

## ERGO pojišťovna

## ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC BŘEZEN 2018

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



### Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia	<b>155,9416</b>
Výkonnost za poslední měsíc	<b>-2,16%</b>



### Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia	<b>140,8373</b>
Výkonnost za poslední měsíc	<b>-1,18%</b>



### Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia	<b>124,1144</b>
Výkonnost za poslední měsíc	<b>-0,44%</b>

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

### DLUHOPISY – USA, EMU

Americké výnosy v březnu žádný výraznější pohyb nezaznamenaly. Během celého měsíce výnosy na dlouhém konci oscilovaly kolem hranice 2,85% a až v jeho samém závěru se vlivem zavedení cel a s tím související hrozby obchodní války sesunuly ke 2,75%. Na krátkém konci v prvních dvou dekádách března výnosy rostly a dostaly se až na 2,35%, hlavně v očekávání jestřábiho zasedání FED-u; po něm se však opět rychle vrátily do okolí 2,25%.

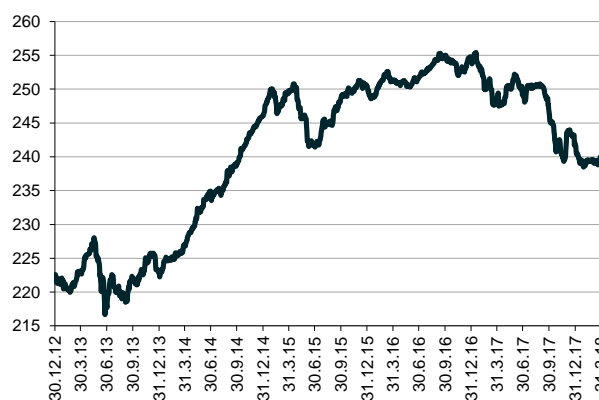
U německých výnosů pokračoval sestupný trend z února, živený slabšími inflačními daty i horšími předstihovými indikátory. Desetiletý německý výnos se tak z hodnot kolem 65 b.b. koncem února dostal až na 50 bazických bodů koncem března, což byla jeho nejnižší hodnota od poloviny ledna. Na krátkém konci byl vývoj kvalitativně podobný, kvantitativně byl ale pokles pochopitelně menší (o zhruba 5 b.b. z -55 počátkem března na -50 b.b. na jeho konci).

### DLUHOPISY ČR

**Česká výnosová křivka byla během většiny března bez větších změn.** České desetileté výnosy se celý březen, podobně jako měsíc předtím, obchodovaly kolem 1,95 %.

V realizovaných primárních aukcích Ministerstva financí však postupně sílil zájem jak domácích, tak zahraničních investorů o nově vydávané vládní dluhopisy. A v samém závěru měsíce zamířily obligační ceny na sekundárním trhu vzhůru pod vlivem holubičího zasedání ČNB, kde bankovní rada prezentovala odhad pravděpodobného zvýšení úrokových sazeb až závěrem letošního roku. Požadované výnosy tak mírně poklesly a březen tak desetiletý výnos zakončil na úrovni 1,85%.

Bloomberg Barclays Czech Index



### DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

#### Polské dluhopisy

**Polská výnosová křivka se během března dále mírně zploštila - výnosy ve středních a delších splatnostech tak pokračovaly v klesajícím trendu** (ceny dluhopisů rostly). Dlouhý konec poklesl až na 3,12%, což byla nejnižší hodnota od listopadu 2016, na 2-leté splatnosti se výnosy dostaly poprvé od dubna 2016 pod 1,5%. Důvodem byla hlavně překvapivě nízká únorová inflace a v reakci vyprchávací tržní očekávání zvyšování úrokových sazeb centrální bankou (která je již delší dobu obecně v holubičím rozpoložení) v letošním roce. Toto inflační překvapení potvrdila i předběžná březnová data, což dluhopisovému trhu dalo další impuls k růstu cen na přelomu března a dubna.

