

## ERGO pojišťovna

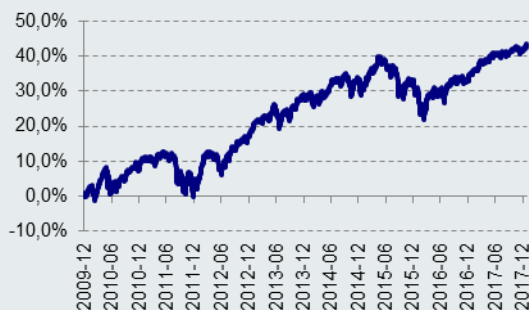
## ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC PROSINEC 2017

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



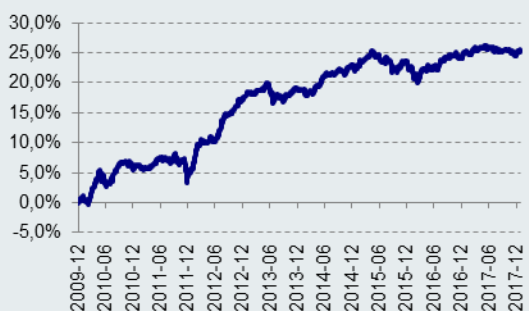
### Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **159,1614**  
 Výkonnost za poslední měsíc **0,81%**



### Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **142,5225**  
 Výkonnost za poslední měsíc **0,62%**



### Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **125,0261**  
 Výkonnost za poslední měsíc **0,21%**

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

### DLUHOPISY – USA, EMU

Během prosince došlo na německé výnosové křivce jenom k relativně malým pohybům. V první polovině měsíce desetileté výnosy klesly zhruba o 5 b.b. na 0,3%, po zasedání FED-u (kde došlo k třetímu zvýšení úrokových sazeb v roce 2017) pak zase vyrostly lehce pod 0,45%. Na krátkém konci byl vývoj stejný, výnosy dvouletých dluhopisů oproti počátku prosince byly na jeho konci zhruba o 10 b.b. vyšší. Celkově však německá výnosová křivka zůstává nadále velmi stlačená. U ostatních významnějších zemí byl vývoj kvalitativně stejný: španělské dlouhé výnosy vyrostly o 0,3 b.b. na cca 2 %, italské pak o 0,15 p.b. na 1,6%.

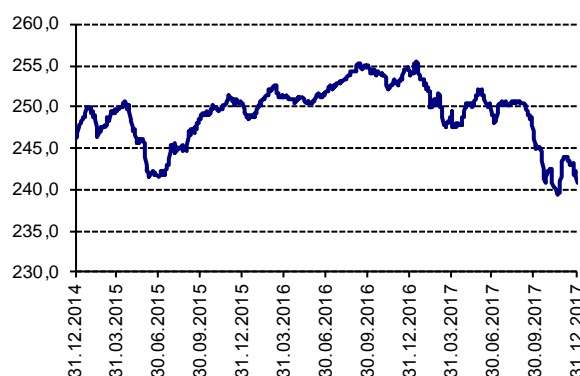
Na druhé straně Atlantiku výnosy také reflektovaly zvýšení úrokových sazeb FED-u: na desetileté splatnosti se výnosy dostaly na 2,5%, což bylo nejvýše od března 2017, na krátkém konci pak dále vzrostly na dohled 2%, tj. nejvýše od října 2008.

### DLUHOPISY – ČR

**Během většiny prosince byl vývoj na českém dluhopisovém trhu poklidný** – růstová korekce v cenách dluhopisů po zrušení zbylých aukcí Ministerstva financí se v polovině měsíce vyčerpala a výnosy se začaly opět sunout vzhůru, zejména v kratších splatnostech. Dvouleté výnosy se pohybovaly kolem 30 b.b., desetileté pak kolem 1,7%.

S výnosy výrazněji nehnulo ani zasedání ČNB, které se neslo v holubičím duchu a ze kterého vyplynulo, že ČNB není přesvědčená o tak rychlém zvyšování sazeb jako očekávají analytici nebo trh (3 - 4 čtvrtbodová zvýšení v následujících 12 měsících). V samém závěru měsíce výnosy poskočily nahoru, na krátkém konci dokonce poměrně výrazně, to však byl primárně technický pohyb spojený s efektem příspěvků bank do Rezolučního fondu (podobně jako u kurzu EURCZK nebo u forwardových bodů), zhoršený slabou povánoční likviditou.

