

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC DUBEN 2018

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **157,3220**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,89%**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **141,7685**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,66%**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **124,8271**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,57%**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Americké výnosy v dubnu vzrostly, a to podél celé výnosové křivky. Na krátkém konci se dostaly až na 2,50%, na dlouhém konci na chvíli i přes 3%, měsíc pak ale uzavíraly lehce pod touto hranicí (stále však nad úrovní z konce března). Důvody pro tento vývoj byly tři. Zaprvé, přes tři procenta vytlačil desetileté výnosy růst cen ropy. Zadruhé, růst inflace zpátky ke 2 procentům přizpíval očekávání na rychlejší růst sazeb centrální banky. Zatřetí, FED na svém zasedání tato očekávání nevyvrátil, byť nepřislíbil, že by chtěl postupovat rychleji, než co ukazuje jeho poslední prognóza (tj., letos ještě dvojitá utažení měnové politiky). Výnosová křivka se v měsíčním úhrnu posunula vzhůru o 15 – 25 bps, nejvíce pak v segmentu středních splatností.

V Eurozóně byl vývoj podobný – německé desetileté výnosy nejdřív vyrostly až na 65 b.b., zejména jako důsledek stoupajících cen ropy. Nízká inflace v březnu i v dubnu pak ale vrátila výnosy zpátky k 55 bodům, kde se pohybovaly koncem dubna a počátkem května. Výnosová křivka německých vládních obligací stoupla o mírných 2 – 6 bps při zvýšení sklonu (největší pohyb byl v případě desetileté splatnosti).

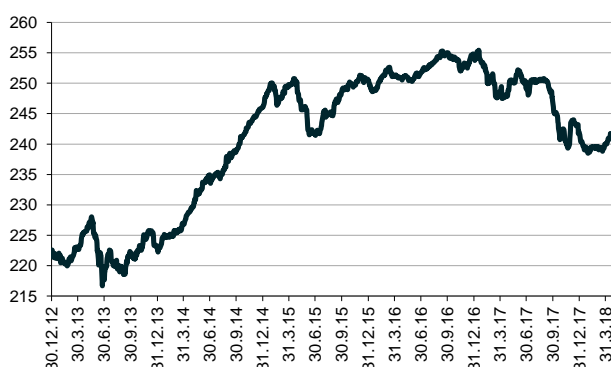
DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka během dubna klesala, a to jak na krátkém, tak na dlouhém konci (ceny dluhopisů rostly).

Důvodem byl pokles německých výnosů kvůli nízké německé inflaci, umocněný poklesem české inflace, který vedl spoustu zahraničních pozorovatelů k přehodnocení doposud jestřábích očekávání o trajektorii růstu sazeb ČNB. Cenám dluhopisů pomáhal vzhůru silící

zájem jak zahraničních hráčů, tak domácích investorů z řad podvážených fondů či pojišťoven a po delší době také bankovních knih. To bylo patrné v primárních aukcích Ministerstva financí, jež se v dubnu potkaly se silným nákupním zájmem. České desetileté výnosy tak poklesly pod 1,80 %, tj. na nejnižší úroveň v letošním roce. Celá výnosová křivka pak klesla o 5 – 15 bps a snižovala sklon, nejvýraznější pokles výnosů tak byl právě v segmentu dlouhodobých dluhopisů.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Polská výnosová křivka se během první poloviny dubna ještě dále zploštila, výnosy na dlouhém konci dále poklesly a ceny dluhopisů rostly. Dlouhý konec se na chvíli propadl dokonce pod 3%, kde výnosy nebyly od října roku 2016. Důvodem byla opět překvapivě nízká (březnová) inflace. Koncem dubna se pak výnosy na dlouhém konci vrátily na dohled 3,2%, což bylo důsledkem akcelerace růstu výnosů na hlavních zahraničních trzích a v důsledku vybírání předchozích cenových zisků. Pokles výnosové křivky se v měsíčním účtování nakonec zúžil pouze na segment dlouhodobých splatností v rozsahu do 10 bps.