#### Turecké dluhopisy

V březnu výrazně zesílil negativní sentiment vůči tureckým aktivům – citelně oslabil měnový kurz a klesly ceny vládních dluhopisů. Důvodem byl jednak obecný vzestup rizikové averze na globálních trzích, jednak obavy investorů z dalšího vývoje klíčových makroekonomických veličin jako inflace a běžný účet platební bilance. Centrální banka zatím na uvedený vývoj nijak zpřísněním nastavení měnové politiky nereagovala, prozatím tak chyběl pádný argument pro stabilizaci situace, přičemž geopolitické riziko (vojenská operace v Sýrii, vyostřené vztahy s USA) zůstávalo zvýšené. Výnosová křivka se tak posunula citelně vzhůru, výnosy vzrostly o 50 – 100 bps na úroveň 12,25 – 13,75%. Měnový kurz TRY v březnu oslabil ke koši měn (EUR, USD) o citelných 4,7%.

## Firemní dluhopisy

Firemním dluhopisům se v březnu příliš nedařilo, kreditní marže se zvyšovaly v podstatě ve všech segmentech a zejména v Evropě, v menší míře pak v USA. Hůře na tom byly firemní emise v rámci investičního stupně, vysoce úročeným spekulativním dluhopisům se dařilo v relativním vyjádření o něco lépe. Negativními faktory tohoto vývoje byla mj. rostoucí riziková averze pramenící z obav z důsledků možné eskalace protekcionistických opatření prezidenta Trumpa vůči zahraničním obchodním partnerům v čele s Čínou. Průměrná kreditní marže indexu EUR iBoxx Corporate IG za březen vzrostla o 15 b. na 59 bodů, v případě indexu spekulativního stupně (EUR iBoxx HY) pak o 25 b. na 273 bodů. O něco mírněji se zvyšovaly také kreditní marže dané CDS kontrakty. I zde byl odolnější segment spekulativního stupně, kde byl relativní nárůst marží mírnější.

## AKCIE

### Globální trhy

Globální akciové trhy pokračovaly v březnu v poklesu, když dle indexu MSCI All Country World odepsaly 2,4 %. Důvodem pokračujících ztrát bylo jednak zvýšené mezinárodní napětí v mezinárodním obchodě a zvyšující se riziko obchodní války mezi USA a Čínou a rovněž objevujícími se náznaky mírně zpomalující dynamiky světové ekonomiky. Klíčové předstihové indikátory sentimentu jako globální index nákupních manažerů v průmyslu PMI či index

MSCI World Index



globálních makroekonomických překvapení americké banky Citi totiž dosáhly svých cyklických maxim na konci loňského roku a v průběhu prvního čtvrtletí začaly klesat, byť jenom mírně. Podle aktuálních odhadů by měla i v letošním roce světová ekonomika zaznamenat velmi vysokou dynamiku růstu. HDP by mělo vrůst stejně jako v minulém roce o přibližně 3,5 %. Investoři již nicméně vycítili určitou změnu trendu směrem dolů, což vývoj cen akcií v březnu plně reflektoval.

Poklesy regionálních akciových indexů se přitom pohybovaly na úrovni globálního indexu MSCI All Country World. Americký index S&P 500 ztratil 2,7 %, evropských index STOXX Europe 600 poklesl o 2,3 %, index akcií ve Velké Británii FTSE 100 poklesl o 2,4 % a hlavní japonský akciový index Nikkei odepsal 2,8 %.

Akcie na rozvíjejících se trzích taktéž pokračovaly v sestupném trendu, index MSCI Emerging Markets odepsal v březnu 2,03 % (v USD). Z významnějších ekonomik se nejlépe vedlo zotavující se Brazílii (index BOVESPA +0,01 %), na ostatních trzích se dále projevil rostoucí obavy z obchodní války mezi Čínou a USA (Hong Kong -2,44 %, Čína -3,11 %, Indie -3,56 %, Mexico -2,77 %). I přes zvýšenou volatilitu a mírně horší makroekonomická data nicméně zůstávají rozvíjející se ekonomiky v dobré kondici. Podobný scénář jako v roce 2017 (index MSCI EM rostl 11 měsíců v roce) však můžeme jen těžko očekávat.

### Středoevropské trhy

Středoevropské akcie v průměru následovaly dění ve světě. Vzhledem k největší likviditě trhu a tzv. proxy postavení na středoevropský region pro zahraniční investory největší propady opět zaznamenaly polské akcie, když index WIG 30 odepsal 5,8 %. Nejvíce ztrácely akcie polostátních společností, nákladní železniční přepravce PKP Cargo -30 %, těžář mědi KGHM -17 % a petrochemická jednička PKN Orlen -13 %. Maďarský index BUX ztratil 2,2 %. Z velkých emise se nedařilo akciím nákladního kamionového přepravce Waberer se ztrátou 12 % a akciím farmaceutické společnosti Richter Gedeon se ztrátou 7 %. Naopak český akciový trh nepatrně posílil dle indexu pražské burzy PX o 0,3 %. Tahounem byly akcie společnosti O2 se ziskem 5 % a dále akcií společností ČEZ a Moneta Money Bank se shodným růstem o 2 %.