Bloomberg Barclays Czech Index



### DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

#### Polské dluhopisy

**Polská výnosová křivka prošla během prosince téměř nezatelnými změnami.** Na dlouhém konci výnosy oscilovaly v úzkém pásmu kolem 3,30%, a to s pouze umírněnou odezvou na události ve vnějším prostředí (FED, ECB), domácí makroekonomická data či eskalaci konfliktu mezi Evropskou komisí a polskou vládou. Na krátkém konci výnosy vzrostly o zhruba 10 b.b., pravděpodobně v návaznosti na zvýšení úrokových sazeb FED-u, doplněné sníženou likviditou před koncem roku.

#### Turecké dluhopisy

Turecký obligační trh během větší části prosince pokračoval v korigování cenových ztrát z podzimních měsíců. Přeprodanost trhu a podvážení zahraničních investorů v lokálních vládních dluhopisech, spolu s očekáváním utážení měnové politiky centrální bankou byly hlavními faktory, příznivě zapůsobil také zveřejněný excelentní výkon turecké ekonomiky za třetí kvartál, inflační trajektorie však naproti tomu zůstávala nepříznivá a rostoucí. Centrální banka v tomto světle tržní konsensus realizovaným pouze omezeným zvýšením sazeb nenaplnila, ceny tureckých aktiv a především měnového kurzu zůstaly stabilizované. V důsledku výnosová křivka dále z vysokých úrovní poklesla, když se dvouletý výnos posunul z 13,5% na 13%, výnos desetiletého dluhopisu klesl z 12% na 11,5%.

#### Firemní dluhopisy

Korporátní dluhopisy se na protějších březích Atlantiku vyvíjely odlišně. Eurové korporátní dluhopisy investičního stupně i jejich spekulativní protějšky v prosinci mírně klesly, a to o 0,4% a 0,1%, přičemž jejich kreditní marže v průměru nedoznaly změn. Roli mohlo sehrát očekávané

zvolnění tempa nákupů ze strany ECB v roce 2018 a proti tomu nadále silná aktivita emitentů na primárním trhu. Naopak, dolarové dluhopisy celkem solidně cenově rostly, a to hlavně v posledních dnech minulého roku, kdy začínalo být jasné, že se Trumpovi podaří prosadit jeho daňovou reformu – spekulativní dluhopisy, kterých se předtím více dotknulo zvýšení sazeb FED-u, vzrostly pouze o 0,2%, investiční dluhopisy však o 1,2%.

Kreditní marže na trhu CDS se v prosinci vyvíjely obdobně. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) klesl o 3 body na 45 bodů. Index iTraxx Xover, obsahující emitenty ze spekulativního ratingového pásma, naopak mírně vzrostl (o 3 body na hodnotu 234 bodů).

## AKCIE

### Globální trhy

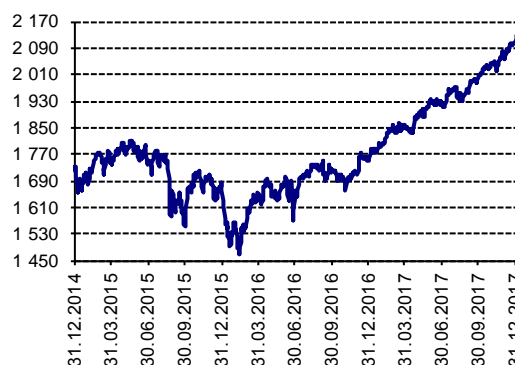
Poslední měsíc v uplynulém roce se nesl v pozitivním duchu. Výkonnost vyspělých akciových trhů se pohybovala okolo kladného 1%. Začátkem prosince schválil senát v USA nejrozsáhlejší daňovou reformu za poslední tři dekády a to těsným poměrem hlasů 51-49. Prezident Donald Trump tak dosáhl prvního velkého legislativního vítězství. Klíčovým bodem daňové reformy je výrazné snížení 35% sazby korporátní daně, jež patří k nejvyšším na světě. Očekává se, že tato reforma výrazně podpoří ziskovost amerických korporací a potažmo také americký akciový trh, což se pozitivně projevilo i na meziměsíční výkonnosti (index S&P 500 +1 %).