Turecké dluhopisy

Začátkem dubna pokračoval v nezmenšené intenzitě negativní sentiment vůči tureckým aktivům – dále oslaboval měnový kurz a ceny vládních dluhopisů. Katalyzátorem byla zveřejněná vyšší březnová inflace, jež umocnila obavy investorů z přehřívání turecké ekonomiky při liknavém přístupu tamní centrální banky a v prostředí vyšší rizikové averze vůči rozvíjejícím se trhům. Turecká centrální banka však investory překvapila, když na zasedání v závěru měsíce zvýšila úrokové sazby o 75 bazických bodů. To situaci výrazně zklidnilo a cenám tureckých aktiv (vládní dluhopisy, měnový kurz) pomohlo odmazat valnou většinu ztrát z předchozí části

měsíce. Výnosová křivka se v měsíčním výsledku zvýraznila inverzní tvar při růstu kratších splatností do 25 bps a stabilitě výnosů dlouhodobých dluhopisů. Na konci dubna se turecká vládní křivka nacházela na úrovni 12,25 – 14%. Měnový kurz TRY za duben oslabil ke koši měn (EUR, USD) o 2,0%.

Firemní dluhopisy

Kreditní marže firemních dluhopisů se po předešlém rozšiřování v dubnu stabilizovaly či i mírně poklesly. Příznivě působily reportované velmi dobré firemní výsledky či rostoucí cena ropy, negativně naopak vzestup bezrizikových výnosů (zejména US Treasuries) či ohlašované vzájemné uvalení cel na řadu produktů mezi USA a Čínou. Průměrná kreditní marže indexu EUR iBoxx Corporate IG ve výsledku za duben stagnovala na 59 bodech, v případě indexu spekulativního stupně (EUR iBoxx HY) pak klesla o 17 b. na 256 bodů. Kreditní marže dané CDS kontrakty mírně klesly jak v případě investičního, tak spekulativního stupně.

AKCIE

Globální trhy

V uplynulém měsíci se nejlépe vedlo akciím ze západoevropských trhů (index DJ STOXX 600 3,9 %). Důvodem byla slabá výkonnost v předešlých měsících a uklidnění situace na Korejském poloostrově. Nejistá situace a možná eskalace konfliktu v Sýrii znamenala růst cen surové ropy, což vedlo k zhodnocení cen akcií těžařů ropy. Nikterak výrazně se neprojevila ani hrozba cel ze strany USA. Index společností amerických akcií S&P 500 skončil meziměsíčně beze změny.

MSCI World Index



Příchozí výsledky hospodaření za první čtvrtletí se nevymykaly z předešlých pozitivních sezón. Avšak sílící americký dolar a rezonující hrozba obchodních válek nedovolily akciím výraznější zisky.

Nálada na rozvíjejících se trzích byla v dubnu po předcházejících dvou negativních měsících převážně pozitivní a akcie většiny trhů připisovaly zisky (např. Hong Kong +2,38 %, Indie + 6,5 %, Brazílie + 0,88 %, Mexico + 4,84 %). K tomu přispělo již zmíněné zlepšení situace na Korejském poloostrově (Korea + 2,84 %), stále solidní hospodářský růst a částečné uklidnění z možných dopadů obchodní války, jejíž těžiště se přesunulo mezi USA a Čínu. Akcie na burze v Šanghaji pokračovaly třetím měsícem v poklesu (-3,63 %). Souhrnný index MSCI Emerging Markets odepsal v dubnu 0,55 % (v USD). Musíme však přihlídnout k tomu, že poměrně značné posílení amerického dolaru snížilo vykazovanou výkonnost trhů rozvíjejících se ekonomik v této měně.

