování úrokových sazeb a vedle toho vysoká aktivita Ministerstva financí, zásobující oblihační trh v nadprůměrné míře novými dluhopisy zejména dlouhodobých splatností. Obzvláště se nedařilo rizikovějším dluhopisům (High Yield), a to z již výše zmíněných důvodů. Akciová část portfolia měla na výkonnost portfolia také mírně negativní vliv, alternativní investice naopak ztráty mírnily.

Tento měsíc jsme v portfoliu žádné aktivní změny neprovedli.

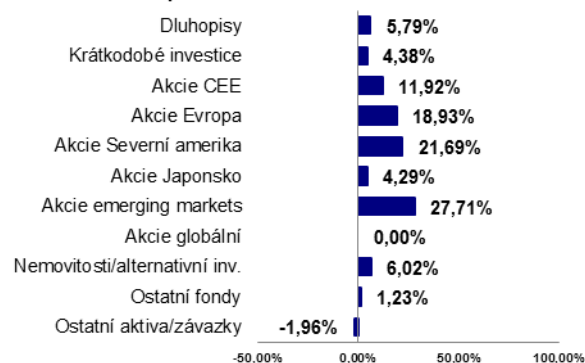
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	MTD Výkonnost			Rozložení portfolia
			v z. měně	v měně portfolia		
Krátkodobé investice						32,11%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a		1,09%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	-0,07%	-0,07%		31,02%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia						49,75%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	-0,80%	-0,80%		30,98%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-0,16%	-0,16%		18,77%
Dluhopisové fondy - ostatní						6,75%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-4,70%	-4,70%		4,60%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	-2,50%	1,68%		2,16%
Fondy alternativních investic						6,81%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,12%	0,12%		3,67%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	1,09%	5,42%		1,59%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	0,61%	4,92%		1,55%
Akciové fondy						4,64%
NN (L) Emerging Markets High Dividend	Globální rozvíjející se trhy	USD	-4,15%	-0,04%		1,49%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	-0,22%	4,06%		1,04%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,07%	0,07%		0,64%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	0,41%	1,39%		0,44%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	-2,53%	-1,58%		0,43%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	-2,48%	2,23%		0,24%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	6,55%	11,12%		0,17%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	-0,56%	0,41%		0,13%
Parvest Equity Australia I Cap	Ostatní vyspělé trhy	EUR	4,21%	5,23%		0,07%
OSTATNÍ						-0,07%

DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.05.2018

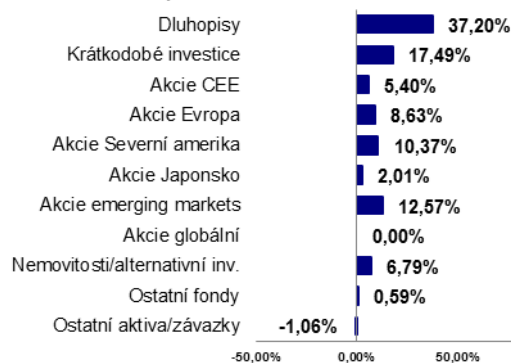


Struktura portfolia ke dni 30.04.2018



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.05.2018

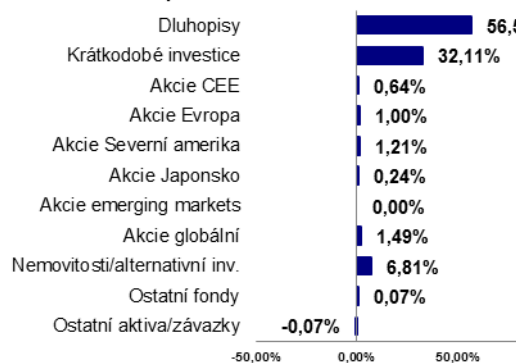


Struktura portfolia ke dni 30.04.2018

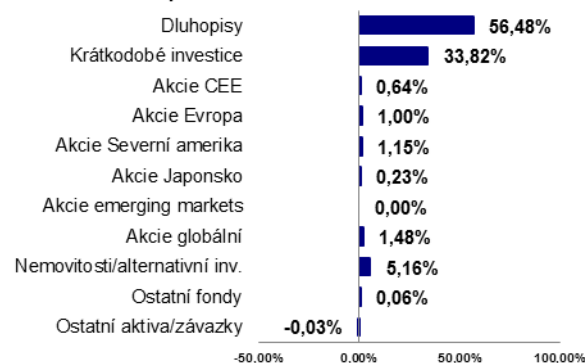


KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.05.2018



Struktura portfolia ke dni 30.04.2018



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. Mělo by se tak stát jak zdola (tj., růstem německých výnosů), tak částečně i shora (mírným poklesem českých výnosů). Pokles dlouhých českých výnosů někam k 1,50% by měl přijít s tím, jak bude jasnější, že česká inflace není takovým problémem, aby byl potřebný výrazný růst sazeb. Rizikem tohoto vývoje je scénář, kdy ČNB zrealizuje hrozbu rychlejším / větším růstem sazeb, pokud koruna zůstane slabší, než co čeká prognóza. Uvedený fundamentální výhled je nadále komplikován situací na devizovém trhu, konkrétně přetrvávající překoupeností české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž nadále uložena právě v českých dluhopisech – v dubnu nerezidenti drželi 34 % všech a 39 % korunových dluhopisů. 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. Negativní tlak na ceny vládních dluhopisů navíc nadále přichází ze strany Ministerstva financí, jež trh zásobuje výrazně nadprůměrným objemem nově vydávaných dluhopisů, navíc koncentrovaných do segmentu dlouhodobých splatností. V dlouhodobém horizontu očekáváme růst výnosů (pokles cen vládních obligací), a to jak zde, tak v EMU.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Poté, co desetileté polské dluhopisy dosáhly během dubna nejnižší úrovně (3%) od listopadu 2016 se prosadila určitá růstová korekce. Pokles polské jádrové inflace v prvních 4 měsících letošního roku snížil pravděpodobnost růstu sazeb v nejbližších 6 kvartálech směrem k nule. 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 i české protějšky.

Turecká centrální banka konečně v květnu rozhodným způsobem zareagovala na dramatický nárůst tržních obav z přehřívající se turecké ekonomiky doplněné zvýšenou politickou nejistotou a kontroverzními prohlášeními prezidenta Erdogana. Výrazné zpřísnění měnové politiky a její zjednodušení/zpřehlednění doplnila následně na pravidelném zasedání začátkem června dodatečným zvýšením klíčové repo sazby o dalších 125 bps – celkový nárůst měnověpolitických sazeb tak činil 425 bps na 17,75%. To je o poznání více, než byla průměrná tržní očekávání a zároveň to posunulo reálné sazby na takovou kladnou úroveň (aktuálně přes 5,5%), která by měla být jednak dostatečně atraktivní, aby postupně přilákala zpět zahraniční investory (a vedla k postupné reálné apreciaci TRY), jednak dostatečně vysoká na to, aby zchladila přehřívající se tureckou ekonomiku, která v posledních kvartálech rostla tempem nad 7% (7,4% v roce 2017). Důležitý je také fakt, že vedoucí představitelé vlády trhy opakovaně ubezpečili, že zpřísní prováděnou fiskální politiku v souladu s měnově-politickým utažením a střednědobým vládním ekonomickým plánem. Razantní zpřísnění měnové politiky centrální banky po parlamentních a prezidentských volbách (konec června) dle našeho názoru povede k posílení měnového kurzu, ukotvení inflačních očekávání a rebalancování vnější nerovnováhy díky ochlazení ekonomického růstu. To by postupně mělo umožnit setrvalejší pokles požadovaných výnosů tureckých vládních dluhopisů (z extrémně vysokých úrovní až téměř 18%) 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 na stávajících hodnotách, tj. na úrovních kolem 1,15. Pro vyšší úrovně (=pro slabší dolar) nenacházíme v současných ani v očekávaných diferenciálech měnových politik na opačných stranách Atlantiku (což je primární faktor kurzu v posledním desetiletí) odůvodnění. FED letos totiž přistoupí k nejméně dalším 2 zvýšením sazeb (k jednomu již došlo na březnovém zasedání), a to s tím, jak se inflace stabilizovala lehce pod 2% - ostatně, k trojmu zvýšení přistoupil FED i loni, a to se inflace sesunula až k 1,3%. 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 dalšího prodloužení programu odkupu aktiv. Střednědobé faktory však již pro kurz dolaru zdaleka tak 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 však jenom mírně. 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 kolem 26 korun, ke kterým už nyní nemá daleko, 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, případně její další oslabení. Tomu nahrává i skutečnost, že exportéři jsou nyní měnově zajištěni nad dlouhodobými průměry, tj. žádnou další poptávku po koruně už jen tak nevygenerují. Jediným faktorem, který by v nejbližších měsících mohl způsobit posílení koruny, by byla agresivnější reakce ČNB, která aktuálně hrozí, že pokud koruna neposílí, zvýší sazby dřív a / nebo 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 nad 4,33 neodpovídá silnému růstu ekonomiky, ani celkovému stavu polské ekonomiky.

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. Posílení pod tuto hranici nastane však až v situaci, kdy centrální banka přejde do módu utažení měnové politiky. Vzhledem k vývoji posledních mnoha měsíců je však nabíledni, že takový moment je velmi daleko na to, aby se v dohledné době projevil ve vývoji kurzu forintu proti euru.

Na akcie amerických společností jsme opatrní. 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. Sezóna hospodářských výsledků za první čtvrtletí nevybočila z pozitivního trendu překonávání odhadů analytiků jak na úrovni tržeb, tak na úrovni čistých zisků. Hodnotové ukazatele akcií evropských společností se obchodují blízko svých dlouhodobých průměrů. Akcie by měly reflektovat dobrý hospodářský vývoj a nadále uvolněné měnové politiky ECB. Pozitivní jsme na hospodaření společností z rozvíjejících se trhů, které budou těžit ze sílicího 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 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 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