

## ERGO pojišťovna

## ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC LISTOPAD 2017

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



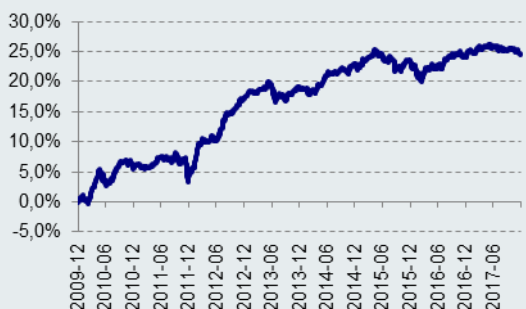
### Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **157,8869**  
 Výkonnost za poslední měsíc **-0,03%**



### Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **141,6425**  
 Výkonnost za poslední měsíc **-0,31%**



### Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **124,7610**  
 Výkonnost za poslední měsíc **-0,40%**

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

### □ DLUHOPISY – USA, EMU

Během listopadu nedošlo na německé výnosové křivce k výraznějším pohybům, desetiletý výnos osciloval v úzkém pásmu kolem +35 b.b. Ani na krátkém konci nebyly pohyby nikterak výrazné – dvouletý výnos vzrostl ze zhruba -75 b.b. na -68 b.b. Není se čemu divit, po prodloužení programu odkupu aktiv na zasedání koncem října a s nízkou inflací trhu prozatím chyběl silnější impuls pro růst výnosů.

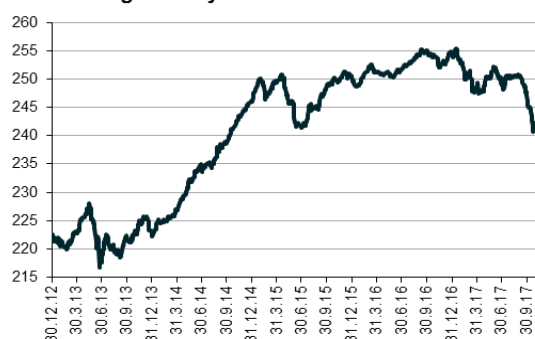
Na druhé straně Atlantiku byla situace o poznání odlišnější. Revize dat o růstu HDP směrem nahoru, zápisky z posledního zasedání FEDu, které ukázaly, že FED se dalšího zvýšení sazeb nebojí ani tváří v tvář nízké inflaci, či optimistická vyjádření Yellenové ohledně ekonomiky poslaly výnosy nahoru. Desetiletý výnos sice vzrostl jen mírně, nad 2,4% (poprvé od konce října), dvouletý se však vyšplhal o dalších 20 b.b. až k 1,80%.

### □ DLUHOPISY – ČR

#### Během první poloviny listopadu ještě pokračoval propad cen českých dluhopisů, který byl do značné míry tažen prodeji ze strany zahraničních investorů, které souvisely se zesíleným očekáváním poměrně svižného zvyšování úrokových sazeb ČNB a se stoupajícím inflačním očekáváním (soudě podle vývoje na devizovém trhu ale dlouhé pozice v koruně výrazněji tyto investoři neopouštěli, velmi pravděpodobně je primárně jen přesunuli do FX forwardových kontraktů).

Desetiletý výnos se tak v polovině listopadu dostal až na 1,95%. Ve druhé polovině měsíce se směr vývoje otočil – výrazně zvýšené úrovně výnosů středních a delších splatností (riziková prémie 150 b.b. nad německými 10Y dluhopisy) přilákaly zejména domácí investory, což se projevilo v silném zájmu v primárních aukcích MF a později i na sekundárním trhu. Výnosy začaly v reakci poměrně rychle klesat - na konci listopadu se dostaly desetileté výnosy pod 1,75%. Na krátkém konci byl vývoj podobný, jen v menším rozsahu – počátkem listopadu byly dvouleté vládní výnosy na úrovni cca 20 b.b., na konci měsíce zhruba o 10 b.b. výše (zde může být důvodem jestřábí vyjádření Hampla i guvernéra Rusnoka během měsíce).

