

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC DUBEN 2017

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



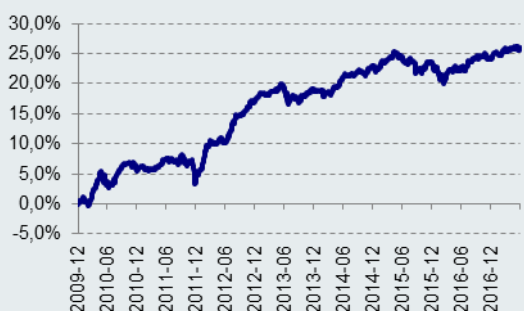
Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **152,3110**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,49%**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **140,2443**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,31%**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **125,8010**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,06%**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Německé výnosy v průběhu května v čistém vyjádření mírně poklesly (ceny dluhopisů vzrostly). Začátkem měsíce desetileté výnosy vyrostly, a dostaly se tak až na 40 b.b. - primárně v očekávání zveřejnění dat silného růstu německé ekonomiky v prvním čtvrtletí a také kvůli silným předstihovým indikátorům či obecné úlevě po francouzských prezidentských volbách. Ve druhé polovině měsíce, zejména na jeho konci, však bylo dluhopisovým investorům připomenuto, že solidní růst ekonomiky se automaticky nerovná vyšší inflaci. Poté, co německá inflace výrazně poklesla, výnosy klesly a koncem května se tak na desetileté splatnosti dostaly až pod 30 b.b.

Americké desetileté výnosy zaznamenaly nové po-trumpovské minimum, když pokles, který započaly koncem první dekády května na hodnotě 2,40 %, skončil až na hranici 2,15% počátkem června. Důvodem poklesu byla nižší inflace i hlasy některých z FEDu naznačujících, že letošní plánované tempo růstu sazeb (ještě další dvě zvýšení po 25 bazických bodech) není jisté.

DLUHOPISY – ČR

Během května ceny českých státních dluhopisů vzrostly – požadované výnosy poklesly podél celé výnosové křivky o 20 – 30 bps. Dvoutelé dluhopisy klesly výnosově na nejnižší hodnoty (-28 bps) od konce intervenčního režimu ČNB počátkem dubna.

Důvodem může být to, že ČNB v posledních týdnech po exitu výrazně zvýšila emisi SPP (každá aukce až na poslední byla silně dvouciferní co to objemu), pravděpodobně hnaná

touhou vydávat za každou cenu za co nejnižší výnos. To samozřejmě limituje nabídku krátkých dluhopisů, po nichž je stále shánka s ohledem na trvajících spekulativní pozice v české koruně. Tyto spekulace, navíc – vzhledem k vývoji EURCZK – asi stále trvají. Citelně navíc vzrostla poptávka po středně- a dlouhodobých dluhopisech od zahraničních fondů, sledujících EM indexy JPMorgan, do kterých byly české státní dluhopisy v dubnu a květnu zařazeny.

Bloomberg Effas Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Polská křivka byla během většiny května stabilní, poklesla až, a to celkem výrazně, na jeho konci. Na dlouhém i krátkém konci se dostala nejnižší od listopadu minulého roku, když výnosy dosáhly 1,9% resp. 3,2%. Ačkoliv silný růst ekonomiky by spíše měl vést k očekávání dřívějšího růstu sazeb, opak je pravdou – guvernér polské centrální banky a většina měnového výboru se domnívá, že sazby mohou zůstat nezměněné dlouho. Navíc, polská celková inflace zůstala v dubnu stabilní a inflace klesla i v Eurozóně, což dále snížilo šanci, že se polská inflace bude vyvíjet tak, že bude polská centrální banka muset rychleji zasahovat. Ale především – zahraniční investoři, hnáni zesilujícím pozitivním sentimentem na rozvíjející se trhy, navyšovali své pozice v polských státních dluhopisech a v PLN.

Turecké dluhopisy

U tureckých dluhopisů pokračoval obecný trend k poklesu výnosů, který pozorujeme – byť s výraznou volatilitou – celý letošní rok. Turecké desetileté dluhopisy se v první polovině měsíce vyšplhaly o 50 b.b. vzhůru až na 10,6%, zejména pod vlivem vyšší inflace. Celková inflace totiž v dubnu dosáhla 11,9%, jádrová pak sice překvapivě mírně poklesla (o 0,1 p.b.), nicméně nadále zůstává velmi vysoká (9,4%). V poslední dekádě měsíce ale dluhopisové výnosy na sílící vlně zájmu o aktiva rozvíjejících se zemí začaly klesat a měsíc zakončily na úrovni zhruba 10,1% (tj., na úrovni konce dubna a cca 60 b.b. pod úrovní z konce března).

