

ERGO pojišťovna

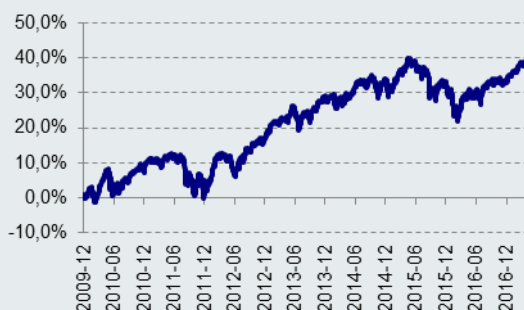
ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC BŘEZNA 2017

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia	149,4595
Výkonnost za poslední měsíc	1,30%



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia	138,8522
Výkonnost za poslední měsíc	0,74%



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia	125,7848
Výkonnost za poslední měsíc	0,15%

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Německé výnosy v první polovině března vzrostly s tím, jak ECB na svém zasedání vyslala mírně jestřábí signál a trhům připomenula, že kvantitativní uvolňování ani nízké sazby tady nebudou věčně. Ačkoliv – jak dokazovala stabilita krátkého konce po zasedání – se trh neobával, že by se tak mělo stát v dohledné době, že se tak jednou stane, do cen však samozřejmě zahrnul. Desetileté německé vládní výnosy tak vyrostly až nad 50 b.b., kde se udržely celou druhou dekádu března. Závěrem měsíce však zamířily opět dolů s tím, jak čelní představitelé ECB (člen Bankovní rady Erkki Liikanen, hlavní ekonom P.Praet a jiní) po březnové inflaci schladili naděje na brzké ukončení současné ultra-volné měnové politiky. Koncem března tak desetileté výnosy skončily lehce nad 30 b.b.

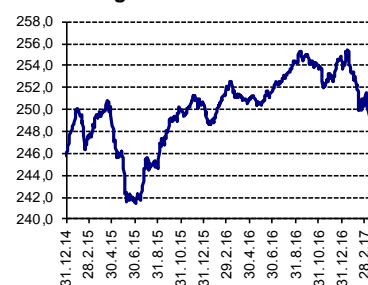
Podobný průběh měly i americké desetileté výnosy. V polovině měsíce se vyšplhaly až nad 2,60%, poté však zamířily dolů a skončily pod 2,40%, a to bez ohledu na růst sazeb FEDu. V zápisu po zasedání totiž neobjevil trh nic, z čeho by se měl domnívat, že se chystá rychlý růst sazeb.

DLUHOPISY – ČR

Během března došlo k výraznému nárůstu českých výnosů a zvýšení sklonu výnosové křivky vládních dluhopisů. Na krátkém konci vzrostly dvouleté výnosy o zhruba 15 bodů (na -33 b.b. koncem března), na dlouhém pak o necelých třicet bodů (na 90 b.b.).

Důvody spatřujeme v poklesu nákupní aktivity zahraničních investorů (pravděpodobně snahou p rodávat delší splatnosti), který byl zesílený trvajícím nulovým zájmem domácích hráčů o české státní dluhopisy. Cenovému sestupu také vytrval e pomáhal plný aukční kalendář, kdy se Ministerstvo financí snažilo předfinancovat ještě před exitem ČNB, byť primárně v segmentu kratších splatností. Dokladem tohoto vývoje byly všechny únorové i březnové aukce státních dluhopisů, které se setkaly s chladným zájmem investorů. Nízká likvidita sekundárního trhu při jakýchkoliv snahách prodat byt' nepřilíš vysoké objemy vedla k poměrně výrazným cenovým poklesům. Zmíněné chování může souviset s nejistotou z vývoje po exitu, z robustních aktuálních makroekonomických údajů v ČR ale i v západní Evropě (inflace, ekonomická aktivita). Domácí investoři jsou, zdá se, stále pevní ve svém názoru, že české státní dluhopisy jsou na výnosových úrovních ze začátku roku silně neatraktivní.