Středoevropské trhy

Akciím středoevropských společností se dařilo. Vysoké zisky si připsaly především trhy, jež v předešlých měsících ztrácely. Polský a maďarský akciový trh si v obou případech připsal zhruba tří procentní zhodnocení. Blížící se uvedení na trh dlouho očekávané hry Cyberpunk 2077 vedlo k 14 % zhodnocení akcií firmy CD Project. Rostoucí ceny silové elektřiny a uklidnění cen emisních povolenek zase stály za dobrou výkonností akcií energetických společností Enea, Energa a PGE. S ochlazením inflačních očekávání a zvyšování úrokových sazeb centrální bankou skončila ve ztrátách většina bankovních titulů. Za výrazným zhodnocením maďarského indexu BUX byla v podstatě jediná společnost a to ropný MOL. Zbylé akcie velkých společností skončily v červených číslech. Český index PX si připsal 1,6 %. Tahounem byly akcie ČEZ a po dobrých hospodářských výsledcích a oznámeném snížení úrokových nákladů také akcie mediální skupiny CME.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v dubnu vzrostla o 0,89 %. Akciové trhy přerušily dvoutměsíční šňůru špatných výsledků, k čemuž přispělo především zklidnění situace na Korejském poloostrově, pokračující dobrá výsledková sezóna a lepší nálada investorů, když se nikterak výrazně neprojevila ani hrozba cel ze strany USA. Dobře si vedly především evropské akcie, naopak eskalující politické problémy v Turecku a Rusku poslaly tamní trhy výrazně dolů. Avšak sílí americký dolar a rezonující hrozba obchodních válek nedovolily akciím výraznější zisky.

V průběhu měsíce jsme se rozhodli navýšit zastoupení alternativních investic, které jsou nyní zajímavou možností, jak zvýšit diversifikaci portfolia a jeho výnos. Dále jsme mírně navýšili alokaci fondů dluhopisů v měně portfolia. Očekáváme, že růst úrokových sazeb bude nižší (i díky nižší inflaci) než jsou tržní očekávání, což by vedlo k růstu cen těchto dluhopisů. Proti těmto změnám jsme snížili alokaci krátkodobých investic. Poslední provedenou změnou bylo snížení expozice na Rusko a tomu odpovídající navýšení akcií Turecka, protože již dále nevidíme důvod preferovat ruské akcie před tureckými. Akcie těchto zemí jsou nyní relativně velice levné, přičemž politické riziko se ani v jedné zemi výrazně nesnížilo.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					4,38%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,29%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,13%	0,13%	2,09%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					3,02%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,33%	0,33%	1,88%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,33%	0,33%	1,14%
Dluhopisové fondy - ostatní					2,77%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,55%	0,55%	1,91%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	0,92%	3,38%	0,85%
Fondy alternativních investic					6,02%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,72%	0,72%	3,23%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	-0,09%	2,34%	1,48%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	2,71%	5,21%	1,32%
Akciové fondy					85,77%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	1,50%	1,50%	11,92%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	1,34%	3,81%	9,31%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	-0,92%	1,49%	9,14%
FF - Emerging Asia Fund I-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	0,34%	2,79%	5,89%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,37%	1,03%	5,51%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	5,29%	5,75%	5,43%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	4,09%	4,54%	5,39%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	2,05%	2,49%	4,65%
NN (L) Latin America Equity I Cap	Latinská Amerika	USD	-1,88%	0,51%	4,26%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	3,76%	3,44%	3,65%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	0,31%	2,75%	3,24%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	1,08%	1,52%	2,80%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,60%	1,82%	2,74%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	5,26%	5,72%	2,65%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	5,35%	5,81%	2,65%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-0,60%	1,82%	2,08%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	-5,55%	-3,25%	1,63%
Parvest Equity Australia I Cap	Ostatní vyspělé trhy	EUR	4,17%	4,62%	1,23%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	-8,29%	-7,89%	0,94%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	3,20%	2,89%	0,63%
OSTATNÍ					-1,96%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v dubnu vzrostla o 0,66 %. Akciové trhy přerušily dvouměsíční šňůru špatných výsledků, k čemuž přispělo především zklidnění situace na Korejském poloostrově, pokračující dobrá výsledková sezóna a lepší nálada investorů, když se nikterak výrazně neprojevila ani hrozba cel ze strany USA. Dobře si vedly především evropské akcie, naopak eskalující politické problémy v Turecku a Rusku poslaly tamní trhy výrazně dolů. Avšak sílící americký dolar a rezonující hrozba obchodních válek nedovolily akciím výraznější zisky. Dluhopisy zaznamenaly v průměru mírně kladné zhodnocení, za což mohou především dobré firemní výsledky a rostoucí cena ropy. Dařilo se i středoevropským dluhopisům.