Firemní dluhopisy

Korporátní dluhopisy neinvestičního i investičního stupně na obou stranách Atlantiku v květnu cenově rostly. U investičního ratingu byl na obou stranách Atlantiku zaznamenán u indexu agentury Bloomberg růst o 1,2% resp. 0,3% (USA / EURO), u neinvestičního ratingu pak byl

růst identický (+0,8%). Přestože byl květen třetím nejsilnějším měsícem od počátku roku 2013, co se velikosti nových emisí týče, hlad investorů po vyšším výnosu a vysoký objem globální likvidity, živený pokračujícími programy kvantitativního uvolňování měnových politik (ECB, BoJ) tlačily průměrné kreditní marže firemních dluhopisů na nižší úroveň.

Kreditní marže na trhu CDS v květnu pokračovaly v sestupném (pokles požadovaných marží) trendu, nastoupeném v předešlém měsíci. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) klesl o 4,3 na 62,3 bodu. Také index iTraxx Xover, obsahující emitenty ze spekulativního ratingového pásma, ubral, a to 13b na 253 bod

AKCIE

Globální trhy

Akciové trhy jakoby se ponořovaly do prázdninové nálady a bez větších objemů se meziměsíční výkonnost většiny z nich pohybovala okolo kladného jednoho procenta. Z vyspělých trhů se opět dobře vedlo japonským akciím (index Nikkei 225 +2,4 %), následovaným americkými (index S&P 500 +1,2 %) a evropskými (index DJ Stoxx 600 +0,8 %) akciemi. Americké akcie se bez zásadních kurzotvorných zpráv při nadále dobrých makro datech a zároveň nízké jádrové inflaci pozvolně šplhaly nahoru. Právě odhady nízkého růstu cenové hladiny udržují relativně nízko odhady budoucího zvyšování základních úrokových sazeb americkou centrální bankou, což je nadále pozitivně bráno akciovými investory. V Evropě se toho pro akcie mnoho zajímavého také nestalo. Podporou cenám akcií byla dobrá příchozí makro data a především předstihové ukazatele, které naznačují, že si v Evropě budeme ještě několik čtvrtletí užívat pozitivního ekonomického růstu.

MSCI World Index



V souhrnu se akciím na rozvíjejících trzích v květnu rovněž dařilo. Index MSCI Emerging Markets připsal zhodnocení ve výši 2,80 % (v USD). V Asii se dařilo indickým akciím, které připsaly meziměsíčně +4,10 %, i Číně (+ 1,54 %). Za tímto růstem stojí solidní makroekonomická data podpořená politickou stabilitou v regionu. To se naopak nedá říct o Brazílii, kde korupční skandál prezidenta Temera dále prohloubil politickou krizi, na což reagovaly trhy výrazným poklesem (meziměsíčně -4,12 %). Dobrou zprávou pro investory mohou být data ukazující na postupné ožívování brazilské ekonomiky.

Středoevropské trhy

I v případě střední Evropy jsme se nedočkali výrazně zajímavých zpráv, které by daly akciovým trhům jasnější směr. Nejvíce se tak po několika měsíčním útlumu dočkaly solidního růstu maďarské akcie. Zvýšený zájem investorů pramenil z letošních dobrých výkonností polských a českých akcií a přirozeného přepnutí pozornosti na relativně levnější maďarské akcie, jež zaostávaly. Vysokých zisků tak z maďarských akcií dosáhla banka OTP, při nadále dobrých rafinérských a petrochemických maržích následovaná akciemi MOL, a farmaceutickou společností Gedeon Richter. Na pražské burze na sebe strhly pozornost akcie výrobce netkaných textilií Pegas Nonwovens, jež rostly z důvodu nevídaného vysokého zájmu investorů. Následovaly akcie ČEZ a Fortuna, u které došlo ze strany majoritního vlastníka Penta k nabídce na odkup akcií za 118,04 Kč za akcii. Menší korekcí si po výrazných ziscích z minulých měsíců prošly akcie mediální skupiny CME. Z polských akcií skončila meziměsíčně v plusu jen hrstka akcií a to tvůrce počítačové hry Zaklínač, společnost CD Project a mediální společnost Cyfrowy Polsat. Ztráty si připsaly těžaři nerostných surovin JSW a KGHM, společně s většinou bankovních a chemických titulů. Ke kladné výkonnosti fondu nevíce přispěly rumunské akcie plynaře Romgaz a zdravotnické skupiny MedLife.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Dynamickému portfoliu se i v průběhu května dařilo dobře. Cena podílové jednotky fondu vzrostla o 0,49 %. Akciové trhy jakoby se ponořovaly do prázdninové nálady a bez větších objemů se meziměsíční výkonnost většiny z nich pohybovala okolo kladného jednoho procenta. Z vyspělých trhů se opět dobře vedlo japonským akciím (index Nikkei 225 +2,4 %), následovaným americkými (index S&P 500 +1,2 %) a evropskými (index DJ Stoxx 600 +0,8 %) akciemi. V souhrnu se akciím na rozvíjejících trzích v květnu rovněž dařilo. Index MSCI Emerging Markets připsal zhodnocení ve výši 2,80 % (v USD).