Bloomberg Effas Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Polská křivka během března poklesla, a to jak na krátkém tak na dlouhém konci. Na krátkém konci se tak z hodnot kolem 2,2% začátkem měsíce vrátila na 2%, na dlouhém pak poklesla o 25 bodů pod 3,5%. Hlavním důvodem bylo relativně holubičí zasedání polské centrální banky (navzdory rychle rostoucí inflaci) a znovuobnovený zájem zahraničních investorů o polská aktiva v čele s polským zlotým.

Turecké dluhopisy

Turecké výnosy v první polovině měsíce rostly, dostaly se tak (na desetileté splatnosti) až nad 11%. Důvodem byla hlavně vysoká (dvouciferná) inflace, která již v únoru přesáhla 10% a (dle počátkem dubna zveřejněných zpráv) v březnu dokonce 11%. K ní se přidávala nejistota kolem chystaného referenda (16.4.2017) o ústavních změnách posilujících kompetence prezidenta, která přerostla do otevřené roztržky s Německem a s Nizozemskem. Situaci uklidnilo až zasedání turecké centrální banky v polovině měsíce, na kterém centrální banka zpřísnila svou měnovou politiku. Týdenní repo sazby ani O/N sazby se sice nedotkla, o 0,75 p.b. (na 11,75%) však zvýšila sazbu (tzv. late liquidity O/N), za kterou si od centrální banky půjčují peníze komerční banky a k jejímuž vyššímu využívání centrální banka již několik měsíců komerční banky nutí. Na zasedání centrální banka také změnila rétoriku, když přiznala, že inflace je problém, říkajíc, že je nutné „výrazné zlepšení“ inflačního výhledu.

Firemní dluhopisy

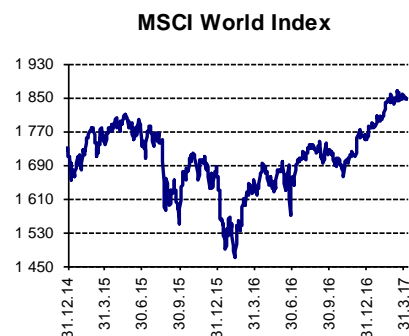
Korporátní dluhopisy neinvestičního i investičního stupně na obou stranách Atlantiku se v březnu změnilo jenom minimálně. U investičního ratingu byl na obou stranách Atlantiku zaznamenán u indexu agentury Bloomberg pokles o 0,1 resp. 0,4% (USA / Euro), u neinvestičního ratingu pak byl pokles v Americe o něco vyšší (-0,2%) než u dluhopisů denominovaných v EUR (-0,1%). Vzhledem k minimálním změnám se tak nejspíše jednalo primárně jenom o technický pohyb, v Americe se mírně podepsal i propad cen ropy.

Kreditní marže na trhu CDS byly v březnu stabilní v investičním segmentu a mírně klesly v rámci spekulativního pásma. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) končil na 74 bodech, index Crossover (spekulativní stupeň) ubral 2 b na 290 bodů.

AKCIE

Globální trhy

Výkonnost většiny akciových trhů se pohybovala v kladném teritoriu. Americké akcie (index S&P 500) skončily meziměsíčně na nule. Minimum větších kurzotvorných zpráv vedlo k jen velice mírné volatilitě. Zdá se, že vyprchal i počáteční optimismus ze slíbených reforem nového amerického prezidenta Donalda Trumpa. Valuačně atraktivnější evropské akcie (index DJ STOXX 600) si připsaly 2,9 %. Pomohly jim analýzy ohledně francouzských prezidentských voleb, ve kterých by pravděpodobně neměla zvítězit předsedkyně Národní fronty Marine Le Pen.