V průběhu měsíce jsme se rozhodli navýšit zastoupení alternativních investic, které jsou nyní zajímavou možností, jak zvýšit diversifikaci portfolia a jeho výnos. Dále jsme mírně navýšili alokaci fondů dluhopisů v měně portfolia. Očekáváme, že růst úrokových sazeb bude nižší (i díky nižší inflaci) než jsou tržní očekávání, což by vedlo k růstu cen těchto dluhopisů. Proti těmto změnám jsme snížili alokaci krátkodobých investic. Poslední provedenou změnou bylo snížení expozice na Rusko a tomu odpovídající navýšení akcií Turecka, protože již dále nevidíme důvod preferovat ruské akcie před tureckými. Akcie těchto zemí jsou nyní relativně velice levné, přičemž politické riziko se ani v jedné zemi výrazně nesnížilo.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					18,66%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,57%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,13%	0,13%	16,08%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					28,52%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,33%	0,33%	17,80%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,33%	0,33%	10,71%
Dluhopisové fondy - ostatní					9,16%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,55%	0,55%	6,34%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	0,92%	3,38%	2,82%
Fondy alternativních investic					5,77%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,72%	0,72%	3,07%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	-0,09%	2,34%	1,47%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	2,71%	5,21%	1,23%
Akciové fondy					38,78%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	1,50%	1,50%	5,43%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	1,34%	3,81%	4,18%
Parvest Equity USA I	Spojené Státy	USD	-0,92%	1,49%	4,16%
FF - Emerging Asia Fund I-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	0,34%	2,79%	2,55%
Templeton Asian Growth I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,37%	1,03%	2,49%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	5,29%	5,75%	2,45%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	4,09%	4,54%	2,43%
Parvest Equity Best Selection Asia Ex Japan I	Asie (bez Japonska)	EUR	2,05%	2,49%	2,08%
NN (L) Latin America Equity I Cap	Latinská Amerika	USD	-1,88%	0,51%	1,96%
Parvest Equity Japan I	Japonsko	JPY	3,76%	3,44%	1,63%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	0,31%	2,75%	1,46%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,60%	1,82%	1,28%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	1,08%	1,52%	1,27%
NN (L) European Equity - I Cap	Evropa	EUR	5,26%	5,72%	1,22%
NN (L) Euro Equity I Cap	Evropa	EUR	5,35%	5,81%	1,21%
Templeton Frontier Markets Fund - I(acc)USD	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-0,60%	1,82%	0,98%
Parvest Equity Russia Opportunities (I) USD	Rusko	USD	-5,55%	-3,25%	0,73%
Parvest Equity Australia I Cap	Ostatní vyspělé trhy	EUR	4,17%	4,62%	0,56%
Parvest Equity Turkey I	Turecko	EUR	-8,29%	-7,89%	0,41%
Aberdeen G. Japanese Smaller Comp. I	Japonsko	JPY	3,20%	2,89%	0,30%
OSTATNÍ					-0,88%

Konzervativní portfolio

Hodnota konzervativního portfolia v dubnu vzrostla o 0,57 %. Na ceny dluhopisů příznivě působily reportované velmi dobré firemní výsledky či rostoucí cena ropy, negativně naopak vzestup bezrizikových výnosů (zejména US Treasuries) či ohlašované vzájemné uvalení cel na řadu produktů mezi USA a Čínou. Středoevropským dluhopisům se také dařilo, například díky poklesu inflace v ČR a následnému přehodnocení očekávání investorů doposud jestřábích očekávání o trajektorii růstu sazeb ČNB. Akciová část portfolia měla na výkonnost portfolia pozitivní vliv.