V květnu jsme do portfolia aktivně nezasahovali.

Nejvýkonnějším fondem Dynamického portfolia se stal fond FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení v základní měně ve výši 3,80 procenta. Na druhém konci spektra byl fond Parvest Equity Australia Classic EUR, jenž odepsal 7,00 %.

Přehled podílových listů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Fondy krátkodobých investic					0,19%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,25%	0,25%	0,19%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					2,30%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,35%	0,35%	1,82%
Conseq korporátních dluhopisu, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-0,20%	-0,20%	0,48%
Dluhopisové fondy - ostatní					2,54%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,95%	-0,95%	1,53%
Templeton Global Bond	Globální	USD	-1,35%	-5,69%	0,52%
PARVEST Bond Euro High Yield	Evropa	EUR	0,83%	-1,04%	0,49%
Fondy alternativních investic					4,22%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	-0,29%	-0,29%	4,22%
Akciové fondy					90,75%
Conseq Invest Akciový - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,08%	0,08%	13,86%
Parvest Equity USA	Spojené Státy	USD	1,61%	-2,86%	9,63%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	-1,22%	-5,57%	9,25%
FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	3,80%	-0,77%	5,93%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	1,95%	0,06%	5,91%
Franklin Mutual European	Evropa	EUR	2,05%	0,15%	5,88%
NN (L) European Equity	Evropa	EUR	1,36%	-0,52%	5,86%
Templeton Asian Growth	Asie (bez Japonska)	USD	3,15%	-1,39%	5,78%
PARVEST Equity Best Selection Asia ex-Japan	Asie (bez Japonska)	EUR	0,00%	-1,86%	4,88%
Parvest Equity Japan	Japonsko	JPY	2,65%	-1,40%	3,95%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap	Latinská amerika	USD	-1,97%	-6,28%	3,55%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	-0,75%	-5,12%	3,29%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	0,64%	-1,23%	3,26%
Templeton Asian Smaller Companies Fund (1009) USD	Asie (bez Japonska)	USD	1,21%	-3,24%	2,92%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	-7,00%	-8,73%	2,37%
Templeton Frontier Markets Fund	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	2,21%	-2,29%	2,17%
Parvest Equity Russia Opportunity	Rusko	USD	-2,26%	-6,56%	0,81%
Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	Japonsko	JPY	3,23%	-0,84%	0,80%
Parvest Equity Turkey	Turecko	EUR	-0,07%	-1,93%	0,66%

Vyvážené portfolio

Vyváženému portfoliu se v průběhu května opět dařilo. Cena podílové jednotky fondu vzrostla o 0,31 %. Akciové trhy jakoby se ponořovaly do prázdninové nálady a bez větších objemů se meziměsíční výkonnost většiny z nich pohybovala okolo kladného jednoho procenta. Z vyspělých trhů se opět dobře vedlo japonským akciím (index Nikkei 225 +2,4 %), následovaným americkými (index S&P 500 +1,2 %) a evropskými (index DJ Stoxx 600 +0,8 %) akciemi. V souhrnu se akciím na rozvíjejících trzích v květnu rovněž dařilo. Index MSCI Emerging Markets připsal zhodnocení ve výši 2,80 % (v USD). Ceny jak korporátních, tak vládních dluhopisů na obou stranách Atlantiku mírně rostly.

V květnu jsme do portfolia aktivně nezasahovali.

Nejvýkonnějším fondem Dynamického portfolia se stal fond FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení v základní měně ve výši 3,80 procenta. Na druhém konci spektra byl fond Parvest Equity Australia Classic EUR, jenž odepsal 7,00 %.

