

## ERGO pojišťovna

# ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC LEDEN 2018

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



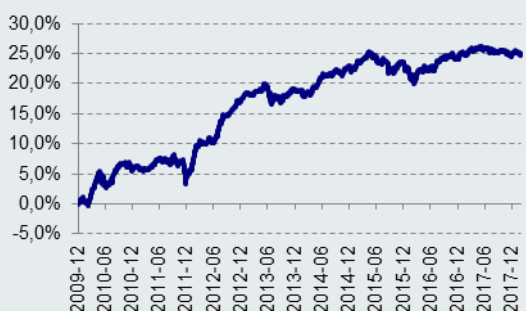
## Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **164,3682**  
 Výkonnost za poslední měsíc **3,27%**



## Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **144,3460**  
 Výkonnost za poslední měsíc **1,28%**



## Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **124,6107**  
 Výkonnost za poslední měsíc **-0,33%**

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

### ▣ DLUHOPISY – USA, EMU

**Americké dlouhé i krátké výnosy v lednu kontinuálně a poměrně výrazně rostly** (ceny dluhopisů klesaly). Důvodem bylo zejména schválení daňové reformy koncem minulého roku a s ní částečně (byť ne výlučně) související trvalý optimismus Fedu, projevující se v neměnných plánech na trojí zvýšení sazeb v letošním roce. K tomu se přidaly příznivé ekonomické údaje potvrzující sílu cyklického růstu. Dvouleté výnosy se v lednu dostaly na dohled 2,2% (+25 b.b.), desetileté pak vyrostly o 40 b.b. až nad 2,80%.

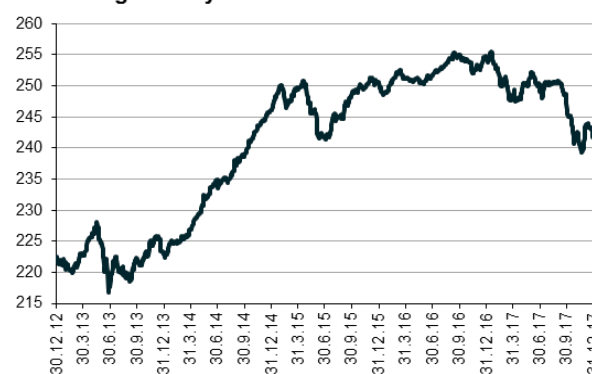
Podobný vývoj byl i v Eurozóně, a to navzdory holubičímu lednovému zasedání ECB, neurychlujícímu růstu HDP, silnému euru či persistentně nízké inflaci. Trh tyto faktory v podstatě ignoroval a koncentroval se na silné měkké a předstihové indikátory a na vyjádření některých centrálních bankéřů jestřábiho ražení (např. Nizozemec Klaas Knot, který v lednu řekl, že odkupy aktiv by měly co nejdříve skončit). Desetileté německé výnosy tak vyskočily o zhruba 35 b.b. a dostaly se lehce pod 0,8%, tj. na nejvyšší úroveň od konce léta 2015.

### ▣ DLUHOPISY ČR

**České vládní dluhopisy byly začátkem roku primárně ve vleku zahraničního vývoje,** konkrétně setrvalého a poměrně razantního poklesu cen německých obligací. Zájem investorů nakupovat byl obecně nízký, což také pramenilo z blížícího se dalšího očekávaného zvýšení sazeb ČNB, respektive pokračujícího růstu měnověpolitických sazeb v průběhu roku. To se promítlo

také do slabého zájmu v primárních aukcích, ve kterých Ministerstvo financí nabízelo zejména dluhopisy středních a dlouhých splatností. Výnosová křivka ve výsledku za leden stoupla a zvýšila sklon, nejvíce však vzrostly střednědobé výnosy, následované dlouhodobými – pohyb dosahoval 30 – 40 b.b. Výnos desetiletého dluhopisu se tak vyšplhal na úroveň 1,9%.

Bloomberg Barclays Czech Index



### ▣ DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

#### Polské dluhopisy

**Polská výnosová křivka reagovala na vývoj v zahraničí podobně, je v o něco menším rozsahu, než ta česká.** Příznivým faktorem proti českým zůstává jednak vyšší úroveň výnosů, jednak stabilita měnověpolitických sazeb (Polská centrální banka neočekává změnu nastavení sazeb před začátkem roku 2019). Výnosy na střední části křivky a na jejím dlouhém konci v lednu vzrostly o 20 – 30 b.b., desetiletý polský vládní výnos se tak poprvé od března minulého roku dostal na 3,50%.

