

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ÚNOR 2018

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia	159,3887
Výkonnost za poslední měsíc	-3,03%



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia	142,5252
Výkonnost za poslední měsíc	-1,26%



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia	124,6568
Výkonnost za poslední měsíc	0,04%

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Americké dlouhé i krátké výnosy v únoru kontinuálně rostly, byť o něco mírnějším tempem než v lednu. Důvodem pokračujícího růstu bylo hlavně očekávání, upevněné zápisem z lednového zasedání FED-u, že měnová autorita letos uskuteční nejméně stejné utažení měnové politiky jako v roce 2017. Obligačním trhům také uškodila (výnosy vzrostly/ceny klesly) měsíční dynamika inflace, která ukazuje na to, že se jádrová inflace k cíli FED-u, tj. ke 2%, letos dostane. Dvouletý výnos tak v únoru vzrostl o cca 13 b.b. na 2,25%, desetiletý výnos o 14 b.b. na 2,85%.

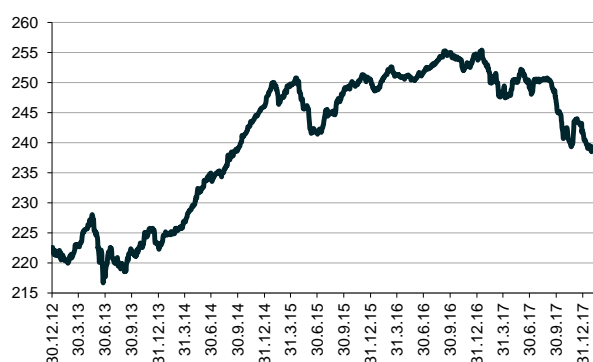
Vývoj v Eurozóně, tj. u německých výnosů, byl tentokrát opačný. V první polovině února jsme ještě zaznamenali mírný růst výnosů, v jehož důsledku se např. desetileté výnosy dostaly až na 0,8%. Poté však zamířily výnosy dolů, koncem února se dostaly až na 65 bodů, a to kvůli holubičí ECB, inflaci a o něco slabším předstihovým indikátorům naznačujícím, že ekonomika Eurozóny bude v letošním roce růst „jenom“ dosavadním tempem.

DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka byla během celého února prakticky bez změny. České desetileté výnosy zůstaly po celý měsíc lehce nad 1,9 %. Podobně se pak vyvíjel i krátký konec křivky, kde se dvouletý výnos pohyboval po celý měsíc jenom lehce nad 0,5 %. Změny oproti konci ledna byly v řádu jednotek bazických bodů a to směrem dolů. Postupně rostoucí zájem domácích investorů registrovalo Ministerstvo financí

v aukcích nových vládních dluhopisů, nikoliv však na agresivnějších cenových úrovních, jež by iniciovaly viditelnější pohyb cen na sekundárním trhu.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Polská výnosová křivka se během února zploštila a výnosy poklesly, obligační trh tak zaznamenal úspěšný měsíc. Krátký konec poklesl o 10 bps, v důsledku čehož se dvouletý výnos dostal na 1,6%. Na dlouhém konci došlo k poklesu výnosů až o 20 bps na zhruba 3,35%. Tento vývoj byl navzdory velmi silným datům z reálné ekonomiky, zejména o růstu HDP, a primárně reflektoval stále velmi nízkou inflaci a centrální banku, která o utažení měnové politiky v letošním roce nechce ani slyšet. Podporou pro ceny vládních dluhopisů byl také velmi solidní fiskální vývoj, projevující se mj. v nižším objemu nově vydávaných státních emisí.

Turecké dluhopisy

Turbulence na akciových trzích a zejména pokračující vzestup požadovaných výnosů amerických Treasuries začal v únoru doléhat na trh tureckých státních dluhopisů. Byť začátkem měsíce zveřejněná lednová inflace ještě předčila konsensus odhadů zmírnění meziroční dynamiky, zhoršený globální sentiment a trvajících vysoká emisní aktivita Turecka na primárním trhu, zatlačily ceny tureckých vládních dluhopisů do defenzivy. Tržnímu vývoji také nepomáhalo pokračování vojenské operace Turecka v Sýrii a stále relativně vyostřená rétorika proti Spojeným státům. Výnosová křivka se posunula vzhůru, výnosy vzrostly o 15 – 30 bps. Měnový kurz TRY byl v únoru relativně stabilní, ke koši měn (EUR, USD) oslabil o 0,1%.