## STRUKTURA PORTFOLIÍ

### Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolio v březnu poklesla o 2,16 %. Akciové trhy pokračovaly v poklesu, když reagovaly zejména na zvyšující se riziko obchodní války mezi velmocemi a na náznaky zpomalování globální ekonomiky. Nejlépe se dařilo akciovým fondům společností s malou tržní kapitalizací (Small-Cap). Relativně slušně dopadly také fondy investující v Latinské Americe a na okrajových trzích. Ostatní akciové fondy poměrně výrazně odepisovaly.

V březnu jsme se rozhodli opět mírně snížit zastoupení akcií v portfoliu, oproti neutrální pozici jsme tak ještě více podváženi. K tomu nás vedly prakticky stejné důvody jako minulý měsíc – za současných podmínek nevidíme žádný výrazný impuls, který by akciovému trhu mohl přinést další významné zisky. Investoři naopak začínají stále více akcentovat reálná rizika (např. zpomalení růstu globální ekonomiky, normalizace měnových politik, hrozící obchodní válka), což se projevilo ve výrazně vyšší volatilitě v posledních dvou měsících. Volné prostředky jsme alokovali do fondů méně rizikových 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>3,74%</b>
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	-0,07%	-0,07%	3,74%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>2,43%</b>
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	-0,17%	-0,17%	1,46%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-0,29%	-0,29%	0,97%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>2,76%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-2,02%	-2,02%	1,90%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	0,85%	0,00%	0,86%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>5,66%</b>
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	n/a	n/a	3,20%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	-0,95%	-1,78%	1,25%
Allianz Structured Return PT USD Cap	Severní Amerika	USD	-1,23%	-2,06%	1,22%
<b>Akciové fondy</b>					<b>85,41%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	-3,18%	-3,18%	12,05%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	-1,53%	-2,36%	9,22%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	-2,86%	-3,68%	9,10%
FF - Emerging Asia Fund Y-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	-1,56%	-2,39%	5,59%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	-3,09%	-3,90%	5,45%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	-2,35%	-2,31%	5,35%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	-2,35%	-2,31%	5,32%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	-2,39%	-2,35%	4,63%
NN (L) Latin America Equity I Cap	Latinská Amerika	USD	-0,95%	-1,78%	4,40%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	-3,71%	-4,02%	3,61%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	1,79%	0,93%	3,27%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,76%	0,90%	2,87%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	-3,52%	-3,48%	2,75%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	-3,68%	-3,64%	2,61%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	-4,33%	-4,29%	2,61%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-0,43%	-1,27%	2,14%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	-1,92%	-2,74%	2,06%
Parvest Equity Australia I Cap	Ostatní vyspělé trhy	EUR	-5,28%	-5,24%	1,15%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	-0,78%	-1,10%	0,64%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	-7,27%	-7,23%	0,58%

## Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v březnu poklesla o 1,18 %. Akciové trhy pokračovaly v poklesu, když reagovaly zejména na zvyšující se riziko obchodní války mezi velmocemi a na náznaky zpomalování globální ekonomiky. Nejlépe se dařilo akciovým fondům společností s malou tržní kapitalizací (Small-Cap). Relativně slušně dopadly také fondy investující v Latinské Americe a na okrajových trzích. Ostatní akciové fondy poměrně výrazně odepisovaly. Firemním dluhopisům se v březnu z podobných důvodů jako akciím příliš nedařilo, kreditní marže se zvyšovaly v podstatě ve všech segmentech, což vedlo k poklesu ceny dluhopisů. Nedařilo se také tureckým dluhopisům, naopak české státní dluhopisy si připsaly kladné zhodnocení druhý měsíc po sobě.