Bloomberg Barclays Czech Index



### □ DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

#### Polské dluhopisy

**Polská výnosová křivka během listopadu postupně snižovala sklon.** Na dlouhém konci poklesly během měsíce výnosy o 10 – 15 b.b. (na 3,30%), na krátkém se v půlce měsíce sice zhoupily pod 1,55%, na jeho konci se však vrátily zpátky nad 1,60%. Pozitivní roli sehrál příliv solidních makroekonomických údajů, ukazujících robustní, ale neinflační ekonomický vývoj, příznivý fiskální vývoj a utlumení emisní aktivity MF před koncem roku, stejně tak jako rýsující se jmenování trhy pozitivně vnímaného ministra pro ekonomiku M. Morawieckého novým polským premiérem.

#### Turecké dluhopisy

Turecký obligační trh během první poloviny listopadu trpěl pod pokračujícím silným prodejním tlakem a ceny vládních dluhopisů prohlubovaly již tak citelné ztráty z předešlého měsíce. Dvouleté výnosy vzrostly z 12,5% až na dohled hranice 14%, výnos desetiletých dluhopisů vzrostl k hranici 13%. Zejména zahraniční investoři redukovali své pozice pod vlivem pokračující diplomatické roztržky se Spojenými státy. Tržnímu sentimentu nikterak nepomáhal ani zhoršený inflační obrázek, ukazující nadále akcelerující inflaci, včetně její jádrové složky. V druhé polovině měsíce se však situace rapidně změnila k lepšímu, k rychlému nabírání cenových ztrát zpět tureckým dluhopisům pomohla konstruktivní vyjádření prezidenta Erdogana a dalších politických představitelů a (i díky tomu) sílící přesvědčení trhu, že centrální banka

v prosinci přistoupí k citelnému utažení měnové politiky s cílem zkrotit akcelerující inflaci v turecké ekonomice.

## Firemní dluhopisy

Segment firemních dluhopisů v průběhu listopadu výraznějších změn nedoznal. V rámci jednotlivých ratingových segmentů se mírně lépe dařilo emisím investičního stupně, jejichž kreditní marže dále mírně klesaly. Sektor vysoce úročených dluhopisů spekulativního stupně zaznamenal naopak mírné rozšíření marží, změny však nebyly výrazné. Důvodem mohla být určitá slabost zejména EM měn v očekávání pokračujícího zpřísňování měnové politiky US FEDu, částečně též vybírání zisků po příznivém trendu z předešlých měsíců.

Kreditní marže na trhu CDS se během listopadu vyvíjely obdobně jako marže firemních dluhopisů. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) klesl o 1,8 bodu na 48,4 bodu. Index iTraxx Xover, obsahující emitenty ze spekulativního ratingového pásma, naopak mírně vzrostl o 4 body na hodnotu 230 bodů.

## AKCIE

### Globální trhy

Americké akciové trhy pokračovaly v růstovém trendu (index S&P 500 2,8%). Pozitivně byly vnímány zveřejněné výsledky hospodaření společností za třetí čtvrtletí. K překonávání odhadů analytiků docházelo především na úrovních čistých zisků, konkrétně dobré výsledky přicházely z technologického, spotřebitelského a například ropného sektoru. Růst cen akcií byl tažen také ve víře možného snížení korporátních daní a dobrých makroekonomických

MSCI World Index



čísel. Naopak akcie západoevropských společností ztrácely (index DJ STOXX 600 -2,2%). I přes zveřejněné dobré ukazatele z reálných ekonomik nedošlo k materializaci pozitivního vývoje ekonomické aktivity a převážily obavy z Brexitu, možné normalizace monetární politiky ECB, ambivalentní kvartální výsledky hospodaření společností nebo s tím spojený pravděpodobný přesun investorů z evropských akcií do amerických.