Akcie evropských společností těžily z pozitivní nálady panující na akciových trzích a zároveň z nastavování portfolií fondů na rok 2018, kdy většina analytiků mezi vyspělými akciovými trhy doporučuje akcie společností ze zemí západní Evropy. Index DJ Stoxx 600 vzrostl o 0,6 %, přičemž nejlépe se vedlo sektorům těžby, ropy a plynu, medií nebo bank.

Akcie na rozvíjejících se trzích zaznamenaly v prosinci velice dobré výsledky, když index MSCI Emerging Markets připsal konkrétně 3,36 % (v USD). Dařilo se hlavně regionu Latinské Ameriky, kde index MSCI Latin America vzrostl o 4,54 %. Veliký vliv na růst 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. Rostly i asijské rozvíjející se trhy (2,78 % v USD), kde se v prosinci staly premiantem indické akcie. Rozvíjejících se trhy tak vcelku stále nabízejí relativně zajímavý potenciál, obzvláště jejich ocenění je ve srovnání s vyspělými trhy nižší. V budoucnu navíc dále mohou těžit z dobré kondice globální ekonomiky.

Úspěšný rok zakončily akcie společností ze střední Evropy. Velice dobré kondice zdejších ekonomik se přelily i do hospodářských čísel jednotlivých společností. Výrazný růst zažily především akcie ze spotřebitelského a bankovního sektoru. V prosinci skončily téměř všechny středoevropské indexy okolo dvou procentních bodů v plusu. V Polsku se dařilo prodeji bod CCC, jenž v minulých měsících kvůli horším prodejním číslům za říjen výrazně ztrácel. Snížení pravděpodobnosti fúze mezi bankami Alior a Pekao, vedlo k deseti procentnímu zisku akcií první jmenované banky. Spojení těchto bank by pravděpodobně znamenalo přiškrcení organického růstu zvláště banky Alior. Po negativních zprávách ze sektoru se nedařilo oběma vymahačům půjček Getback a Kruk. Na pražské burze se nejvíce dařilo akciím Moneta, Fortuna a Vienna Insurance Group. Hlavní důvod růstu akcií Moneta a VIG bychom mohli hledat v probíhajícím zvyšování úrokových sazeb. Také z maďarských akcií se nejlépe vedlo bankovnímu titulu OTP Bank.

MSCI World Index



### Středoevropské trhy

## STRUKTURA PORTFOLIÍ

### Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v prosinci vzrostla o 0.81 %. Nejlepší výsledky ze všech regionů připsaly rozvíjející se trhy. Premiantem byly turecké akcie, kterým pomohla přeprodánost trhu a zveřejněný excelentní výkon turecké ekonomiky. Tyto skutečnosti pomohly tureckým akciím získat zpět všechny ztráty, které dříve uštedřily. Dařilo se také asijským akciím. Velký vliv na tento výsledek měly především rostoucí asijské ekonomiky, vyšší korporátní zisky a rostoucí důvěra investorů. Japonské akcie se vyšplhaly na nejvyšší hodnoty od roku 1991, a to hlavně díky rostoucím ziskům společností. Slabší, ale přesto kladnou výkonnost vykázaly vyspělé evropské a americké akciové trhy, které se svými výnosy zůstaly za očekáváním.

V prosinci jsme v portfoliu žádné změny neprovedli.

Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	MTD Výkonnost		
			v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
<b>Fondy krátkodobých investic</b>					<b>1,52%</b>
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,08%	0,08%	1,52%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>2,03%</b>
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,24%	0,24%	1,22%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,11%	0,11%	0,81%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>2,74%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,40%	2,40%	1,96%
Templeton Global Bond	Globální	USD	-1,58%	-2,62%	0,79%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>5,52%</b>
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	n/a	n/a	3,09%
Allianz Structured Return - AT (H2-CZK)	Severní Amerika	CZK	-0,12%	-0,12%	1,22%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund	Globální	USD	0,54%	-0,53%	1,21%
<b>Akciové fondy</b>					<b>88,19%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída A	Středoevropský region	CZK	1,27%	1,27%	12,69%
Parvest Equity USA	Spojené Státy	USD	1,09%	0,02%	9,61%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	1,50%	0,42%	9,58%
FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	3,22%	2,13%	5,54%
Franklin Mutual European	Evropa	EUR	-0,48%	-0,30%	5,52%
Templeton Asian Growth	Asie (bez Japonska)	USD	3,02%	1,93%	5,52%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	-0,13%	0,05%	5,49%
PARVEST Equity Best Selection Asia ex-Japan	Asie (bez Japonska)	EUR	2,42%	2,60%	4,61%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap	Latinská Amerika	USD	3,69%	2,59%	4,45%
Parvest Equity Japan	Japonsko	JPY	2,61%	1,31%	3,70%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	0,02%	-1,04%	3,38%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	1,95%	2,13%	2,99%
Templeton Asian Smaller Companies Fund (1009) USD	Asie (bez Japonska)	USD	3,13%	2,04%	2,82%
NN (L) European Equity	Evropa	EUR	1,31%	1,49%	2,73%
NN (L) Euro Equity	Evropa	EUR	0,29%	0,47%	2,72%
Templeton Frontier Markets Fund	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	2,50%	1,41%	2,15%
Parvest Equity Russia Opportunity	Rusko	USD	0,38%	-0,68%	2,13%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	3,82%	4,00%	1,25%
Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	Japonsko	JPY	2,20%	0,91%	0,70%
Parvest Equity Turkey	Turecko	EUR	11,22%	11,42%	0,61%

## Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v prosinci vzrostla o 0.62 %. Nejlepší výsledky ze všech regionů připsaly rozvíjející se trhy. Premiantem byly turecké akcie, kterým pomohla přeprdanost trhu a excelentní výkon turecké ekonomiky. Tyto skutečnosti pomohly tureckým akciím získat zpět všechny ztráty, které dříve uštedřily. Dařilo se také asijským akciím. Velký vliv na tento výsledek měly především rostoucí asijské ekonomiky, vyšší korporátní zisky a rostoucí důvěra investorů. Japonské akcie se vyšplhaly na nejvyšší hodnoty od roku 1991, a to hlavně díky rostoucím ziskům společností. Slabší, ale přesto kladnou výkonnost vykázaly vyspělé evropské a americké akciové trhy, které zůstaly za očekáváním. Dluhopisové fondy celkově pozitivně přispěly do výkonnosti portfolia. Turecký obligační trh během větší části prosince pokračoval v korigování cenových ztrát z podzimních měsíců a výrazně posílil v podobě růstu cen dluhopisů. Hlavními faktory byla hlavně zmíněná přeprdanost trhu a podvážení zahraničních investorů v lokálních vládních dluhopisech, spolu s očekáváním utažení měnové politiky centrální bankou. Příznivě zapůsobil také excelentní výkon turecké ekonomiky za třetí kvartál, inflační trajektorie však naproti tomu zůstávala nepříznivá a rostoucí. Vývoj na českém, maďarském a polském dluhopisovém trhu byl poklidný během většiny prosince a díky tomu také dluhopisové fondy z tohoto regionu mírně rostly.

V prosinci jsme v portfoliu žádné změny neprovedli.

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>17,16%</b>
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,08%	0,08%	17,16%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>24,73%</b>
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,24%	0,24%	14,82%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,11%	0,11%	9,91%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>9,20%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,40%	2,40%	6,54%
Templeton Global Bond	Globální	USD	-1,58%	-2,62%	2,66%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>5,55%</b>
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	n/a	n/a	3,15%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund	Globální	USD	0,54%	-0,53%	1,21%
Allianz Structured Return - AT (H2-CZK)	Severní Amerika	CZK	-0,12%	-0,12%	1,19%
<b>Akciové fondy</b>					<b>43,37%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída A	Středoevropský region	CZK	1,27%	1,27%	6,17%
Parvest Equity USA	Spojené Státy	USD	1,09%	0,02%	4,71%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	1,50%	0,42%	4,70%
FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	3,22%	2,13%	2,74%
Franklin Mutual European	Evropa	EUR	-0,48%	-0,30%	2,72%
Templeton Asian Growth	Asie (bez Japonska)	USD	3,02%	1,93%	2,70%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	-0,13%	0,05%	2,67%
PARVEST Equity Best Selection Asia ex-Japan	Asie (bez Japonska)	EUR	2,42%	2,60%	2,27%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap	Latinská Amerika	USD	3,69%	2,59%	2,18%
Parvest Equity Japan	Japonsko	JPY	2,61%	1,31%	1,83%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	0,02%	-1,04%	1,68%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	1,95%	2,13%	1,49%
Templeton Asian Smaller Companies Fund (1009) USD	Asie (bez Japonska)	USD	3,13%	2,04%	1,39%
NN (L) Euro Equity	Evropa	EUR	0,29%	0,47%	1,37%
NN (L) European Equity	Evropa	EUR	1,31%	1,49%	1,32%
Parvest Equity Russia Opportunity	Rusko	USD	0,38%	-0,68%	1,08%
Templeton Frontier Markets Fund	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	2,50%	1,41%	1,06%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	3,82%	4,00%	0,63%
Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	Japonsko	JPY	2,20%	0,91%	0,34%
Parvest Equity Turkey	Turecko	EUR	11,22%	11,42%	0,28%