Firemní dluhopisy

Tržní turbulence (zejména na akciových trzích) se firemních dluhopisů během února dotkly pouze velmi okrajově a v zásadě pouze sektoru emisí spekulativního stupně. Stabilitě mj. přispěla snížená emisní aktivita na primárním trhu a pokračující přítomnost ECB na evropském trhu firemních dluhopisů. Kreditní marže se v Evropě v únoru zvýšily v IG segmentu o 2 bps, zatímco v případě HY sektoru o výraznějších 32 bps. Vzestup požadovaných rizikových marží na trhu CDS byl obdobný - index Markit iTraxx Europe (mapující průměrné kreditní marže CDS kontraktů v investičním stupni) vzrostl o 9 bodů na 52 b., iTraxx Xover (HY segment) stoupl o 26 bodů na 265 b.

AKCIE

Globální trhy

Na akciových trzích panoval globálně negativní sentiment a probíhalo vybíráním zisků napříč většinou trhů. Za korekci bylo pravděpodobně uvědomění si dosažení vrcholu v globální hospodářské aktivitě a zároveň, s inflací blízko cílů centrálních bank, také postupná normalizace měnových politik v podobě zvyšování úrokových sazeb. Akcie amerických společností ztratily 3,9 % (měřeno indexem S&P 500), od začátku roku jsou však stále v plusu 1,5 %. Korekce

MSCI World Index



většiny lednových zisků proběhla i přes dobrou výsledkovou sezónu za 4. čtvrtletí loňského roku, kdy se dařilo především společnostem ze sektoru technologií, zdravotnictví, průmyslu nebo těžebního. Při růstu sazeb v USA se naopak nedařilo společnostem z telekomunikačního sektoru. Silné euro, březnové parlamentní volby v Itálii a očekávané zpomalení hospodářské aktivity v Evropě znamenaly ztráty i pro ceny evropských akcií (index DJ STOXX 600 -4,0 %). Zveřejněné kvartální výsledky také v Evropě potvrdily dobrou ziskovost sektorů těžby, technologií a spotřebitelského. A zaostání sektorů utilit a telekomunikací.

Také akcie na rozvojových trzích korigovaly předchozí zisky, index MSCI Emerging Markets odepsal téměř 4,75 % (v USD). Korekce zasáhla prakticky všechny trhy, většina z nich končila měsíc se ztrátou - např. Čína, Indie, Hong Kong i Mexico odepisovaly v únoru přes 5 %. Relativně dobře naopak dopadla Brazílie, kde investoři po počátečním propadu nabyli důvěru v tamní stále se zotavující se ekonomiku, následkem čehož meziměsíčně trh nakonec přidal přes půl procenta. Na rozvíjející se trhy se tak naplno přelily obavy z vyspělých trhů z očekávaného zpomalování světové ekonomiky a vyšší inflace.

Středoevropské trhy

Středoevropské akcie následovaly dění ve světě. Vzhledem k největší likviditě trhu a proxy na středoevropský region pro zahraniční investory největší propady zaznamenal polský trh (index WIG30 -7,6 %). Ztrácely téměř všechny akcie. Dvaceti-dvou procentní propad zaznamenal kvůli propuštění CEO těžař uhlí společnost Bogdanka a kvůli špatným kvartálním výsledkům potravinářská společnost Eurocash. Zajímavou událostí bylo potvrzení spekulací o možném sloučení dvou největších polských chemických společností PKN Orlen a Lotos. Propady se nevyhnuly ani dobře hospodařícím společnostem z maloobchodního sektoru. Pouze mírnou ztrátu si připsal český index PX (-0,92 %). S kladnou výkonností skončily například akcie Fortuna (3,3 %) a Unipetrol (3,4 %) u nichž byla v procesu veřejná nabídka na odkup akcií. Dobré výsledky a pozitivní výhled na rok 2018 byla za jedinou kladnou výkonností banky obchodované na pražské burze a to Erste Bank. V Maďarsku se z důvodu možných negativních vedlejších účinků léku Esmya nedařilo farmaceutické společnosti Gedeon Richter (-10,6 %).

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v únoru poklesla o znatelných 3,03 %. Akciové trhy si prošly citelnou korekcí předchozích zisků a na trzích panoval globálně negativní sentiment. Jako hlavní příčiny můžeme označit hrozbu vyšší inflace, postupnou normalizaci měnových politik v podobně zvyšování úrokových sazeb a uvědomění si dosažení vrcholu v globální hospodářské aktivitě.