Na rozvíjejících trzích panovala v listopadu spíše klidná nálada, index MSCI Emerging Markets si připsal mírný zisk +0,15 % (v USD). Asijské trhy se pohybovaly kolem nuly při absenci výraznějších kurzotvorných zpráv. Klid narušily výrazněji pouze trhy v Latinské Americe (MSCI Latin America -3,2 %), což bylo způsobeno především stále odkládanými reformami brazilské ekonomiky, politickou nejistotou a také nepřesvědčivými daty z Mexika. Akcie na rozvíjejících se trzích tak vcelku stále nabízejí relativně zajímavé ocenění, obzvláště ve srovnání s vyspělými trhy, a těží z dobré kondice globální ekonomiky.

### Středoevropské trhy

Středoevropské trhy následovaly trhy západoevropské, když docházelo spíše k uzavírání dříve nabytých zisků. Blízko nule, avšak s mírnými ztrátami skončil index českých a rumunských akcií (index PX -0,6%; resp. index BET -0,6%). Relativní výkonnost blízko nuly byla pravděpodobně zapříčiněna „defenzivním“ charakterem společností, disponujícími vyššími dividendovými výnosy. Z českých akcií skončily v plusu akcie Moneta, ČEZ, Kofola, Unipetrol nebo na základě spekulací o možném prodeji majoritním vlastníkem Time Warner, akcie CME. I přes blížící se další zvýšení úrokových sazeb ČNB došlo k vybírání zisku na akciích finančního sektoru, jako Komerční banky, Erste Bank nebo VIG. Z maďarských akcií skončily se zápornou výkonností téměř všechny hlavní společnosti indexu BUX (-2,4%). Negativní sentiment tak stáhl do červených čísel akcie OTP bank, MOL a Waberer. Výběr zisků postihl i největší a nejlikvidnější akciový trh v středoevropském regionu a to akcie polských společností (index WIG30 -4,5%). Kladnou výkonnost si připsala pouze většina bank, jejichž ceny akcií reagovaly na nový návrh možného řešení problému s úvěry denominovanými ve švýcarských francích. Nejvyšší ztrátu si připsaly akcie společnost Eurocash (-25,4%) reagující na zveřejněná výrazně negativní kvartální výsledky hospodaření, zvláště pak výrazný pokles provozní ziskové marže.

## STRUKTURA PORTFOLIÍ

### Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia se v listopadu prakticky nezměnila (-0,03 %). Největší pokles zaznamenaly turecké akcie reagující na diplomatickou roztržku s USA a vyšší inflaci. Příliš se nevedlo ani Evropským akciím kde převážily obavy z Brexitu a možné normalizace monetární politiky ECB. Ke slabé výkonnosti přispěly i trhy ve Střední Evropě, když docházelo spíše k uzavírání dříve nabytých zisků. Asijské trhy se v souhrnu pohybovaly kolem nuly při absenci výraznějších kurzotvorných zpráv. K lepší výkonnosti naopak nejvíce přispěly akcie a fondy se zaměřením na Spojené státy a Japonsko.

V listopadu jsme se rozhodli po dvou měsících opět o něco snížit zastoupení akcií v portfoliu. Již 8,5 roku trvajícím býčím trhem nás nutí k větší obezřetnosti z možného přehřívání ekonomik, potažmo globálního akciového trhu, kdy řada indexů již delší dobu dosahuje svých historických maxim. Dále jsme prodali celou pozici v eurových korporátních dluhopisech neinvestičního stupně (High-Yield), jejichž ceny se dostali na historická maxima a zároveň se riziková prémie oproti dluhopisům investičního stupně již nejeví jako příliš atraktivní. Oproti tomu jsme zvýšili zastoupení konzervativních dluhopisových fondů v lokální měně, tj. v českých korunách.