V březnu jsme se rozhodli opět mírně snížit zastoupení akcií v portfoliu, oproti neutrální pozici jsme tak ještě více podváženi. K tomu nás vedly prakticky stejné důvody jako minulý měsíc – za současných podmínek nevidíme žádný výrazný impuls, který by akciovému trhu mohl přinést další významné zisky. Investoři naopak začínají stále více akcentovat reálná rizika (např. zpomalení růstu globální ekonomiky, normalizace měnových politik, hrozící obchodní válka), což se projevilo ve výrazně vyšší volatilitě v posledních dvou měsících. Volné prostředky jsme alokovali do fondů méně rizikových 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>19,88%</b>
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	-0,07%	-0,07%	19,88%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>26,42%</b>
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	-0,17%	-0,17%	15,84%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-0,29%	-0,29%	10,58%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>9,17%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-2,02%	-2,02%	6,33%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	0,85%	0,00%	2,83%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>5,66%</b>
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	n/a	n/a	3,24%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	-0,95%	-1,78%	1,22%
Allianz Structured Return PT USD Cap	Severní Amerika	USD	-1,23%	-2,06%	1,20%
<b>Akciové fondy</b>					<b>38,87%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	-3,18%	-3,18%	5,47%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	-1,53%	-2,36%	4,19%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	-2,86%	-3,68%	4,12%
FF - Emerging Asia Fund Y-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	-1,56%	-2,39%	2,55%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	-2,35%	-2,31%	2,48%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	-2,35%	-2,31%	2,45%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	-3,09%	-3,90%	2,43%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	-2,39%	-2,35%	2,07%
NN (L) Latin America Equity I Cap	Latinská Amerika	USD	-0,95%	-1,78%	2,00%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	-3,71%	-4,02%	1,62%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	1,79%	0,93%	1,52%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,76%	0,90%	1,29%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	-3,52%	-3,48%	1,28%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	-3,68%	-3,64%	1,18%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	-4,33%	-4,29%	1,17%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-0,43%	-1,27%	0,98%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	-1,92%	-2,74%	0,97%
Parvest Equity Australia I Cap	Ostatní vyspělé trhy	EUR	-5,28%	-5,24%	0,55%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	-0,78%	-1,10%	0,30%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	-7,27%	-7,23%	0,27%

## Konzervativní portfolio

Hodnota konzervativního portfolia v březnu poklesla o 0,44 %. Firemním dluhopisům se z podobných důvodů jako akciím (především reakce na hrozící obchodní válku a náznaky zpomalování globální ekonomiky) příliš nedařilo, kreditní marže se zvyšovaly v podstatě ve všech segmentech, což vedlo k poklesu ceny dluhopisů. Nejhuře se ale vedlo tureckým dluhopisům, což se projevilo ve výkonosti hlavně ve fondu Dluhopisů Nové Evropy. Naopak české státní dluhopisy si připsaly kladné zhodnocení druhý měsíc po sobě a alespoň pomohly zmírnit ztráty. Akciová část portfolia měla na výkonnost portfolia negativní vliv.

V březnu jsme se rozhodli opět mírně snížit zastoupení akcií v portfoliu, oproti neutrální pozici jsme tak ještě více podvážení. K tomu nás vedly prakticky stejné důvody jako minulý měsíc – za současných podmínek nevidíme žádný výrazný impuls, který by akciovému trhu mohl přinést další významné zisky. Investoři naopak začínají stále více akcentovat reálná rizika (např. zpomalení růstu globální ekonomiky, normalizace měnových politik, hrozící obchodní válka), což se projevilo ve výrazně vyšší volatilitě v posledních dvou měsících. Volné prostředky jsme alokovali do fondů méně rizikových dluhopisů. Je však třeba mít na paměti, že akciová složka konzervativního portfolia je relativně velmi malá.