V průběhu měsíce jsme se rozhodli navýšit zastoupení alternativních investic, které jsou nyní zajímavou možností, jak zvýšit diversifikaci portfolia a jeho výnos. Dále jsme mírně navýšili alokaci fondů dluhopisů v měně portfolia. Očekáváme, že růst úrokových sazeb bude nižší (i díky nižší inflaci) než jsou tržní očekávání, což by vedlo k růstu cen těchto dluhopisů. Proti těmto změnám jsme snížili alokaci krátkodobých investic.

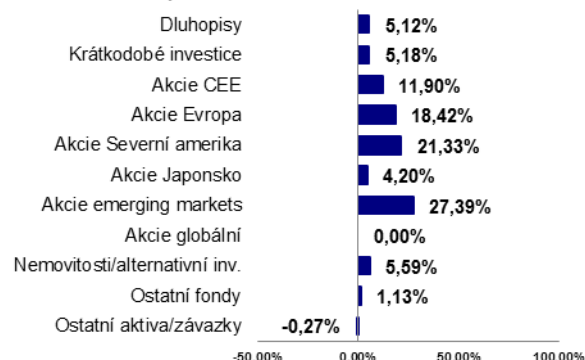
Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					33,82%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	3,03%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,13%	0,13%	30,80%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					49,61%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída B	Středoevropský region	CZK	0,33%	0,33%	30,97%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,33%	0,33%	18,64%
Dluhopisové fondy - ostatní					6,87%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,55%	0,55%	4,75%
Templeton Global Bond I	Globální	USD	0,92%	3,38%	2,11%
Fondy alternativních investic					5,16%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,72%	0,72%	2,67%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I USD Cap	Globální	USD	-0,09%	2,34%	1,47%
Allianz Structured Return IT Cap	Severní Amerika	USD	2,71%	5,21%	1,03%
Akciové fondy					4,56%
NN (L) Emerging Markets High Dividend	Globální rozvíjející se trhy	USD	0,67%	3,12%	1,48%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I (acc) USD	Spojené Státy	USD	1,34%	3,81%	0,99%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída B	Středoevropský region	CZK	1,50%	1,50%	0,64%
Franklin Mutual European I	Evropa	EUR	5,29%	5,75%	0,43%
PARVEST Equity Best Selection Euro I	Evropa	EUR	4,09%	4,54%	0,43%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	4,65%	4,33%	0,23%
PARVEST Equity USA Small Cap I	Spojené Státy	USD	0,31%	2,75%	0,15%
Franklin European Small-Mid Cap Growth Fund I	Evropa	EUR	1,08%	1,52%	0,13%
Parvest Equity Australia I Cap	Ostatní vyspělé trhy	EUR	4,17%	4,62%	0,06%
OSTATNÍ					-0,03%

DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 30.04.2018

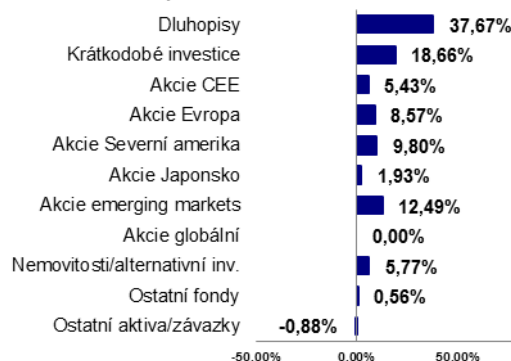


Struktura portfolia ke dni 29.03.2018

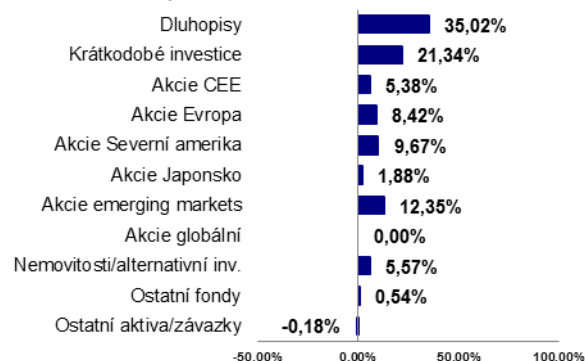


VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 30.04.2018



Struktura portfolia ke dni 29.03.2018

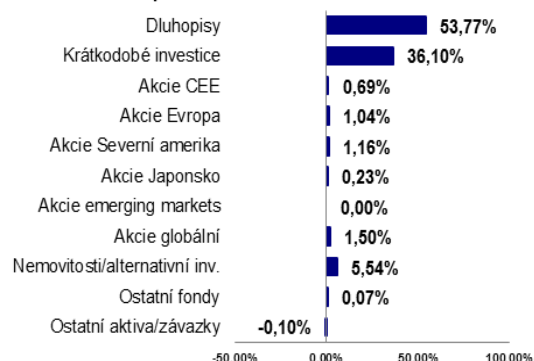


KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 30.04.2018



Struktura portfolia ke dni 29.03.2018



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Ačkoliv je dlouhodobý směr výnosů nahoru, předpokládáme, že nejbližší měsíce navážou na pokles, který jsme viděli v březnu i v dubnu. Důvodem pro takové očekávání je to, že skutečnost, že inflace není letos tak velkým problémem ani v ČR, ani v Eurozóně jak trhy očekávaly a centrální banky doufaly, se musí projevit v dluhopisových výnosech. Ačkoliv ČNB upravila pro letošek svoji predikci inflace oproti předchozí prognóze citelně dolů, na výhledu v roce 2019 nic zatím měnit nechce: 3M PRIBOR dle květnové prognózy údajně vyroste do konce roku 2019 nad 2% a koruna posílí k hranici 24,30. ČNB tak stále trvá na tom, že inflace problémem je a bude. Podle nás však bude růst sazeb mírnější a posílení koruny slabší. V dalších měsících se totiž ukáže, že ani bez posilující koruny se inflace nijak výrazněji nezvedá (stačí se podívat na inflační vývoj v Polsku či Maďarsku, jejichž měny neposilují). To by mohlo vést k dalšímu tržnímu přehodnocení inflačního výhledu, a tedy výhledu sazeb ČNB, s odpovídajícím dopadem na české dluhopisové výnosy.

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 březnu nerezidenti drželi 31 % všech a 36% korunových dluhopisů. Další stovky miliard korun z intervencí, které jsou v rukou zahraničních investorů, jsou pak v derivátových instrumentech.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Výrazné překvapení směrem dolů u polské inflace během 1Q18 znamená, že se k nule snížila pravděpodobnost brzkého (=letošního) utažení 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, nevidíme již prostor pro další pokles polských výnosů. Naopak, ve střednědobém horizontu čekáme jejich mírný nárůst.

Turecký obligační trh se nachází ve složité situaci, dané částečně současným zhoršeným sentimentem vůči rozvíjejícím se trhům jako celku (pod tlakem obav z pokračujícího zvyšování sazeb v USA a posilování USD), umocněné zhoršenými inflačními údaji z počátku roku (zesílení obav z přehřívání ekonomiky). Křivka požadovaných výnosů vládních dluhopisů se v reakci dostala až na 13,5 – 15%. V současné situaci je nezbytné, aby centrální banka proaktivně zareagovala rozhodným utažením měnové politiky zvýšením sazeb. V tomto ohledu je sice nejistota zvýšená blížícím se termínem předčasných voleb (červen), domníváme se však, že centrální banka k rozhodnému kroku nakonec přistoupí. To by mělo vést ke stabilizaci tržní situace, posílení měnového kurzu a ukotvení inflačních očekávání. Po červnových volbách by měla následovat fiskální konsolidace, výsledkem byl poté mohl být setrvalejší pokles požadovaných výnosů tureckých vládních dluhopisů a růst jejich cen ze současných významně snížených úrovní.