Středoevropské trhy

Výkonnost středoevropských trhů byla smíšená. Nejlépe se vedlo českým akciím, pravděpodobně na základě dividendové atraktivity spojené s blížícím se uvolnění kurzového závazku ČNB. Nejvyšších zisků dosáhla Erste Bank (11 %), Fortuna (9,3 %), Unipetrol (8,3 %) nebo akcie mediální skupiny CME (6,9 %). Stále nejasná výše dividendy a spekulace ohledně výstavby dalších jaderných bloků znamenaly propad akcií ČEZ (-3,2 %). Hlavní středoevropský trh, Polsko, se výkonnostně pohybovalo blízko záporné nuly (index WIG 30 -1 %). Zdá se, že již z veliké části došlo k snížení podvážení polských akcií v portfoliích globálních fondů a zmizel tak hlavní stimul k dalšímu růstu cen akcií. Vynikajícího zhodnocení dosáhly akcie retailových společností LPP, CCC nebo CD Project, nedařilo se spíše těžařským společnostem na měď KGHM a černé uhlí JSW. Pokles zažil i maďarský index BUX (-1,3 %). Důvodem, mimo uzavírání zisků, byly také dvě korporátní akce zrychleného prodeje na akciích MOL (společnost ČEZ) a banky OTP (Groupama).

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Dynamickému portfoliu se i v průběhu března dařilo dobře. Cena podílové jednotky fondu vzrostla o 1,30 %. Valuačně atraktivnější evropské akcie (index DJ STOXX 600) si připsaly 2,9 %, dařilo se i akciím na rozvojových trzích (Index MSCI Emerging Markets + 1,67 %).

V průběhu března jsme zvýšili zastoupení evropských akcií, které dosahují dle našeho názoru lepších valuačních hodnot než akcie americké, jejichž podíl jsme naopak snížili. Americké akcie se nám jeví jako relativně drahé, zvláště potom co se do cen promítly chystané plány prezidenta Trumpa (snížení daní, deregulace, apod.). Naše rozhodnutí podpořila i lepší očekávaná evropská makroekonomická data. Z podobných důvodů jsme rovněž mírně snížili zastoupení japonských akcií, které se nám jeví relativně dražší než evropské.

Nejvýkonnějším fondem Dynamického portfolia se stal fond PARVEST Equity Best Selection Euro, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení v měně fondu ve výši 6,19 procenta. Na druhém konci spektra byl fond HSBC GIF Latin American Equity A Cap, jenž odepsal 2,16 %.

Přehled podílových listů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měna	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					0,19%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	-0,09%	-0,09%	0,19%
Dluhopisy v měně portfolia					1,67%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	-0,07%	-0,07%	1,67%
Dluhopisy - ostatní					2,91%
PARVEST Bond Euro High Yield	Evropa	EUR	-0,20%	-0,16%	0,49%
Templeton Global Bond	Globální	USD	2,12%	1,26%	0,57%
Conseq korporátních dluhopisu, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,05%	0,05%	0,48%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,89%	0,89%	1,38%
Nemovitosti					4,15%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,21%	0,21%	4,15%
Akcie a podíly					91,08%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	3,79%	3,83%	3,08%
Franklin Mutual European	Evropa	EUR	2,08%	2,12%	6,39%
NN (L) European Equity	Evropa	EUR	2,82%	2,86%	4,66%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	6,15%	6,19%	5,72%
Parvest Equity Japan	Japonsko	JPY	-0,59%	-1,15%	4,01%
Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	Japonsko	JPY	-0,21%	-0,78%	0,80%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	1,50%	1,54%	2,65%
Parvest Equity USA	Spojené Státy	USD	0,09%	-0,75%	9,70%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	-1,20%	-2,03%	9,77%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	-0,08%	-0,92%	3,77%
Conseq Invest Akciový - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,89%	0,89%	13,23%
Templeton Asian Growth	Asie (bez Japonska)	USD	1,77%	0,91%	6,07%
PARVEST Equity Best Selection Asia ex-Japan	Asie (bez Japonska)	EUR	2,24%	2,28%	4,69%
Templeton Asian Smaller Companies Fund (1009) USD	Asie (bez Japonska)	USD	3,60%	2,73%	2,96%
FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	5,09%	4,20%	5,63%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap	Latinská amerika	USD	-1,33%	-2,16%	3,78%
Templeton Frontier Markets Fund	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	4,30%	3,42%	2,21%
Parvest Equity Russia Opportunity	Rusko	USD	2,62%	1,75%	0,88%
Parvest Equity Turkey	Turecko	EUR	1,85%	1,89%	1,10%

Vyvážené portfolio

Vyváženému portfoliu se v průběhu března opět dařilo. Cena podílové jednotky fondu vzrostla o 0,74 %. Valuačně atraktivnější evropské akcie (index DJ STOXX 600) si připsaly 2,9 %, dařilo se i akciím na rozvojových trzích (Index MSCI Emerging Markets + 1,67 %).