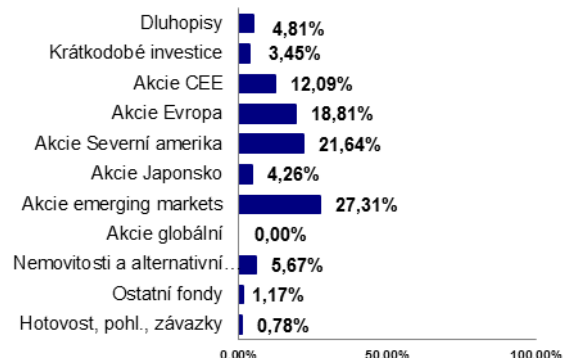
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	MTD Výkonnost			Rozložení portfolia
			v z. měně	v měně portfolia		
<b>Fondy krátkodobých investic</b>						<b>34,83%</b>
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	-0,07%	-0,07%		<b>34,83%</b>
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>						<b>47,83%</b>
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	-0,17%	-0,17%		<b>28,68%</b>
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-0,29%	-0,29%		<b>19,15%</b>
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>						<b>6,92%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-2,02%	-2,02%		<b>4,78%</b>
Templeton Global Bond I	Globální	USD	0,85%	0,00%		<b>2,15%</b>
<b>Fondy alternativních investic</b>						<b>5,64%</b>
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	n/a	n/a		<b>3,21%</b>
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	-0,95%	-1,78%		<b>1,26%</b>
Allianz Structured Return PT USD Cap	Severní Amerika	USD	-1,23%	-2,06%		<b>1,18%</b>
<b>Akciové fondy</b>						<b>4,78%</b>
NN (L) Emerging Markets High Dividend	Globální rozvíjející se trhy	USD	-1,61%	-2,44%		<b>1,53%</b>
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	-2,86%	-3,68%		<b>1,00%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	-3,18%	-3,18%		<b>0,70%</b>
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	-2,35%	-2,31%		<b>0,45%</b>
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	-2,35%	-2,31%		<b>0,44%</b>
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	-3,25%	-3,56%		<b>0,23%</b>
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	1,79%	0,93%		<b>0,18%</b>
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	-3,52%	-3,48%		<b>0,16%</b>
Parvest Equity Australia I Cap	Ostatní vyspělé trhy	EUR	-5,28%	-5,24%		<b>0,07%</b>

## DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 29.03.2018



Struktura portfolia ke dni 28.02.2018



## VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 29.03.2018



Struktura portfolia ke dni 28.02.2018



## KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 29.03.2018



Struktura portfolia ke dni 28.02.2018



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### České dluhopisy

Ohledně krátkodobého vývoje cen českých státních dluhopisů zůstáváme opatrně pozitivní. Inflace v ČR ani v Eurozóně nebude takovým problémem, jak ji nyní ještě stále vidí trh. Březnová čísla potvrdila pokračování klesajícího inflačního trendu a ani v následujících měsících nelze čekat akceleraci, která by vedla k výraznějšímu překonání inflačního cíle ČNB. Ta 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. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž nadále uložena právě v českých dluhopisech – v únoru nerezidenti drželi 33 % všech a 38 % korunových dluhopisů.

### Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

**Výrazné překvapení směrem dolů u polské inflace znamená, že se výrazně snížila pravděpodobnost brzkého utážení měnové politiky.** Tento vývoj však již celkem reflektovaly polské výnosy, a to jak na krátkém, tak na dlouhém konci. Protože se nedomníváme, že by inflace měla dále klesat, ale že by se přece jenom měla postupně začít zvedat, vidíme prostor pro další pokles polských výnosů jako omezenější. Nicméně vzhledem k setrvalé holubičí centrální bance, by opatrný růst cen polských státních dluhopisů měl prozatím přetrvat. Potenciál polských aktiv pak ztraktivňuje výhled na posílení zlatého v důsledku solidního ekonomického růstu.

**Turecký oblihační trh se nachází ve složité situaci, domníváme se však, že by postupně mělo dojít k jeho stabilizaci a postupnému ústupu v současnosti zvýšených požadovaných výnosů (12,0 – 14,0%) 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 opatrně pozitivní.

### Měny

U kurzu **aura proti dolaru** nadále v krátkodobém výhledu očekáváme návrat pod 1,20. Pro současné úrovně (1,225), ač rozumnější než 1,25, nenacházíme v současných ani v očekávaných diferenciacích měnových politik na opačných stranách Atlantiku (což je primární faktor kurzu v posledním desetiletí) odůvodnění. FED letos přistoupí k nejméně dalším 2 zvýšení sazeb (k prvnímu již došlo na březnovém zasedání), a to 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 stále chovají, jakoby k němu mělo dojít již velmi brzy. V březnu zveřejněné předstihové indikátory v Eurozóně navíc ukázaly, že dynamika růstu již svého vrcholu dosáhla, což je také jisté proti-inflační riziko. 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 neoslabila.** 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. Vývoj kurzu koruny v únoru a v březnu sice naznačil, že další posílení již nebude tak jednoduché jako tomu bylo v minulých měsících (a jak to ve své prognóze očekává ČNB), 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 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.