V únoru jsme se rozhodli pro další mírné snížení akciové expozice, takže oproti neutrální pozici jsme již podvážení. Za současných podmínek nevidíme žádný výrazný impuls, který by akciovému trhu mohl přinést další významné zisky. Jako stále důležitější naopak vnímáme rizika (např. zpomalení růstu globální ekonomiky, normalizace měnových politik, geopolitika), která nebyla díky dosavadnímu dlouhotrvajícímu optimismu investorů dostatečně akcentována a která mohou přinést vyšší volatilitu, případně další pokles akciových trhů. Volné prostředky jsme alokovali do fondů krátkodobých dluhopisů.

Přehled podílových listů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Fondy krátkodobých investic					3,48%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,01%	0,01%	3,48%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					2,08%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,00%	0,00%	1,23%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,34%	0,34%	0,85%
Dluhopisové fondy - ostatní					2,77%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,86%	0,86%	1,93%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	-0,60%	1,97%	0,84%
Fondy alternativních investic					5,71%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,07%	0,07%	3,26%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	-0,77%	1,80%	1,24%
Allianz Structured Return PT USD Cap	Severní Amerika	USD	-2,89%	-0,38%	1,21%
Akciové fondy					85,96%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	-2,79%	-2,79%	12,19%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	-4,11%	-1,63%	9,34%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	-5,25%	-2,80%	9,21%
FF - Emerging Asia Fund Y-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	-4,73%	-2,27%	5,54%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	-5,64%	-3,20%	5,45%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	-2,29%	-1,71%	5,43%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	-3,97%	-3,40%	5,37%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	-3,64%	-3,07%	4,62%
NN (L) Latin America Equity I Cap	Latinská Amerika	USD	-3,93%	-1,44%	4,32%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	-3,66%	0,56%	3,67%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	-3,63%	-1,14%	3,26%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	-2,59%	-2,01%	2,85%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-3,34%	-0,84%	2,77%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	-3,52%	-2,95%	2,66%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	-3,22%	-2,65%	2,64%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	-1,18%	1,38%	2,11%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-0,77%	1,80%	2,11%
Parvest Equity Australia I Cap	Ostatní vyspělé trhy	EUR	-1,78%	-1,20%	1,18%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	-4,05%	0,16%	0,63%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	0,01%	0,60%	0,60%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v únoru poklesla o 1,26 %. Akciové trhy si prošly citelnou korekcí předchozích zisků a na trzích panoval globálně negativní sentiment. Jako hlavní příčiny můžeme označit hrozbu vyšší inflace, postupnou normalizaci měnových politik v podobně zvyšování úrokových sazeb a uvědomění si dosažení vrcholu v globální hospodářské aktivitě. Evropským dluhopisům se v únoru navzdory tržním turbulencím dařilo relativně dobře, a to kvůli holubičí ECB, inflaci a o něco slabším předstihovým indikátorům naznačujícím, že ekonomika Eurozóny bude v letošním roce růst „jenom“ dosavadním tempem. Výkonnost dluhopisových fondů tak tlumila ztráty akciových trhů.

V únoru jsme se rozhodli pro další mírné snížení akciové expozice, takže oproti neutrální pozici jsme již podvážení. Za současných podmínek nevidíme žádný výrazný impuls, který by akciovému trhu mohl přinést další významné zisky. Jako stále důležitější naopak vnímáme rizika (např. zpomalení růstu globální ekonomiky, normalizace měnových politik, geopolitika), která nebyla díky dosavadnímu dlouhotrvajícímu optimismu investorů dostatečně akcentována a která mohou přinést vyšší volatilitu, případně další pokles akciových trhů. Volné prostředky jsme alokovali do fondů krátkodobých dluhopisů.