#### Turecké dluhopisy

Situace na tureckém obligačním trhu se dále zklidňovala po výrazném vzestupu požadovaných výnosů v závěru loňského roku. Solidně se dařilo dluhopisům kratších splatností – jejich výnosy mírně dále klesaly podporovány očekáváním dezinflačního období začátkem roku 2018 a trvalou stabilitou měnověpolitických sazeb centrální banky. Ceny dlouhodobých dluhopisů však mírně ztrácely pod tlakem růstu výnosů amerických Treasuries, mírně negativně na ně dolehlo také spuštění vojenské operace Turecka v Sýrii. Výnosová křivka zvýšila sklon, když kratší a střednědobé výnosy klesly až o 40 b.b., zatímco ty dlouhodobé do 10 b.b. vzrostly. Měnový kurz TRY ve výsledku vnějších a domácích vlivů mírně ztrácel, ke koši měn (EUR, USD) za leden oslabil o 1,1%.

#### Firemní dluhopisy

Korporátní dluhopisy investičního stupně se na protějších březích Atlantiku v lednu vyvíjely stejně. Eurové korporátní dluhopisy investičního stupně i jejich americké protějšky v lednu klesly, a to o 0,5% resp. 1,2% (dle indexů iBoxx). Tento vývoj reflektoval vývoj trhu vládních

dluhopisů, kreditní marže zůstávaly stabilní. Spekulativní dluhopisy si však naopak – a překvapivě – v lednu vedly lépe, když vzrostly o 0,2% resp. 0,5%, jejich průměrné kreditní spready dále poklesly. Kreditní marže na trhu CDS v lednu u spekulativního stupně naopak mírně vzrostly (index Markit iTraxx Europe mapující ceny těchto CDS kontraktů vzrostl o 5 b. na 237,5 bodu), u investičního ratingu zhruba stagnovaly (na 44 bodech).

## AKCIE

### Globální trhy

První měsíc v letošním roce se nesl **ve velice pozitivním duchu**. Akcie amerických společností si připsaly výrazných 5,6 % (měřeno indexem S&P 500). Mezi hlavní důvody růstu můžeme zařadit solidní očekávaný růst globální ekonomiky, možné snížení korporátních daní v USA, slábnoucí dolar a zároveň výrazný zájem investorů nemít podvážení v akciích. Dobře vyzněla také výsledková sezóna za čtvrté čtvrtletí uplynulého roku, ve které se dařilo především sektorům technologií, finančních institucí a spotřebitelskému.

MSCI World Index



Kladné zhodnocení si připsaly také akcie evropských společností (index DJ STOXX 600 +1,6 %). I v jejich případě se přeneslo pozitivní očekávání na ekonomický růst evropských zemí, relativně atraktivní hodnotové ukazatele a silný spotřebitel.

Akciím na rozvíjejících se trzích začátek roku přál a zaznamenaly výborné výsledky, když index MSCI Emerging Markets připsal 8,3 % (v USD). Dařilo se hlavně regionu Latinské Ameriky, kde index MSCI Latin America vzrostl o krásných 12,64 %. Veliký vliv na tomto růstu měla Brazílie, kde na tamní poměry nízké úrokové sazby podpořily růst domácí ekonomiky a spotřeby. Otázkou zůstává, jak se dále budou vyvíjet důležité sociální reformy, které by prezident Temer rád schválil, ale doposud nenašel potřebnou podporu v parlamentu. Nezahálely ani asijské rozvíjející se trhy, které připsaly 7,66 % (v USD). Rozvíjející se trhy přitom stále nabízejí relativně zajímavý potenciál, obzvláště jejich ocenění je ve srovnání s vyspělými trhy nižší a očekává se také, že i jejich hospodářský růst bude v tomto roce větší. V budoucnu navíc dále mohou těžit z dobré kondice globální ekonomiky.