## Konzervativní portfolio

Konzervativní portfolio připsalo v prosinci zisk 0.21 %. Turecký obligační trh během větší části prosince pokračoval v korigování cenových ztrát z podzimních měsíců a výrazně posílil v podobě růstu cen dluhopisů. Hlavními faktory byla hlavně přeprodánost trhu a podvážení zahraničních investorů v lokálních vládních dluhopisech, spolu s očekáváním utažení měnové politiky centrální bankou. Příznivě zapůsobil také excelentní výkon turecké ekonomiky za třetí kvartál, inflační trajektorie však naproti tomu zůstávala nepříznivá a rostoucí. Vývoj na českém, maďarském a polském dluhopisovém trhu byl poklidný během většiny prosince a díky tomu také dluhopisové fondy z tohoto regionu mírně rostly.

V prosinci jsme v portfoliu žádné změny neprovedli.

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>34,99%</b>
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,08%	0,08%	34,99%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>46,31%</b>
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,24%	0,24%	27,84%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,11%	0,11%	18,48%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>6,92%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,40%	2,40%	4,91%
Templeton Global Bond	Globální	USD	-1,58%	-2,62%	2,00%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>5,63%</b>
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	n/a	n/a	3,18%
Allianz Structured Return - AT (H2-CZK)	Severní Amerika	CZK	-0,12%	-0,12%	1,24%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund	Globální	USD	0,54%	-0,53%	1,22%
<b>Akciové fondy</b>					<b>6,15%</b>
NN (L) Emerging Markets High Dividend	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,41%	2,41%	1,80%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	1,50%	0,42%	1,33%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída A	Středoevropský region	CZK	1,27%	1,27%	0,86%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	-0,13%	0,05%	0,61%
Franklin Mutual European	Evropa	EUR	-0,48%	-0,30%	0,57%
NN (L) Japan Equity	Japonsko	CZK	2,31%	2,31%	0,37%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	0,02%	-1,04%	0,29%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	1,95%	2,13%	0,22%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	3,82%	4,00%	0,08%



## DYNAMICKÉ PORTFOLIO



## VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



## KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### České dluhopisy

Předpokládáme, že v nejbližších měsících by mohlo dojít k přechodnému poklesu výnosů, neboť se domníváme, že inflace zdaleka nebude takovým problémem, jak ji nyní (stále ještě) vidí trh. V nejbližších 3 měsících čeká ČR pravděpodobně citelná desinflace, jejíž první náznaky jsme již viděli v datech za listopad. ČNB tak dle nás bude s utahováním měnové politiky postupovat opatrněji, než co trh očekává a diskontuje v cenách vládních dluhopisů. Investoři by tak na tuto realitu odlišnou od současných očekávání měli během 1. čtvrtletí roku 2018 reagovat zvýšeným zájmem zejména o dlouhodobé dluhopisy. Ostatně, jak listopadová prognóza, tak poslední zasedání ČNB v prosinci byly hodně holubičí, trh však oboje v podstatě ignoroval.

Tento fundamentální výhled však komplikuje situace na devizovém trhu (přetrvávající překoupenost české měny) a také refinanční strategie Ministerstva financí na letošní rok, spojená s citelně zvýšenými výdajovými potřebami státního rozpočtu.

Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je nadále uložena právě v českých dluhopisech – v říjnu sice poklesl kvůli prodeji v předešlých dvou měsících podíl dluhopisů držaných nerezidenty, stále je však vysoký (nerezidenti drží 40,5% všech a 46,3% 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. 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. Rizikem pro další tržní vývoj je také vysoká plánovaná hrubá emise nových státních dluhopisů Ministerstvem financí (přestože plánovaný schodek rozpočtu zůstává omezený), navíc za deklarovaného záměru MF soustředit se primárně na emise delších splatností. To může vést k tlaku na růst požadovaných výnosů, který postupně spolu s očekávaným růstem výnosů na zahraničních trzích převáží nad výše zmiňovaným pozitivním dezinflačním procesem a spíše nižším tempem zvyšování sazeb ze strany ČNB. Pro celý rok 2018 tak ve výsledku očekáváme pokračující vzestup výnosů českých státních dluhopisů, a tedy spíše prohloubení ztrát z držby zejména dlouhodobých obligací.