**V případě polského zlotého** očekáváme letos pokračování apreciační tendence z roku 2017 – byť aktuální inflační vývoj výrazně snížil pravděpodobnost utážení měnové politiky v letošním roce, ostatní makroekonomické fundamenty hovoří ve prospěch silnější měny. Jde zejména o stabilní solidní vývoj vnější bilance a citelně zlepšenou fiskální situaci v prostředí robustního hospodářského růstu. Domníváme se, že zlotý má ve středoevropském regionu nejlepší pozici k postupnému posilování vůči společné evropské měně.

**Maďarský forint** má dle nás také fundamentální potenciál posílit k - či dokonce pod - hranici 300. Dojde k němu však až v situaci, kdy centrální banka přejde do módu utážení 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.

## Globální akciové trhy

Co se globálního akciového výhledu týče, domníváme se, že po devíti letech globálního býčího trhu již pravděpodobně mají akciové trhy to nejlepší za sebou. Dynamika světové ekonomiky a růst korporátních zisků budou velice pravděpodobně v následujících dvou letech postupně mírně zpomalovat, což bude pro akciovou výkonnost negativním faktorem. Z tohoto důvodu jsme již v akciové složce našich portfolií strategicky podvážení, byť prozatím jenom mírně. Za celý rok 2018 v našem základním scénáři očekávaného vývoje počítáme pouze s mírně kladnou výkonností globálních akciových trhů. Co se týče ocenění globálních akciových trhů neboli valuací tržních cen akcií ve vztahu k fundamentálním veličinám jako zisky (P/E), tržby (P/S) či cash flow (P/CF), ty jsou momentálně z historického srovnání mírně nadprůměrné, proto u valuací v letošním roce očekáváme postupný mírný pokles. Ten by měl být na druhou stranu vyvážen stále velice silným růstem korporátních zisků, jež by se měl v letošním roce pohybovat kolem 10 %. Když k tomu přičteme globální dividendový výnos kolem 2,5 %, za celý letošní rok to ve výsledku odpovídá očekávané mírně pozitivní akciové výkonnosti.

Z krátkodobého pohledu je investiční nálada na akciových trzích dosti nervózní a proto další mírnou korekci v následujících měsících rozhodně nemůžeme vyloučit. V každém případě musíme i nadále počítat s výrazně vyšší krátkodobou volatilitou oběma směry s tím, jak budou na trhy postupně přicházet nové významné kurzotvorné zprávy.

Pokud se podíváme na náš investiční názor na klíčové akciové trhy z regionálního pohledu, tak co se týče největšího akciového trhu v USA, americké korporace by dále měly profitovat z reformy Donalda Trumpa (fiskální stimuly, snížení korporátních daní na 20%). Přesto máme na americké akcie spíše negativní názor a to zejména kvůli vysoce nadprůměrným valuacím. Na evropské akcie, v západní Evropě i našem regionu střední a východní Evropy (CEE), máme vesměs neutrální názor. Evropské společnosti by přitom měly těžit ze stále poměrně dobré makroekonomické dynamiky, byť již mírně zpomalující, a stále velice uvolněné měnové politiky ECB. Vesměs neutrální názor máme rovněž na akcie z rozvíjejících se trhů (emerging markets), které budou i nadále těžit ze silícího spotřebitele a konvergence k vyspělým ekonomikám v podobě přibližně dvojnásobného růstu HDP a to v čele s Čínou a Indií. Ovšem i zde již

pravděpodobně dosáhly klíčové makroekonomické indikátory na konci loňského roku v rámci aktuálního hospodářského cyklu maxima.

Mezi klíčová rizika našeho opatrně pozitivního základního scénáře očekávaného vývoje globálních akciových trhů v roce 2018 patří 1) zásadní vyostření situace v mezinárodním obchodě, zejména ve vztahu mezi dvěma největšími světovými ekonomikami USA a Čínou, 2) rychlejší než aktuálně očekávané postupné zpomalování globální ekonomiky z cyklického vrcholu, jehož bylo dosaženo na přelomu loňského a letošního roku, 3) neočekávané a výrazné zvýšení inflace a inflačních očekávání, 4) oproti aktuálnímu očekávání výrazně rychlejší normalizace monetárních politik klíčových centrálních bank (FED, ECB, BOJ) a 5) oproti aktuálnímu očekávání výraznější zpomalení čínské ekonomiky, případně kreditní krize (v rámci stínového bankovníctví).

**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*