Měny

U kurzu **eura proti dolaru** očekáváme návrat hlouběji pod 1,20 a směrem k 1,15. Ačkoliv jsou současné úrovně (1,20) rozumnější než 1,25, které jsme viděli v minulých měsících, současně i očekávané diferenciály měnových politik na opačných stranách Atlantiku (což je primární faktor kurzu v posledním desetiletí) mluví pro nižší úroveň kurzu. FED letos přistoupí k nejméně dalšímu 2 zvýšením sazeb (k prvnímu již došlo na březnovém zasedání), a to s tím, jak se inflace stabilizovala 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, a nedojde k němu nejspíš ani v roce 2019. Ztráta dynamiky růstu, kterou koncem 1. a počátkem 2. čtvrtletí ukázaly předstihové indikátory, a nižší než očekávaná inflace naopak zvyšují pravděpodobnost dalšího prodloužení programu odkupu aktiv. 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 spekulantů však zatím své zisky, které nyní od dubna minulého roku dosahují skoro 6%, nevybírají a je nejasné, kdy tak učiní. Vývoj v dubnu však ukázal, že koruna je citlivá na vývoj v zahraničí a že právě ten se může stát spouštěčem oslabení. Naše očekávání posílení dolaru společně s výhledem na jenom velmi mírný růst sazeb ČNB v nejbližších dvou letech a trvajících překoupenost koruny tak nadále ukazují na slabší kurz CZK. Dlouhodobým trendem kvůli vyššímu růstu produktivity v ČR ve srovnání s EMU nicméně zůstává posilování koruny, a to tempem zhruba 1,5-2% ročně.

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

U polského zlotého očekáváme solidní vývoj – byť aktuální nízká inflace a prognóza na další období dle komentářů představitelů centrální banky nevyžaduje potřebu zvyšovat úrokové sazby v dohledné době, 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 fundamentální potenciál posílit k - či dokonce pod - hranici 300 HUF/EUR. Dojde k němu však až v situaci, kdy centrální banka přejde do módu postupného utahování měnové politiky. Vzhledem k vývoji posledních mnoha měsíců je však evidentní, že takový moment je stále příliš daleko na to, aby se v dohledné době projevil ve vývoji kurzu forintu. V nejbližší době tak bude forint oscilovat kolem 310, častěji pak nad touto hranicí.

Na akcie amerických společností jsme opatrní. Ve prospěch hovoří dobrá kondice americké ekonomiky, růst korporátních zisků a daňová reforma Donalda Trumpa. Hodnotové ukazatele se však pohybují nad dlouhodobými historickými průměry, dochází k pozvolnému růstu úrokových sazeb a nejistota také přichází s hrozbou obchodních válek. Započatá sezóna hospodářských výsledků za první čtvrtletí nevybočovala z pozitivního trendu překonávání odhadů analytiků jak na úrovni tržeb, tak na úrovni čistých zisků. Hodnotové ukazatele akcií evropských společností se obchodují blízko svých dlouhodobých průměrů. Akcie by měly těžit z dobrého hospodářského vývoje a nadále uvolněné měnové politiky ECB. Pozitivní jsme na hospodaření společností z rozvíjejících se trhů, které budou těžit ze silícího spotřebitele a konvergence k vyspělým ekonomikám. Mezi klíčová rizika našeho základního scénáře patří: neočekávané a výrazné zvýšení inflace a inflačních očekávání, rychlejší než očekávané postupné zpomalování globální ekonomiky, obchodní války, oproti aktuálnímu očekávání výrazně rychlejší normalizace monetárních politik klíčových centrálních bank (FED, ECB, BOJ, PBoC) a hlavní geopolitická rizika v čele s Blízkým východem a Venezuelou.

*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 růstu úrokových sazeb. 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, 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