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>1,56%</b>
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	-0,05%	-0,05%	1,56%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>2,00%</b>
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	-0,10%	-0,10%	1,20%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-0,33%	-0,33%	0,80%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>2,75%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,55%	-1,55%	1,92%
Templeton Global Bond	Globální	USD	0,27%	-2,19%	0,83%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>5,56%</b>
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,29%	0,29%	3,15%
Allianz Structured Return - AT (H2-CZK)	Severní Amerika	CZK	0,45%	0,45%	1,22%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund	Globální	USD	0,54%	-1,93%	1,19%
<b>Akciové fondy</b>					<b>88,14%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída A	Středoevropský region	CZK	-1,19%	-1,19%	12,57%
Parvest Equity USA	Spojené Státy	USD	2,99%	0,46%	9,70%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	1,31%	-1,17%	9,61%
Franklin Mutual European	Evropa	EUR	-1,30%	-1,97%	5,57%
FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	1,61%	-0,88%	5,54%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	-1,24%	-1,91%	5,51%
Templeton Asian Growth	Asie (bez Japonska)	USD	-1,31%	-3,73%	5,48%
PARVEST Equity Best Selection Asia ex-Japan	Asie (bez Japonska)	EUR	-1,53%	-2,20%	4,50%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap	Latinská Amerika	USD	-2,46%	-4,85%	4,40%
Parvest Equity Japan	Japonsko	JPY	1,33%	-0,19%	3,73%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	4,10%	1,55%	3,49%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	-0,34%	-1,02%	2,92%
Templeton Asian Smaller Companies Fund (1009) USD	Asie (bez Japonska)	USD	1,80%	-0,70%	2,83%
NN (L) Euro Equity	Evropa	EUR	-2,04%	-2,71%	2,72%
NN (L) European Equity	Evropa	EUR	-2,59%	-3,25%	2,69%
Parvest Equity Russia Opportunity	Rusko	USD	2,49%	-0,02%	2,19%
Templeton Frontier Markets Fund	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	3,14%	0,61%	2,17%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	-1,47%	-2,14%	1,23%
Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	Japonsko	JPY	2,28%	0,75%	0,71%
Parvest Equity Turkey	Turecko	EUR	-11,08%	-11,69%	0,56%

## Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v listopadu poklesla o 0,31 %. Největší pokles zaznamenaly turecké akcie reagující na diplomatickou roztržku s USA a vyšší inflaci. Příliš se nevedlo ani Evropským akciím kde převážily obavy z Brexitu a možné normalizace monetární politiky ECB. Ke slabší výkonnosti přispěly i trhy ve Střední Evropě, když docházelo spíše k uzavírání dříve nabytých zisků. Asijské trhy se v souhrnu pohybovaly kolem nuly při absenci výraznějších kurzotvorných zpráv. K lepší výkonnosti naopak nejvíce přispěly akcie a fondy se zaměřením na Spojené státy a Japonsko. Dluhopisovým fondům se v současnosti příliš nedaří, ceny dluhopisů zůstávají vysoké (nízké výnosy). Nejvýrazněji se propadly turecké dluhopisy, a to z podobných důvodů jako akcie. Po období výrazného poklesu naopak české státní dluhopisy tento měsíc stagnovaly. Korporátní dluhopisy v listopadu také mírně ztrácely.

V listopadu jsme se rozhodli po dvou měsících opět o něco snížit zastoupení akcií v portfoliu. Již 8,5 roku trvajícím býčím trhem nás nutí k větší obezřetnosti z možného přehřívání ekonomik, potažmo globálního akciového trhu, kdy řada indexů již delší dobu dosahuje svých historických maxim. Dále jsme prodali celou pozici v eurových korporátních dluhopisech neinvestičního stupně (High-Yield), jejichž ceny se dostali na historická maxima a zároveň se riziková prémie oproti dluhopisům investičního stupně již nejvíce atraktivní. Oproti tomu jsme zvýšili zastoupení konzervativních dluhopisových fondů v lokální měně, tj. v českých korunách.