**Riziková prémie desetiletých polských dluhopisů nad německými se během prosince dále snížila, dostala se tak na necelých 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. 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 postupným posilováním kurzu zlotého.

**Turecké výnosy na stále výrazně zvýšených úrovních z konce prosince (11,5 – 13%) vnímáme fundamentálně jako atraktivní, byť aktuálním problémem nadále zůstává vysoká inflace.** Na tomto poli však v závěru roku minimálně z titulu bazického efektu nastává obrat 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 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 roku 2017 pozitivní.

U kurzu **eura proti dolaru** nadále nevidíme důvod k trvalému proražení hranice 1,20, která dle nás zůstane stropem pro nejbližší měsíce. Důvodem je stále měnová politika – americká centrální banka je nad očekávání jestřábí (zvyšuje úrokové sazby) a ECB je naopak nad očekávání holubičí (pokračuje v nákupech dluhopisů, byť sníženým tempem a zvyšování sazeb

### Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

### Měny



zůstává daleko). 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. V dalších měsících tak dle nás dolar bude oscilovat mezi 1,15 a 1,20, přičemž v delším výhledu, až se více přiblíží horizont sblížení měnových politik, věříme v ústup kurzu dolaru na slabší úroveň proti euru.

**Koruna navzdory našim očekáváním ani půlroku po ukončení intervenčního režimu neoslabila.** Z logiky věci by vzhledem k její masivní překoupenosti oslabit měla, zahraniční spekulantí však zatím své zisky nevybírají a je nejasné, kdy tak učiní. V krátkodobém výhledu 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 zlotého** očekáváme v roce 2018 pokračování nastoupeného apreciačního trendu z minulého roku. Určujícím hybatelem zůstane pozitivní ekonomický vývoj – robustní hospodářský růst, tažený mj. oživením investic a domácí poptávkou či stabilní fiskální vývoj. Dalším faktorem, který zlotému pomůže posílit, je centrální banka. Postupně totiž dojde k růstu poptávkové inflace a na intenzitě naběrou tržní spekulace o blížícím se utážení měnové politiky. Dle nás je takový scénář pravděpodobný kolem poloviny roku 2018.

**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 utahování měnové politiky. Vzhledem k listopadovému i prosincovému zasedání je však evidentní, že takový moment je (zatím) příliš daleko na to, aby se v dohledné době projevil ve vývoji kurzu forintu proti euru. V nejbližší době by tak měl forint zhruba stagnovat.

I přestože globální býčí akciový trh trvá již téměř 9 let, myslíme si, že ještě není u konce. 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 výborné dynamice 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%). 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. 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), výraznější zpomalení čínské ekonomiky, déletrvající politická nejistota v Německu, neschopnost francouzského prezidenta Macrona prosadit klíčové reformy, volby v Itálii začátkem roku 2018 a protahující se vyjednávání o Brexitu, a hlavní geopolitická rizika v čele se Severní Koreou, Blízkým východem a Venezuelou.

Atraktivnost většiny středoevropských akcií nyní vidíme selektivně v některých akciích, 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 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. Pozitivní jsem také na akcie výrobce cigaret Philip Morris. Jeho kapitálová struktura je excelentní, nulová zadluženost s vysokým tokem volných peněžních prostředků umožňuje vyplácet štědrá

## Globální akciové trhy

## Akciové trhy střední a východní Evropy

dividendu, přičemž s přesunem výroby z okolních zemí do Kutné Hory můžeme v následujících letech očekávat růst tržeb, respektive čistých zisků. 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. Další prostor pro růst cen akcií nevidím u společnosti ČEZ. Její zajištění cen silové elektřiny pro následující dva roky bude držet provozní zisky blízko loňské úrovni. Zároveň možné rozdělení společnosti je určitým rizikem. 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. Opatrní jsme na společnosti s vysokým vlivem státu.

*Anne-Françoise Blüher  
Adam Šperl*

*Portfolio managers*