### Středoevropské trhy

Středoevropské akcie následovaly dění ve světě, přičemž si také připsaly velice slušné zisky. Premiantem se stala pražská burza (index PX 4,9 %), jež byla při utahujících se monetárních podmínkách, zvyšování úrokových sazeb, tažena zvláště finanční tituly, jako akciemi Erste Bank (12,7 %), Vienna Insurance Group (7 %), Moneta (2,6 %) a Komerční banka (2,2 %). Při spekulacích ohledně možného rozdělení společnosti a růstu cen silové elektřiny na evropských trzích si pěkných 5 % připsaly akcie ČEZ. Čtyřprocentní růst akcií proběhl také v Polsku (index WIG30). I zde rostly ceny akcií na základě globálního pozitivního sentimentu, výborné hospodářské aktivity v Polsku a možného zvýšení základních úrokových sazeb na konci roku 2018. Celkově pozitivní obrázek dokreslila výborná výkonnost rumunských společností.

## STRUKTURA PORTFOLIÍ

### Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolio v lednu vzrostla o 3,27 %. Dařilo se akciím prakticky po celém světě. Nejvíce rostly akcie z Latinské Ameriky a Ruska. Velice dobrých výsledků dosáhly i asijské akcie, následované Spojenými státy a Evropou. Mezi hlavní důvody růstu můžeme zařadit solidní očekávaný růst globální ekonomiky, snížení korporátních daní v USA, slábnoucí dolar a zároveň výrazný zájem investorů nemít podvážení v akciích.

Tento měsíc jsme se rozhodli dále snížit zastoupení akcií v portfolio, a vrátili jsme se tak na neutrální alokaci (nejsme tedy ani nadvážení, ani podvážení v akciích). Dlouhotrvající růst, který navíc v lednu ještě zrychlil, a vyšší valuace nás nutí k větší obezřetnosti před možnou korekcí na akciových trzích. Volné prostředky jsme alokovali do fondů krátkodobých dluhopisů.

Přehled podílových listů obsažených v portfolio		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolio	Rozložení portfolio
<b>Fondy krátkodobých investic</b>					<b>2,93%</b>
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	-0,11%	-0,11%	<b>2,93%</b>
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolio</b>					<b>2,05%</b>
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	-0,28%	-0,28%	<b>1,22%</b>
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-0,51%	-0,51%	<b>0,84%</b>
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>2,78%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,54%	-1,54%	<b>1,98%</b>
Templeton Global Bond I	Globální	USD	1,06%	-3,69%	<b>0,81%</b>
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>5,40%</b>
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,15%	0,15%	<b>3,00%</b>
Allianz Structured Return PT USD Cap	Severní Amerika	USD	0,08%	-4,62%	<b>1,20%</b>
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	1,75%	-3,03%	<b>1,20%</b>
<b>Akciové fondy</b>					<b>86,83%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	1,98%	1,98%	<b>12,59%</b>
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	4,86%	-0,07%	<b>9,35%</b>
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	4,74%	-0,18%	<b>9,30%</b>
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	8,33%	3,24%	<b>5,56%</b>
FF - Emerging Asia Fund Y-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	7,38%	2,34%	<b>5,53%</b>
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	2,39%	1,31%	<b>5,45%</b>
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	2,95%	1,86%	<b>5,45%</b>
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	3,29%	2,20%	<b>4,65%</b>
NN (L) Latin America Equity I Cap	Latinská Amerika	USD	11,16%	5,94%	<b>4,60%</b>
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	1,18%	-0,33%	<b>3,60%</b>
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	2,63%	-2,19%	<b>3,26%</b>
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	2,08%	1,00%	<b>2,87%</b>
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	4,22%	-0,68%	<b>2,76%</b>
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	2,36%	1,28%	<b>2,65%</b>
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	1,33%	0,26%	<b>2,63%</b>
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	10,44%	5,25%	<b>2,11%</b>
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	1,69%	-3,09%	<b>2,10%</b>
Parvest Equity Australia I Cap	Ostatní vyspělé trhy	EUR	-0,99%	-2,04%	<b>1,18%</b>
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	4,16%	2,60%	<b>0,62%</b>
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	1,98%	0,90%	<b>0,59%</b>

## Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v lednu vzrostla o 1,28 %. Dařilo se akciím prakticky po celém světě. Nejvíce rostly akcie z Latinské Ameriky a Ruska. Velice dobrých výsledků dosáhly i asijské akcie, následované Spojenými státy a Evropou. Mezi hlavní důvody růstu můžeme zařadit solidní očekávaný růst globální ekonomiky, snížení korporátních daní v USA, slábnoucí dolar a zároveň výrazný zájem investorů nemít podvážení v akciích. Dluhopisům se v lednu nevedlo. Ceny dluhopisů klesaly, když hlavní centrální banky opouštějí (či se chystají) režim ultra-nízkých úrokových sazeb v situaci, kdy ekonomiky vykazují silný růst a optimismus investorů pokračuje. Růst sazeb (očekávaný) vede k poklesu cen dluhopisů. České vládní dluhopisy byly začátkem roku primárně ve vleku zahraničního vývoje, konkrétně setrvalého a poměrně razantního poklesu německých obligací.