V průběhu března jsme se rozhodli zvýšit zastoupení evropských akcií, které dosahují dle našeho názoru lepších valuačních hodnot než akcie americké, jejichž podíl jsme naopak snížili. Americké akcie se nám jeví jako relativně drahé, zvláště potom co se do cen promítly chystané plány prezidenta Trumpa (snížení daní, deregulace, apod.). Naše rozhodnutí podpořila i lepší očekávaná evropská makroekonomická data. Z podobných důvodů jsme rovněž mírně snížili zastoupení japonských akcií, které se nám jeví relativně dražší než evropské.

Nejvýkonnějším fondem Vyváženého portfolia se stal fond PARVEST Equity Best Selection Euro, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení v měně fondu ve výši 6,19 procenta. Na druhém konci spektra byl fond HSBC GIF Latin American Equity A Cap, jenž odepsal 2,16 %.

Přehled podílových listů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měna	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					16,78%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	-0,09%	-0,09%	16,78%
Dluhopisy v měně portfolia					10,95%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	-0,07%	-0,07%	10,95%
Dluhopisy - ostatní					20,62%
PARVEST Bond Euro High Yield	Evropa	EUR	-0,20%	-0,16%	2,02%
Templeton Global Bond	Globální	USD	2,12%	1,26%	2,00%
Conseq korporátních dluhopisu, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,05%	0,05%	11,01%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,89%	0,89%	5,59%
Nemovitosti					4,24%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,21%	0,21%	4,24%
Akcie a podíly					47,41%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	3,79%	3,83%	1,55%
Franklin Mutual European	Evropa	EUR	2,08%	2,12%	2,96%
NN (L) European Equity	Evropa	EUR	2,82%	2,86%	2,70%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	6,15%	6,19%	2,83%
Parvest Equity Japan	Japonsko	JPY	-0,59%	-1,15%	2,13%
Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	Japonsko	JPY	-0,21%	-0,78%	0,51%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	1,50%	1,54%	1,39%
Parvest Equity USA	Spojené Státy	USD	0,09%	-0,75%	4,87%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	-1,20%	-2,03%	4,82%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	-0,08%	-0,92%	1,86%
Conseq Invest Akciový - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,89%	0,89%	6,70%
Templeton Asian Growth	Asie (bez Japonska)	USD	1,77%	0,91%	2,93%
PARVEST Equity Best Selection Asia ex-Japan	Asie (bez Japonska)	EUR	2,24%	2,28%	2,68%
Templeton Asian Smaller Companies Fund (1009) USD	Asie (bez Japonska)	USD	3,60%	2,73%	1,69%
FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	5,09%	4,20%	3,32%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap	Latinská amerika	USD	-1,33%	-2,16%	2,18%
Templeton Frontier Markets Fund	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	4,30%	3,42%	1,20%
Parvest Equity Russia Opportunity	Rusko	USD	2,62%	1,75%	0,49%
Parvest Equity Turkey	Turecko	EUR	1,85%	1,89%	0,60%

Konzervativní portfolio

Konzervativnímu portfoliu se v březnu dařilo, hodnota podílové jednotky vzrostla o 0,15 %. Do konzervativní složky portfolia jsme v březnu aktivně nezasahovali. V akciové složce jsme mírně zvýšili zastoupení evropských fondů, a to na úkor amerických a japonských. Evropské akcie jsou podle našeho názoru valuačně zajímavější (tj. relativně levnější).

Nejvýkonnějším dluhopisovým fondem Konzervativního portfolia se stal fond Templeton Global Bond, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení v měně fondu ve výši 1,26 procenta. Významněji zastoupené fondy odepsaly mírnou ztrátu: Conseq korporátních dluhopisů - 0,07 % a Conseq Invest Konzervativní -0,09 %. Akciím zastoupených ve fondu se dařilo, a to především na evropských trzích.