Přehled podílových listů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Fondy krátkodobých investic					20,52%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,01%	0,01%	20,52%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					24,87%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,00%	0,00%	14,91%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,34%	0,34%	9,96%
Dluhopisové fondy - ostatní					9,28%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,86%	0,86%	6,48%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	-0,60%	1,97%	2,80%
Fondy alternativních investic					5,63%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,07%	0,07%	3,20%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	-0,77%	1,80%	1,23%
Allianz Structured Return PT USD Cap	Severní Amerika	USD	-2,89%	-0,38%	1,21%
Akciové fondy					39,69%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	-2,79%	-2,79%	5,69%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	-4,11%	-1,63%	4,35%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	-5,25%	-2,80%	4,23%
FF - Emerging Asia Fund Y-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	-4,73%	-2,27%	2,58%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	-3,97%	-3,40%	2,51%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	-5,64%	-3,20%	2,49%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	-2,29%	-1,71%	2,48%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	-3,64%	-3,07%	2,10%
NN (L) Latin America Equity I Cap	Latinská Amerika	USD	-3,93%	-1,44%	2,01%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	-3,66%	0,56%	1,66%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	-3,63%	-1,14%	1,49%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	-2,59%	-2,01%	1,31%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-3,34%	-0,84%	1,26%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	-3,22%	-2,65%	1,21%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	-3,52%	-2,95%	1,20%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	-1,18%	1,38%	0,99%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-0,77%	1,80%	0,98%
Parvest Equity Australia I Cap	Ostatní vyspělé trhy	EUR	-1,78%	-1,20%	0,57%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	-4,05%	0,16%	0,30%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	0,01%	0,60%	0,28%

Konzervativní portfolio

Hodnota konzervativního portfolia v únoru mírně vzrostla (+0,04 %). Evropským dluhopisům se v únoru navzdory tržním turbulencím dařilo relativně dobře, a to kvůli holubičí ECB, inflaci a o něco slabším předstihovým indikátorům naznačujícím, že ekonomika Eurozóny bude v letošním roce růst „jenom“ dosavadním tempem. Nedařilo se naopak americkým dluhopisům, kde očekávané zvyšování sazeb centrální banky tlačí na růst dluhopisových výnosů, a tím na pokles jejich cen. Akciová část portfolia výkonnost snížila, neboť si trhy prošly počátkem února citelnou korekcí předchozích zisků.

V únoru jsme se rozhodli pro další mírné snížení akciové expozice, takže oproti neutrální pozici jsme již podvážení. Za současných podmínek nevidíme žádný výrazný impuls, který by akciovému trhu mohl přinést další významné zisky. Jako stále důležitější naopak vnímáme rizika (např. zpomalení růstu globální ekonomiky, normalizace měnových politik, geopolitika), která nebyla díky dosavadnímu dlouhotrvajícímu optimismu investorů dostatečně akcentována a která mohou přinést vyšší volatilitu, případně další pokles akciových trhů. Volné prostředky jsme alokovali do fondů krátkodobých dluhopisů. Je však třeba mít na paměti, že akciová složka konzervativního portfolia je relativně velmi malá.

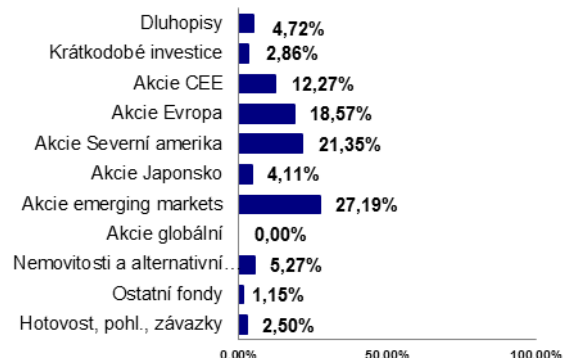
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	MTD Výkonnost			Rozložení portfolia
			v z. měně	v měně portfolia		
Fondy krátkodobých investic						36,18%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,01%	0,01%		36,18%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia						46,42%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,00%	0,00%		27,80%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,34%	0,34%		18,62%
Dluhopisové fondy - ostatní						6,92%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,86%	0,86%		4,86%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	-0,60%	1,97%		2,07%
Fondy alternativních investic						5,59%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,07%	0,07%		3,19%
Allianz Structured Return PT USD Cap	Severní Amerika	USD	-2,89%	-0,38%		1,20%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	-0,77%	1,80%		1,20%
Akciové fondy						4,89%
NN (L) Emerging Markets High Dividend	Globální rozvíjející se trhy	USD	-5,04%	-2,58%		1,56%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	-5,25%	-2,80%		1,04%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	-2,79%	-2,79%		0,72%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	-2,29%	-1,71%		0,46%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	-3,97%	-3,40%		0,45%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	-4,19%	0,01%		0,24%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	-3,63%	-1,14%		0,18%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	-2,59%	-2,01%		0,16%
Parvest Equity Australia I Cap	Ostatní vyspělé trhy	EUR	-1,78%	-1,20%		0,08%

DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 28.02.2018



Struktura portfolia ke dni 31.01.2018



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 28.02.2018



Struktura portfolia ke dni 31.01.2018



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 28.02.2018



Struktura portfolia ke dni 31.01.2018



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Ačkoliv je dlouhodobý směr výnosů nahoru, předpokládáme, že v nejbližších týdnech či několika měsících by mohlo dojít k poklesu výnosů – to proto, že inflace zdaleka nebude takovým problémem, jak ji nyní ještě stále vidí trh, a to ani v ČR ani v Eurozóně. Ve zbytku prvního čtvrtletí letošního roku čeká ČR další desinflace, která bude pokračováním klesajícího trendu, jež jsme viděli v inflačních datech za listopad, prosinec i leden. Samotná dynamika poptávkové inflace rovněž naznačuje, že re-akcelerace inflace, nejkulí setrvalé překonání inflačního cíle ČNB, je letos nepravděpodobná. ČNB tak dle nás bude s utahováním měnové politiky postupovat opatrně, přičemž ani v Eurozóně nejsme blízko růstu inflace (a samozřejmě už vůbec ne blízko růstu sazeb). Trh bude na tuto realitu během dalších měsíců nucen reagovat. S tím, jak se ukáže, že inflační situace není nijak dramatická, se do českých vládních dluhopisů budou dále vracet čeští institucionální investoři, v současnosti stále překypující volnou nezainvestovanou hotovostí.

Uvedený fundamentální výhled je však nadále komplikován situací na devizovém trhu, konkrétně přetrvávající překoupeností české měny. Větší část spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž nadále uložena právě v českých dluhopisech – v lednu sice dále poklesl podíl dluhopisů držených nerezidenty, stále je však vysoký (nerezidenti ke konci ledna drželi 33 % všech a 38% korunových dluhopisů); navíc, stalo se tak primárně díky maturujícím dluhopisům a zahraniční investoři z koruny neutekli, jen tyto pozice přesunuli do depozitních produktů / FX derivátů.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Riziková prémie desetiletých polských dluhopisů nad německými se během února mírně utáhla na 270 b.b. (z 280 b.b. koncem ledna). Domácí faktory pro růst výnosů v nejbližších čtvrtletích nemluví, centrální banka se k růstu sazeb v brzké budoucnosti nechystá, což jen podtrhl guvernér Glapinski komentářem po posledním zasedání. Z domácích faktorů je plusem příznivý fiskální vývoj, daný růstem ekonomiky, který již akcentují ratingové agentury ve svých zlepšených výhledech a který vede k omezené potřebě Ministerstva financí nabízet na trhu nové vládní dluhopisy. Inflační vývoj zůstává i přes silnou ekonomiku stabilizovaný a během nejbližších kvartálů nebude centrální bankéře nutit ke zpřísnění měnové politiky. Významnou determinantou, tak jako v případě českých dluhopisů, zůstává vývoj obligačních výnosů v Eurozóně a USA, na relativní bázi nicméně polský trh vnímáme jako atraktivní. Stejně tak potenciál kurzu zlotého, oproti relativně drahé české koruně.

Turecký obligační trh se nachází ve složité situaci, domníváme se však, že by postupně mělo dojít k další stabilizaci a postupnému ústupu v současnosti zvýšených požadovaných výnosů (12,0 – 13,0%) na nižší úroveň. Spouštěčem tohoto vývoje by mohl být dezinflační vývoj počátkem letošního roku. Na poli inflace minimálně z titulu bazického efektu nastává obrát k lepšímu, jež by měl pokračovat v další části prvního pololetí směrem k jednociferným hodnotám. Fundamentální obrázek na druhou stranu začal opět komplikovat prohlubující se deficit běžného účtu platební bilance, což vždy bylo problematické místo turecké ekonomiky. Měnová politika proto musí zůstat minimálně v současném nastavení (sazby centrální banky jen tak neklesnou), doplněná opětovnou stabilizací nyní uvolněné fiskální politiky a v neposlední řadě alespoň částečným zklidněním geopolitických rizik, zejména nyní krizí procházejícího vztahu Turecka se Spojenými Státy. Na turecké dluhopisy, spolu s fundamentálně extrémně slabým kurzem liry, zůstáváme pozitivní.