Tento měsíc jsme se rozhodli dále snížit zastoupení akcií v portfoliu, a vrátili jsme se tak na neutrální alokaci (nejsme tedy ani nadvážen, ani podvážen v akciích). Dlouhotrvající růst, který navíc v lednu ještě zrychlil, a vyšší valuace nás nutí k větší obezřetnosti před možnou korekcí na akciových trzích. 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
<b>Fondy krátkodobých investic</b>					<b>19,79%</b>
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	-0,11%	-0,11%	19,79%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>25,17%</b>
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	-0,28%	-0,28%	15,11%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-0,51%	-0,51%	10,07%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>9,22%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,54%	-1,54%	6,49%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	1,06%	-3,69%	2,74%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>5,55%</b>
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,15%	0,15%	3,14%
Allianz Structured Return PT USD Cap	Severní Amerika	USD	0,08%	-4,62%	1,21%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	1,75%	-3,03%	1,21%
<b>Akciové fondy</b>					<b>40,26%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	1,98%	1,98%	5,84%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	4,86%	-0,07%	4,34%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	4,74%	-0,18%	4,32%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	8,33%	3,24%	2,57%
FF - Emerging Asia Fund Y-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	7,38%	2,34%	2,56%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	2,39%	1,31%	2,52%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	2,95%	1,86%	2,51%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	3,29%	2,20%	2,16%
NN (L) Latin America Equity I Cap	Latinská Amerika	USD	11,16%	5,94%	2,14%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	1,18%	-0,33%	1,65%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	2,63%	-2,19%	1,50%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	2,08%	1,00%	1,33%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	4,22%	-0,68%	1,27%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	1,33%	0,26%	1,24%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	2,36%	1,28%	1,24%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	10,44%	5,25%	0,97%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	1,69%	-3,09%	0,96%
Parvest Equity Australia I Cap	Ostatní vyspělé trhy	EUR	-0,99%	-2,04%	0,58%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	4,16%	2,60%	0,29%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	1,98%	0,90%	0,28%

## Konzervativní portfolio

Konzervativní portfolio odepsalo v lednu ztrátu 0,33 %. Dluhopisům se v lednu nevedlo. Ceny dluhopisů klesaly, když hlavní centrální banky opouštění (či se chystají) režim ultra-nízkých úrokových sazeb v situaci, kdy ekonomiky vykazují silný růst a optimismus investorů pokračuje. Růst sazeb (očekávaný) vede k poklesu cen dluhopisů. České vládní dluhopisy byly začátkem roku primárně ve vleku zahraničního vývoje, konkrétně setrvalého a poměrně razantního poklesu cen německých obligací. Nejvíce k výkonnosti přispěly akcie, kterým se v lednu dařilo napříč všemi trhy, a také alternativní investice.

Tento měsíc jsme se rozhodli dále snížit zastoupení akcií v portfolio, a vrátili jsme se tak na neutrální alokaci (nejsme tedy ani nadvážení, ani podvážení v akciích). Dlouhotrvající růst, který navíc v lednu ještě zrychlil, a vyšší valuace nás nutí k větší obezřetnosti před možnou korekcí na akciových trzích. Volné prostředky jsme alokovali do fondů krátkodobých dluhopisů. Je však třeba mít na paměti, že akciová složka konzervativního portfolio je relativně velmi malá.

Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	MTD Výkonnost			Rozložení portfolio
			v z. měně	v měně portfolio		
<b>Fondy krátkodobých investic</b>						<b>36,10%</b>
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	-0,11%	-0,11%		<b>36,10%</b>
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolio</b>						<b>46,47%</b>
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	-0,28%	-0,28%		<b>27,90%</b>
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-0,51%	-0,51%		<b>18,57%</b>
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>						<b>6,85%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,54%	-1,54%		<b>4,82%</b>
Templeton Global Bond I	Globální	USD	1,06%	-3,69%		<b>2,03%</b>
<b>Fondy alternativních investic</b>						<b>5,57%</b>
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,15%	0,15%		<b>3,19%</b>
Allianz Structured Return PT USD Cap	Severní Amerika	USD	0,08%	-4,62%		<b>1,20%</b>
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	1,75%	-3,03%		<b>1,17%</b>
<b>Akciové fondy</b>						<b>5,02%</b>
NN (L) Emerging Markets High Dividend	Globální rozvíjející se trhy	USD	7,60%	2,55%		<b>1,60%</b>
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	4,86%	-0,07%		<b>1,07%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	1,98%	1,98%		<b>0,74%</b>
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	2,39%	1,31%		<b>0,47%</b>
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	2,95%	1,86%		<b>0,47%</b>
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	1,27%	-0,25%		<b>0,24%</b>
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	2,63%	-2,19%		<b>0,18%</b>
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	2,08%	1,00%		<b>0,17%</b>
Parvest Equity Australia I Cap	Ostatní vyspělé trhy	EUR	-0,99%	-2,04%		<b>0,08%</b>

## DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.01.2018



Struktura portfolia ke dni 29.12.2017



## VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.01.2018



Struktura portfolia ke dni 29.12.2017

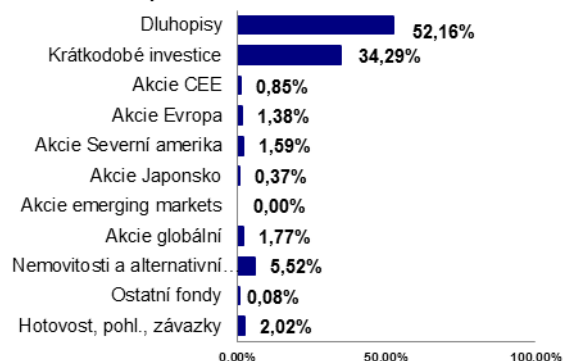


## KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.01.2018



Struktura portfolia ke dni 29.12.2017



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### České dluhopisy

Ačkoliv je dlouhodobý směr výnosů nahoru (ceny zejména dlouhodobých dluhopisů by měly dále klesat), předpokládáme, že v nejbližších měsících dojde k poklesu výnosů (růstu cen dluhopisů), a to proto, že se domníváme, že inflace zdaleka nebude takovým problémem, jak ji nyní vidí trh, a to ani v ČR ani v Eurozóně. V prvním čtvrtletí letošního roku čeká ČR další desinflace, jejíž první projevy jsme již viděli v datech za listopad a prosinec. ČNB tak dle nás bude s utahováním měnové politiky postupovat mnohem opatrněji a ani v Eurozóně nejsme o nic blíž růstu inflace, neřku-li sazeb, a trh bude na tuto realitu během dalších měsíců nucen reagovat. Ostatně, po listopadové prognóze i ta právě zveřejněná, únorová, potvrdila, že ČNB se do výrazného utahování měnové politiky nijak nehrne: po únorovém zasedání, na němž sazby zvýšila, již žádné další letošní zvýšení neočekává. S tím, jak se ukáže, že inflační panika není na místě, by se do českých vládních dluhopisů mohly vrátit čeští institucionální investoři.

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 posledním čtvrtletí minulého roku sice poklesl podíl dluhopisů držaných nerezidenty, stále je však vysoký (nerezidenti drží 36,2 % všech a 41,6% korunových dluhopisů). Pokud by tedy mělo dojít ke snaze zahraničních investorů významněji z těchto pozic vystoupit, vedlo by to k výrazné volatilitě a propadu cen domácích dluhopisů (což jsme z části na trhu viděli v září – říjnu loňského roku). Tímto úprkem vyvolaný výrazný a rychlý růst výnosů by sice byl tlumen obnovením zájmu domácích investorů o český vládní dluh, bylo by to však až se zpožděním.

### Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

**Riziková prémie desetiletých polských dluhopisů nad německými se během ledna udržela v úzkém pásmu 280 b.b.** Domácí faktory pro růst výnosů v nejbližších čtvrtletích nemluví, centrální banka se k růstu sazeb zatím nechystá, byť se hlasy pro utažení politiky v příštím roce již ozývají. Z domácích faktorů je plusem příznivý fiskální vývoj, daný růstem ekonomiky, který již akcentují ratingové agentury ve svých zlepšených výhledech a který povede k omezené potřebě Ministerstva financí nabízet na trhu nové vládní dluhopisy. Inflační vývoj zůstává i přes sílící 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 o poznání atraktivněji. Stejně tak potenciál kurzu zlotého, proti relativně drahé české koruně.

**Turecké výnosy na úrovních z konce ledna (11,5 – 12,75%) vnímáme fundamentálně jako atraktivní, spouštěčem jejich poklesu (růstu cen dluhopisů) by mohl být dezinflační vývoj počátkem letošního roku.** Na poli inflace minimálně z titulu bazického efektu nastává obrat k lepšímu, jež by měl pokračovat v další části prvního pololetí, a inflace by opět měla sestoupit na jednociferné hodnoty. Z hlediska výhledu cen tureckých dluhopisů je to příznivý scénář – musí však být jednak doprovázen setrvalou přísnou měnovou politikou centrální banky, 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, jsme na tržních úrovních z konce ledna pozitivní.

### Měny

U kurzu **eura proti dolaru** v krátkodobém výhledu věříme v návrat k/pod 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 přistoupí ke zvýšení sazeb 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 utažení politiky nechystá, i když se dluhopisový i měnový trh chovají, jakoby k němu mělo dojít nejpozději pozítří. 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 neoslabila.** Z logiky věci by vzhledem k její masivní překoupenosti oslabit měla, zahraniční spekulantí však zatím své zisky, které nyní od dubna 2016 dosahují 9%, nevybírají, a je nejasné, kdy tak učiní. Její vývoj v poslední době (tj. posílení k / pod 25,20) a hlavně nová prognóza kurzu ČNB výrazně zvýšila riziko, že koruna bude v nastaveném trendu ještě chvíli pokračovat. Čím níže se však dostane, tím větší je pravděpodobnost korekce, a to z několika důvodů. Zaprvé, koruna se nyní již vzdaluje svým fundamentálním úrovním, které vidíme kolem 25,50. Zadruhé, již nyní se ukazuje, že česká inflace není takovým problémem, jak dluhopisový i korunový trh zatím stále věří, a že se tedy výrazné očekávané utažení měnové politiky nebude konat. Zatřetí, 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 výrazněji / setrvaleji pod 4,20, 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 v prvním pololetí 2018 (byť k samotnému růstu sazeb dojde později) a očekáváme tak, že zlotý v roce 2018 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 oscilovat kolem 310.

V rámci našeho základního investičního scénáře by globální akciové trhy měly i nadále růst, byť ne již s takovou silou jako v předešlých letech, a to díky velice solidní dynamice světové ekonomiky a růstu korporátních zisků. Pro rok 2018 by se nás měl očekávaný růst globální korporátních zisků pohybovat blízko 10%. I když se například některé akcie amerických společností obchodují na valuačních ukazatelích nad svými dlouhodobými průměry, nízké úrokové sazby a dobrá kondice ekonomiky nás přesvědčuje o jejich dalším růstovém potenciálu. Americké akcie by dále měly profitovat z možných reforem 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 akcie 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, oproti aktuálnímu očekávání výrazně rychlejší normalizace monetárních politik klíčových centrálních bank (FED, ECB, BOJ) a hlavní geopolitická rizika v čele se Severní Koreou, Blízkým východem a Venezuelou.

Atraktivnost většiny středoevropských akcií nyní vidíme selektivně v některých akcích, růstových i těch dividendových. 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 Moneta 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. Podporou všem obchodovaným společnostem může být stahování některých akcií, jako například Fortuna, Unipetrol, Pegas Nonowovens, přičemž získané peníze z prodeje budou investoři opět alespoň částečně investovat na pražské burze. Z polských titulů se nám líbí mediální společnost

**Globální akciové trhy**

**Akciové trhy střední a východní Evropy**

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, v Rakousku na akcie realitních společností Atrium a UBM, ve Slovinsku jsou to akcie výrobce domácích spotřebičů Gorenje, farmaceutické společnosti Krka a přístavu Luka Koper.

*Anne-Françoise Blüher  
Adam Šperl*

*Portfolio managers*