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>17,25%</b>
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	-0,05%	-0,05%	17,25%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>24,83%</b>
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	-0,10%	-0,10%	14,87%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-0,33%	-0,33%	9,96%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>9,18%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,55%	-1,55%	6,42%
Templeton Global Bond	Globální	USD	0,27%	-2,19%	2,75%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>5,58%</b>
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,29%	0,29%	3,16%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund	Globální	USD	0,54%	-1,93%	1,22%
Allianz Structured Return - AT (H2-CZK)	Severní Amerika	CZK	0,45%	0,45%	1,20%
<b>Akciové fondy</b>					<b>43,16%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída A	Středoevropský region	CZK	-1,19%	-1,19%	6,13%
Parvest Equity USA	Spojené Státy	USD	2,99%	0,46%	4,74%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	1,31%	-1,17%	4,71%
Franklin Mutual European	Evropa	EUR	-1,30%	-1,97%	2,75%
FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	1,61%	-0,88%	2,70%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	-1,24%	-1,91%	2,69%
Templeton Asian Growth	Asie (bez Japonska)	USD	-1,31%	-3,73%	2,66%
PARVEST Equity Best Selection Asia ex-Japan	Asie (bez Japonska)	EUR	-1,53%	-2,20%	2,23%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap	Latinská Amerika	USD	-2,46%	-4,85%	2,14%
Parvest Equity Japan	Japonsko	JPY	1,33%	-0,19%	1,82%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	4,10%	1,55%	1,71%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	-0,34%	-1,02%	1,47%
Templeton Asian Smaller Companies Fund (1009) USD	Asie (bez Japonska)	USD	1,80%	-0,70%	1,38%
NN (L) Euro Equity	Evropa	EUR	-2,04%	-2,71%	1,37%
NN (L) European Equity	Evropa	EUR	-2,59%	-3,25%	1,31%
Parvest Equity Russia Opportunity	Rusko	USD	2,49%	-0,02%	1,10%
Templeton Frontier Markets Fund	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	3,14%	0,61%	1,06%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	-1,47%	-2,14%	0,61%
Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	Japonsko	JPY	2,28%	0,75%	0,34%
Parvest Equity Turkey	Turecko	EUR	-11,08%	-11,69%	0,25%

## Konzervativní portfolio

Konzervativní portfolio odepsalo v listopadu ztrátu -0,40 %. Dluhopisovým fondům se v současnosti příliš nedaří, ceny dluhopisů zůstávají vysoké (nízké výnosy). Nejvýrazněji se propadly turecké dluhopisy, které se dostaly pod výrazné prodejní tlaky pramenící z diplomatické roztržky s USA a z horší inflace. Po období výrazného poklesu naopak české státní dluhopisy tento měsíc stagnovaly. Korporátní dluhopisy v listopadu také mírně ztrácely. Akciové fondům v portfoliu se celkově rovněž nedařilo a zaznamenaly v úhrnu mírnou ztrátu.

V listopadu jsme prodali celou pozici v eurových korporátních dluhopisech neinvestičního stupně (High-Yield), jejichž ceny se dostali na historická maxima a zároveň se riziková prémie oproti dluhopisům investičního stupně již nejeví jako příliš atraktivní. Oproti tomu jsme zvýšili zastoupení konzervativních dluhopisových fondů v lokální měně, tj. v českých korunách. Rovněž jsme se opět po dvou měsících rozhodli pro mírné snížení zastoupení akcií, a to z důvodu k větší obezřetnosti z možného přehřívání ekonomik, potažmo globálního akciového trhu, kdy řada indexů již delší dobu dosahuje svých historických maxim.

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>35,05%</b>
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	-0,05%	-0,05%	35,05%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>46,34%</b>
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	-0,10%	-0,10%	27,84%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-0,33%	-0,33%	18,50%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>6,87%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,55%	-1,55%	4,81%
Templeton Global Bond	Globální	USD	0,27%	-2,19%	2,06%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>5,64%</b>
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,29%	0,29%	3,18%
Allianz Structured Return - AT (H2-CZK)	Severní Amerika	CZK	0,45%	0,45%	1,24%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund	Globální	USD	0,54%	-1,93%	1,23%
<b>Akciové fondy</b>					<b>6,09%</b>
NN (L) Emerging Markets High Dividend	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-3,67%	-3,67%	1,76%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	1,31%	-1,17%	1,32%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída A	Středoevropský region	CZK	-1,19%	-1,19%	0,85%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	-1,24%	-1,91%	0,61%
Franklin Mutual European	Evropa	EUR	-1,30%	-1,97%	0,58%
NN (L) Japan Equity	Japonsko	CZK	1,54%	1,54%	0,37%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	4,10%	1,55%	0,30%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	-0,34%	-1,02%	0,22%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	-1,47%	-2,14%	0,08%



## DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 30.11.2017



Struktura portfolia ke dni 31.10.2017



## VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 30.11.2017



Struktura portfolia ke dni 31.10.2017



## KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 30.11.2017



Struktura portfolia ke dni 31.10.2017



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### České dluhopisy

Jak jsme se pro nejbližší období domnívali, prostor pro domácími faktory hnaný růst výnosů se vyčerpal a výnosy nakonec ve druhé polovině listopadu zamířily dolů. Předpokládáme, že tento vývoj bude spíše v nejbližších týdnech pokračovat, a to proto, že se domníváme, že inflace nebude takovým problémem, jak ji nyní stále ještě vidí trh (v nejbližších 4 měsících čeká ČR velmi pravděpodobně desinflace). Ostatně, dle prognózy zveřejněné počátkem listopadu ani samotná ČNB s překotným růstem sazeb nepočítá (byť tuto holubičí zprávu během měsíce nařadila jestřábí vyjádření Rusnoka i Hampla). Navíc, výprodeje zahraničních hráčů dle našich informací z trhu prozatím ustaly a otevřely prostor pro určitý pokles výnosů vlivem obnoveného zájmu podvážených domácích investorů. MF navíc pro poslední měsíc roku zrušil plánované aukce dluhopisů, čímž (přechodně) oslabil nabídkovou stranu.

Náš dlouhodobější výhled však nadále zůstává na trh českých dluhopisů negativní. Prvním důležitým faktorem je situace na devizovém trhu, konkrétně přetrvávající překoupenost české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž nadále uložena právě v českých dluhopisech – v říjnu sice poklesl kvůli prodeji v minulých dvou měsících podíl dluhopisů držených nerezidenty, stále je však vysoký (nerezidenti drží 40,5% všech a 46,3% korunových dluhopisů). Pokud by tedy mělo dojít ke snaze zahraničních investorů rychleji z těchto pozic vystoupit (viz vývoj na trhu v posledních 3 měsících), vedlo by to k výrazné volatilitě a dalšímu propadu cen domácích dluhopisů. Ve střednědobém horizontu navíc očekáváme pokračující zvyšování úrokových sazeb ČNB vlivem probíhající ekonomické expanze a startující neutralizace extrémně uvolněných měnových politik hlavních světových centrálních bank.

### Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

**Riziková prémie desetiletých polských dluhopisů nad německými se během listopadu lehce snížila, dostala se tak na necelých 300 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 nad očekávání příznivý fiskální vývoj, daný růstem ekonomiky, který již akcentují ratingové agentury ve svých zlepšených výhledech a který povede k nižší potřebě Ministerstva financí nabízet na trhu nové vládní dluhopisy. Pokud, bude ECB postupovat opatrně s útlumem prováděné politiky kvantitativního uvolňování, pak očekáváme v dalších měsících solidní výkonnost polského trhu, podpořenou v celkovém korunovém vyjádření očekávaným znovuobnoveným posilováním kurzu zlatého.

**Turecké výnosy na citelně zvýšených úrovních z konce listopadu (12 – 13,5%) vnímáme fundamentálně jako velmi atraktivní, byť aktuálním problémem nadále zůstává vysoká inflace.** Na tomto poli by však v závěru roku měl minimálně z titulu bazického efektu nastat obrát k lepšímu, jež by měl pokračovat, respektive zesílit v příštím roce a inflace by opět měla sestoupit na jednociferné hodnoty. Z hlediska výhledu cen tureckých dluhopisů je to příznivý scénář – musí však být jednak doprovázen utažením měnové politiky centrální banky, dále pak 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 listopadu silně pozitivní.