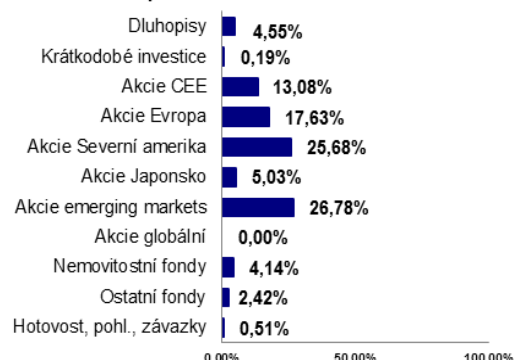
Přehled podílových listů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měna	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					27,00%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	-0,09%	-0,09%	27,00%
Dluhopisy v měně portfolia					23,59%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	-0,07%	-0,07%	23,59%
Dluhopisy - ostatní					37,77%
PARVEST Bond Euro High Yield	Evropa	EUR	-0,20%	-0,16%	5,11%
Templeton Global Bond	Globální	USD	2,12%	1,26%	2,34%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,05%	0,05%	23,72%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,89%	0,89%	6,60%
Nemovitosti					4,65%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,21%	0,21%	4,65%
Akcie a podíly					7,00%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	3,79%	3,83%	0,19%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	6,15%	6,19%	1,25%
NN (L) Japan Equity	Japonsko	CZK	-0,75%	-0,75%	0,43%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	1,50%	1,54%	0,20%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	-1,20%	-2,03%	1,45%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	-0,08%	-0,92%	0,35%
Conseq Invest Akciový - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,89%	0,89%	0,90%
NN (L) Emerging Markets High Dividend	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,17%	2,17%	2,23%

DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.03.2017

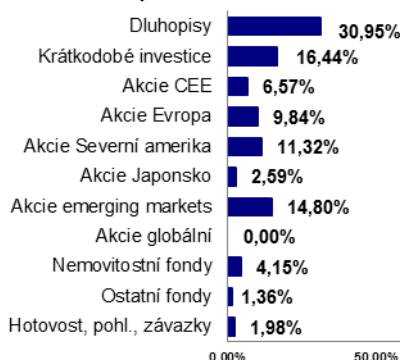


Struktura portfolia ke dni 28.02.2017



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.03.2017

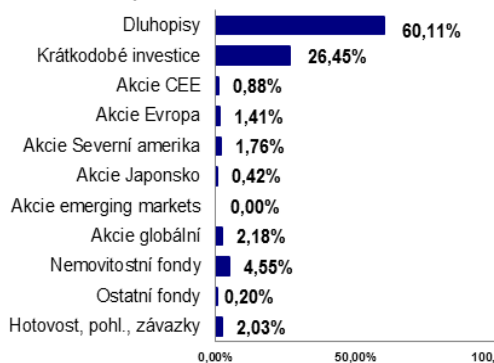


Struktura portfolia ke dni 28.02.2017

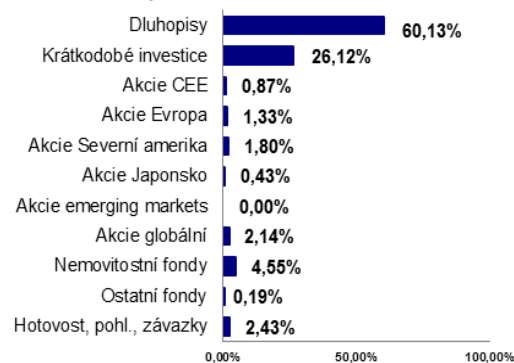


KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.03.2017



Struktura portfolia ke dni 28.02.2017



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

V březnu pokračoval růst výnosů z února, riziková prémie mezi ČR a Německem se na desetileté splatnosti roztáhla na (od léta 2016 neviděných) 60 bazických bodů. Přestože to nemusí odpovídat, tento vývoj může po opuštění kurzového režimu ČNB ze začátku dubna pokračovat. Hlavní riziko spatřujeme v bezprecedentně vysokém podílu držby českých státních dluhopisů zahraničními investory, jež se dostal skoro na 40 % (čímž se ČR zařadilo na druhé místo v rámci rozvíjejících se trhů!) v souvislosti s ukládáním prostředků z budovaných sázek na posílení CZK. To na domácí trh vnáší riziko vysoké volatility v krátkodobém horizontu, pokud by došlo ke snaze zahraničních investorů rychle z těchto pozic vystoupit (například v důsledku zhoršení globálního rizikového sentimentu a výraznější korekce v cenách rizikových aktiv).