Přehled podílových listů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			Rozložení portfolia
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	
Fondy krátkodobých investic					17,54%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,25%	0,25%	17,54%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					22,92%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,35%	0,35%	11,51%
Conseq korporátních dluhopisu, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-0,20%	-0,20%	11,41%
Dluhopisové fondy - ostatní					9,54%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,95%	-0,95%	5,68%
PARVEST Bond Euro High Yield	Evropa	EUR	0,83%	-1,04%	2,02%
Templeton Global Bond	Globální	USD	-1,35%	-5,69%	1,83%
Fondy alternativních investic					4,35%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	-0,29%	-0,29%	4,35%
Akciové fondy					45,66%
Conseq Invest Akciový - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,08%	0,08%	6,58%
Parvest Equity USA	Spojené Státy	USD	1,61%	-2,86%	4,82%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	-1,22%	-5,57%	4,64%
FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	3,80%	-0,77%	3,09%
Franklin Mutual European	Evropa	EUR	2,05%	0,15%	2,99%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	1,95%	0,06%	2,97%
NN (L) European Equity	Evropa	EUR	1,36%	-0,52%	2,95%
Templeton Asian Growth	Asie (bez Japonska)	USD	3,15%	-1,39%	2,92%
PARVEST Equity Best Selection Asia ex-Japan	Asie (bez Japonska)	EUR	0,00%	-1,86%	2,63%
Parvest Equity Japan	Japonsko	JPY	2,65%	-1,40%	1,94%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap	Latinská amerika	USD	-1,97%	-6,28%	1,80%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	-0,75%	-5,12%	1,65%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	0,64%	-1,23%	1,62%
Templeton Asian Smaller Companies Fund (1009) USD	Asie (bez Japonska)	USD	1,21%	-3,24%	1,53%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	-7,00%	-8,73%	1,23%
Templeton Frontier Markets Fund	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	2,21%	-2,29%	1,17%
Parvest Equity Russia Opportunity	Rusko	USD	-2,26%	-6,56%	0,45%
Parvest Equity Turkey	Turecko	EUR	-0,07%	-1,93%	0,34%
Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	Japonsko	JPY	3,23%	-0,84%	0,34%

Konzervativní portfolio

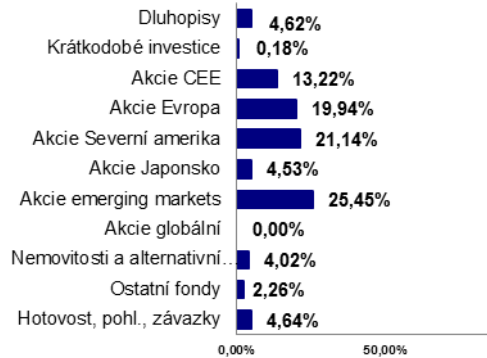
Hodnota Konzervativního portfolia se v květnu prakticky nezměnila, hodnota podílové jednotky vzrostla o nepatrných 0,06 %. Do konzervativní ani akciové složky portfolia jsme v květnu aktivně nezasahovali.

Nejvýkonnějším dluhopisovým fondem Konzervativního portfolia se stal fond PARVEST Bond Euro High Yield, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení v základní měně ve výši 0,83 procenta. Významněji zastoupené fondy připsaly zisky: Conseq Invest Dluhopisový 0,35 % a Conseq Invest Konzervativní 0,25 %, i ztráty: Conseq korporátních dluhopisů -0,20 %. Celkový výnos akciové složky se za květen blížil nule.

Přehled podílových listů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Fondy krátkodobých investic					27,34%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,25%	0,25%	27,34%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					48,50%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,35%	0,35%	24,34%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-0,20%	-0,20%	24,15%
Dluhopisové fondy - ostatní					13,67%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,95%	-0,95%	6,66%
PARVEST Bond Euro High Yield	Evropa	EUR	0,83%	-1,04%	5,04%
Templeton Global Bond	Globální	USD	-1,35%	-5,69%	1,97%
Fondy alternativních investic					4,28%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	-0,29%	-0,29%	4,28%
Akciové fondy					6,20%
NN (L) Emerging Markets High Dividend	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,06%	-1,06%	1,90%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	1,95%	0,06%	1,26%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	-1,22%	-5,57%	1,24%
Conseq Invest Akciový - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,08%	0,08%	0,81%
NN (L) Japan Equity	Japonsko	CZK	0,72%	0,72%	0,31%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	-0,75%	-5,12%	0,30%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	0,64%	-1,23%	0,23%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	-7,00%	-8,73%	0,16%

□ DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.05.2017



Struktura portfolia ke dni 28.04.2017



□ VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.05.2017



Struktura portfolia ke dni 28.04.2017



□ KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.05.2017



Struktura portfolia ke dni 28.04.2017



České dluhopisy

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Z delšího horizontu určujícím pro české výnosy nadále zůstává vývoj v EMU. Postupem času, s tím, jak se přibližuje moment začátku normalizace měnové politiky ECB (s ohledem na zakořeňující sílu evropské ekonomiky a množící se signály probouzející se inflace), německé výnosy a v reakci i jejich české protějšky porostou. Signál pro setrvalejší růstový trend výnosů dle nás přijde v momentě, kdy ECB oznámí, že začne utlumovat program odkupu aktiv – tj. ve druhé polovině roku.