### Měny

U kurzu **eura proti dolaru** prozatím nevidíme důvod k proražení hranice 1,20, která dle nás zůstane stropem pro nejbližší 2 - 3 čtvrtletí. Důvodem je opět měnová politika – americká centrální banka je nad očekávání jestřábí a ECB je naopak nad očekávání holubičí. Trh tak v říjnu přehodnotil svůj výhled na míru divergence měnových politik obou bank a nemyslíme si, že se znovu vrátí k názoru ze srpna letošního roku. Hodnoty kurzu EUR proti dolaru kolem 1,20 totiž nejsou konzistentní s FED-em snižujícím svou bilanci a s ECB snižující pouze tempo jejího



růstu. Pro nejbližší měsíce tak dle nás dolar bude oscilovat mezi 1,15 a 1,20, spíše v dolní polovině tohoto pásma.

**Koruna navzdory našim očekáváním ani půlroku po ukončení intervenčního režimu neoslabil.** Z logiky věci by vzhledem k její masivní překoupenosti oslabit měla, zahraniční spekulantů však zatím své zisky nevybírají a je nejasné, kdy tak učiní. Z krátkodobého hlediska tak nejspíš zůstane kolem stávajících úrovní (tj., kolem 25,50). S tím, jak se ukáže, že česká inflace není takovým problémem, jak dluhopisový i korunový trh nyní věří (což může být již v dalších 4 měsících s desinflací), očekáváme, že koruna oslabí zpátky přes 26 korun. Dlouhodobým trendem kvůli vyššímu růstu produktivity v ČR ve srovnání s EMU nadále zůstává posilování koruny, tempem zhruba 1,5-2% ročně.

**U polského zlatého** vidíme prostor pro další apreciaci. Faktorem, který by zlotému mohl pomoci posílit, je centrální banka. U ní jsme v minulých měsících (byť ne v listopadu) pozorovali příklon ještě většímu směrem, a pokud by došlo k dalšímu růstu poptávkové inflace, nabraly by na intenzitě spekulace o brzkém utažení měnové politiky, na které by zlotý reagoval. Dle nás je takový scénář v prvním čtvrtletí roku 2018 stále pravděpodobný a očekáváme tak, že zlotý posílí k 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 poslednímu zasedání 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 mezi 310 a 315.

Akciové trhy by ve střednědobém horizontu měly nadále pozitivně přispívat kladnou výkonností v dynamických složkách portfolií. I když se například některé akcie amerických společností obchodují na valuačních ukazatelích nad svými dlouhodobými průměry, nízké úrokové sazby a dobrá kondice ekonomiky nás přesvědčují o jejich dalším růstovém potenciálu. Americké akcie by dále měly profitovat z možných reforem Donalda Trumpa (fiskální stimuly, snížení korporátních daní na 20%). Za kladné také považujeme silnou tvorbu volných peněžních prostředků většiny amerických společností. 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. Při investování do akcií však **musíme počítat se zvýšenou volatilitou**, která nás, při současných úrovních akciových indexů, bude v následujících letech provázet.

Atraktivnost většiny **středoevropských** akcií nyní vidíme selektivně v některých akcích, růstových i těch dividendových. Pozitivní jsme v středoevropském regionu především na některé české, rumunské a selektivně některé polské akcie. Nyní mezi nejatraktivnější akciové tituly řadíme pojišťovnu Vienna Insurance Group, CME, Unipetrol, Monetu nebo Kofolu. 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, 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. Naopak negativní výhled máme nyní na většinu polského bankovního a ropného sektoru. Opatrní jsme zároveň na společnosti s vysokým vlivem státu.

Anne-Françoise Blüher  
Adam Šperl

Portfolio managers

**Globální akciové trhy**

**Akciové trhy střední a východní Evropy**