Tento pohyb může do určité míry tlumit obnovení zájmu domácích investorů o český vládní dluh. Domácí bankovní trh je v masivním přebytku likvidity, ministerstvo financí má nyní díky silně rostoucí ekonomice rychle rostoucí příjmy a tudíž nižší emisní potřeby. Horečnatá emisní aktivita MF ČR v prvním čtvrtletí je z větší části důsledkem nejistoty spojené s blížícím se exitem ČNB a snahou předfinancovat se, jenom z menší části pak důsledkem očekávané vyšší emisní potřeby v letošním roce.

Z delšího horizontu zůstává samozřejmě podstatným také vývoj v EMU. Postupem času s tím, jak se přiblíží moment začátku normalizace měnové politiky ECB, německé výnosy dle našich očekávání porostou (ceny dluhopisů budou klesat). Tempo jejich růstu bude mj. záviset na vývoji inflačních tlaků na obou březích Atlantiku, síle globální konjunktury a (geo)politické situaci v Evropě a Blízkém Východě.

Dle našeho očekávání z minulých měsíců polské výnosy klesly, riziková prémie nad německými desetiletými dluhopisy se utáhla na 315 bodů. Další pokles rizikové premie o zhruba 20-30 bodů lze ještě očekávat, zejména v situaci, kdy polská centrální banka, až na ojedinělé výjimky, růst celkové inflace ignoruje a zůstává v neutrálním módu. Polská vláda už také nemá na trhy žádný odstrašující efekt. Rizikem pro scénář dalšího poklesu výnosů (růstu cen) je hlavně negativní globální vývoj, který by vyvolal výprodej na trhu.

Turecké výnosy jsou sice na dvouciferných úrovních atraktivní, problémem však zůstává zrychlující inflace. Centrální banka sice utahuje měnové podmínky, ale zatím stále „polovičatě“ (přes denní nouzovou výpůjční sazbu). Pro tržní sentiment by byly mnohem příznivější rozhodnější (a trvalejší) měnověpolitické kroky. Stabilizace liry je pro dluhopisy plusem, nejistota kolem referenda, které se koná v polovině dubna, právě naopak. Na úrovních 10,5-11%, s centrální bankou, která přiznává, že má inflační problém a trvajícím výrazným podvážením tureckých dluhopisů v portfoliích zahraničních investorů, nicméně shledáváme turecké dluhopisy jako atraktivní. Jejich cenovému růstu by měla pomoci i pokračující stabilizace a určité posílení kurzu liry, která je nyní fundamentálně nejslabší měnou mezi rozvíjejícími se zeměmi.

U kurzu eura proti dolaru stávající hodnoty kurzu eura vůči dolaru (1,06) stále implikují – podobně jako v listopadu či březnu roku 2015 – příliš velké inflační a úrokové diferenciály mezi USA a EMU, které se dle nás nevyplní. Očekáváme tedy, že se kurz eura střednědobě vzhledem k dobrému růstovému tempu EMU a vzhledem k našemu očekávání, že ECB relativně brzy oznámí harmonogram ústupu z probíhajícího kvantitativního uvolňování měnové politiky, vrátí setrvaleji na silnější úroveň nad 1,10. Krátkodobě však rizika převažují spíše opačným směrem, zejména pokud by politika v roce 2017 (zejména francouzské volby) do hry opět vrátila možný rozpad eurozóny.