Měny

U kurzu **eura proti dolaru** v krátkodobém výhledu věříme v návrat k hranici 1,20, ve středně- a dlouhodobém výhledu byl nicméně euro mělo získávat navrch a postupně posilovat. Současné i očekávané diferenciály měnových politik na opačných stranách Atlantiku mluví pro silnější kurz dolaru. FED letos pravděpodobně 3x přistoupí ke zvýšení sazeb (k prvnímu již na březnovém zasedání) s tím, jak se inflace stabilizuje lehce pod 2% - ostatně, k trojímu zvýšení přistoupil FED i loni, a to se inflace sesunula až k 1,3%. Naopak, ECB se k žádnému utážení politiky nechystá, i když se dluhopisový i měnový trh chovají, jakoby k němu mělo dojít nejspíše později. 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. Je nicméně otázka, jako úlohu v této rovnici budou hrát toky kapitálu, mj. v souvislosti s pravděpodobnou částečnou repatriací zdrojů amerických korporací.

Koruna navzdory našim očekáváním stále nijak výrazně neoslabil. Z logiky věci by vzhledem k její masivní překoupenosti oslabit měla, zahraniční spekulanti však zatím své zisky, které nyní od dubna minulého roku dosahují skoro 9%, nevybírají, a je nejasné, kdy tak učiní. Její vývoj v únoru sice naznačil, že další posílení již nebude tak jednoduché jako tomu bylo v minulých měsících, zůstává však nadále nepopiratelným faktem, že k žádnému výprodeji nedošlo, a to ani pod vlivem tržních turbulencí na světových trzích. To naznačuje, že investoři koruně věří, což v případě návratu optimismu na světové trhy lehce může vést k jejímu dalšímu posílení.

Čím níže se však kurz EURCZK dostane, tím větší je pravděpodobnost korekce, a to ze dvou důvodů. Zaprvé, koruna se jakýmkoliv dalším posílením ze stávajících úrovní bude vzdalovat svým fundamentálním úrovním, které vidíme kolem 25,50. Zadruhé, inflační data za poslední měsíce ukázala, že česká inflace není takovým problémem, jak to ČNB ještě nedávno viděla. Nadto, spekulativní kapitál se v koruně stále nachází a zvyšuje její zranitelnost. Dle nás tak není otázkou zda, ale kdy koruna oslabí. Dlouhodobým trendem kvůli vyššímu růstu produktivity v ČR ve srovnání s EMU nadále ale zůstává posilování koruny, tempem zhruba 1,5-2% ročně.

U polského zlotého čekáme letos posílení. Faktorem, který zlotému pomůže posílit, je centrální banka. Postupně totiž dojde k dalšímu růstu poptávkové inflace a na intenzitě naberou tržní spekulace o brzkém utažení měnové politiky. Dle nás je takový scénář pravděpodobný již v prvním pololetí 2018 (byť k samotnému růstu sazeb dojde později) a očekáváme tak, že zlotý v letošním roce posílí pod 4,10.

Maďarský forint má dle nás fundamentální potenciál posílit k - či dokonce pod - hranici 300. Dojde k němu však až v situaci, kdy centrální banka přejde do módu utažení měnové politiky. Vzhledem k vývoji posledních měsíců je však evidentní, že takový moment je velmi daleko na to, aby se v dohledné době projevil ve vývoji kurzu forintu proti euru. V nejbližší době tak bude forint nejspíš oscilovat kolem 310.

Na akciových trzích po výrazných růstech v uplynulém roce a letošním lednu proběhla zdravá korekce. I přes některá rizika, jež by mohly vést k další korekci, jsme na základě definice akcií nadále opatrně pozitivní. Akciové trhy by měly v dlouhodobém horizontu i nadále růst, byť ne již s takovou silou jako v předešlých letech, a to díky výrazným ziskům připsaných v předešlých letech. Stimulem by měla být solidní dynamika světové ekonomiky, byť v budoucích letech ne tak intenzivní, a růst korporátních zisků. Akciový růst bude zároveň doprovázet zvýšená volatilita. Pro rok 2018 by se dle nás měl očekávaný růst globální korporátních zisků pohybovat blízko 10 %. Americké společnosti by dále měly profitovat z reformy Donalda Trumpa (fiskální stimuly, snížení korporátních daní na 20%). Evropské pak z dobrého hospodářského vývoje a nadále uvolněné měnové politiky ECB. Pozitivní jsme také na hospodaření společností z rozvíjejících se trhů, které budou těžit ze silícího spotřebitele a konvergence k vyspělým ekonomikám. Mezi klíčová rizika našeho opatrně pozitivního 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) a hlavní geopolitická rizika v čele se Severní Koreou, Blízkým východem a Venezuelou.

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 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