V případě koruny nastal den D ve čtvrtek 6. dubna, kdy ČNB po svém pravidelném týdenním zasedání oznámila ukončení kurzového režimu, který byl v platnosti téměř tři a půl roku. Bezprostřední reakcí bylo posílení koruny k hranici 26,60, celkově byl prozatím poexitový vývoj

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Měny

hodně umírněný, dokládající zatím trpělivost investorů držících masivní pozice v české koruně. Vzhledem ke skutečnosti, že tyto pozice silně rostly ještě v březnu a dostaly se na několiknásobek ročního přebytku české obchodní bilance a že podle údajů bank se valná většina exportérů zajistila na několik let dopředu, bude velmi složité pro tyto investory pozice ve větším uzavřít, aniž by to mělo citelný dopad vývoj kurzu. Dle nás tedy bude po exitu následovat období vysoké volatility a koruna na přechodnou dobu výrazněji neposílí – a může dokonce i citelně oslabit, zejména ve scénáři výraznějšího vzednutí globální rizikové averze. Dlouhodobým trendem, poté, co se trh pročistí, zůstává kvůli vyššímu růstu produktivity zde než v EMU posilování koruny, tempem zhruba 1,5-2% ročně.

U polského zlotého se odehrálo posílení k úrovni 4,25, které jsme očekávali. V nejbližších měsících by zlotý mohl ještě dále mírně posílit (akcelerace růstu v letošním roce, zesílení spekulací na dřívější růst sazeb), rizikem je každopádně možné zhoršení současného pozitivního globálního sentimentu. **Maďarský forint** dle nás bude profitovat z dobrého makro obrázku – posílení ke hranici 300 je tak dle nás nadále reálné i navzdory stále volné měnové politice centrální banky. Navíc, dle nás centrální banka v dohledné době přejde do módu, kdy už nebude akcentovat možnost dalšího uvolnění měnových podmínek a kdy její komunikace bude vyrovnanější.

Na **akciové trhy** jsme **pozitivní**, avšak pro tento rok musíme počítat se zvýšenou volatilitou. Jedním z hlavních témat v následujících kvartálech bude realizace ambiciózního programu nového amerického prezidenta Trumpa. Část pozitivních očekávání byla již v amerických akcích zaceněna koncem loňského roku. Avšak možné snížení korporátních daní ze současných 35 % na až 15-20 % by bylo výraznou vzpruhou pro zisky amerických korporací. Zároveň štedrý program na investice do infrastruktury spolu s rostoucí inflací by měla podpořit výkonnost amerických akcií. **Mnohé akciové trhy** tak dle nás nabízí zajímavé **růstové příležitosti**, jejichž atraktivita spočívá i z pohledu relativního srovnání s jinými třídami aktiv, jako například dluhopisy. Velice **nízkých valuačních hodnot** dosahují akciové **rozdávající se trhy**, nic se dle našeho názoru nemění ani po zvolení prezidenta Trumpa, jehož rétorika se nese v protekcionistickém duchu. Také **evropské akciové trhy** se nachází **zhruba 15% pod svými historickými průměry**, co se P/B, P/E nebo dividendových výnosů týká. Z valuačního hlediska se jako nejméně atraktivní jeví americké akcie. Ty se ve srovnání s historickými průměry obchodují s premií, avšak tyto vyšší ceny jsou kompenzovány, ve srovnání s Evropou, vyšším hospodářským růstem nebo silnějším pracovním trhem. Z valuačního hlediska mohou být podporou akciím nadále uvolněné měnové politiky centrálních bank. Při investování do akcií však **musíme počítat se zvýšenou volatilitou**, která nás, při současných úrovních akciových indexů, bude v následujících letech provázet. Důležitými událostmi bude vyjednávání podmínek Brexitu s možnými dopady na EU jako celek, smršť parlamentních voleb v Evropě, zavedení nečekaných protekcionistických opatření, možné odpisy čínských bank či některé geopolitické události.

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, CETV, Unipetrol nebo Kofolu. Z polských titulů se nám líbí mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, zpracovatel masa Tarczynski nebo leasingová společnost Prime Car Management. V Rumunsku máme pozitivní pohled na akcie rumunského restitučního fondu Fondul Proprietatea, zdravotnického konglomerátu MedLife, fondu SIF1, plynárenskou společnost Romgaz a Petrom, v Rakousku na akcie realitních společností Atrium a UBM, ve Slovinsku jsou to akcie výrobce domácích spotřebičů Gorenje a přístavu Luka Koper. Naopak negativní výhled máme na většinu bankovního a ropného sektoru, zvláště pak toho polského. 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