Krátkodobý a střednědobý výhled českých dluhopisů zamlžuje situace na devizovém trhu, konkrétně překoupenost české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž nadále uložena právě v českých dluhopisech – růst podílu zahraničních investorů státních dluhopisů na celkové držbě (v březnu 2016 činil 22%, v březnu 2017 už 42%) je odrazem tohoto vývoje v minulých čtvrtletích. Pokud by tedy mělo dojít ke snaze zahraničních investorů rychle a en masse 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. Vzhledem k tomu, že dle nás dřív nebo později investoři z pozic v koruně minimálně z části vystoupí, je tento scénář velmi pravděpodobný.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Dle našeho očekávání z minulých měsíců se polská riziková prémie i v květnu dále utáhla, a to o 25 bodů. Riziková prémie vůči německým dluhopisům se tak dostala na 290 bazických bodů. Vzhledem k tomu, že obecně vyprchává přesvědčení posledních měsíců, že budou kvůli nárůstu inflace brzy růst sazby (což rozptýlilo i zasedání MPC), že na polskou vládu si už každý zvykl, že v Americe to prozatím na viditelné urychlení trendu zvyšování úrokových sazeb nevypadá, dle nás ještě ceny polských dluhopisů vzrostou, a to za současného utažení výnosové premie vůči německým na cca. 250 – 270 bodů. Výraznější pokles již bude omezen výhledem vývoje polské měnové politiky, neboť MPC bude nucena přistoupit k utažení politiky před tím, než tak učiní ECB.

Turecké výnosy jsou sice na dvouciferných úrovních atraktivní, problémem však nadále zůstává donedávna urychlující vysoká inflace. Dle nás se se však již inflace stabilizovala – v květnu toto doložily údaje jak celkové, tak jádrové spotřebitelské inflace. V dalších měsících by se měl prosadit vliv opadajícího minulého oslabení liry, a inflace se tak dostane zpět na jednociferné hodnoty. Z hlediska výhledu cen tureckých dluhopisů je to příznivý scénář – musí však být doprovázen ponecháním současného přísnějšího nastavení měnové politiky, opětovnou stabilizací nyní uvolněné fiskální politiky a v neposlední řadě relativně příznivým náhledem globálních investorů na rozvíjející se trhy.

Měny

Kurz eura proti dolaru se vrátil nad 1,12. V dlouhodobějším výhledu očekáváme postupné posilování společné evropské měny. Za tento scénář mluví nyní viditelnější cyklické oživení v EMU, které se pomalu začíná promítat i do tvrdých dat, a díky tomu očekávání, že ECB spíše dříve utlumí program odkupu aktiv (tzv. tapering) a později začne s postupným zvyšováním, nyní extrémně nízkých/záporných, úrokových sazeb. I přesto však mezitím dojde ve Spojených státech k posunu v neutralizaci měnové politiky FEDu, který dle našeho názoru do konce příštího roku kumulativně zvedne úrokové sazby více, než kolik je zaneseno v tržních očekáváních. To by dolaru mohlo dodat ztracený lesk v nejbližších měsících.

U koruny se nepotvrdilo naše očekávání přechodného období vysoké volatility, nicméně se v zásadě potvrdilo, že koruna nijak výrazně po ukončení intervencí neposílí. Ačkoliv poexitový vývoj, zejména to, že koruna posílila, byť určitě ne „švýcarským“ stylem, tuto pravděpodobnost mírně snižuje, nadále si myslíme, že je pravděpodobné, že koruna v horizontu měsíců oslabí k / přes 27. Stane se tak v případě, že dostatečné množství spekulantů bude chtít své dlouhé korunové pozice rychle uzavřít. Případné výraznější oslabení

by pak eventuálně tlumila ČNB. Dlouhodobým trendem kvůli vyššímu růstu produktivity zde než v EMU nadále zůstává posilování koruny, tempem zhruba 1,5 - 2% ročně.

U polského zlatého se odehrálo posílení až pod 4,20 PLN/EUR. Silná data z polské ekonomiky budou dle našeho názoru pokračovat (robustní investiční dynamika, silná koncová poptávka, pokles nezaměstnanosti), navíc při prozatím utlumené inflaci. Spolu s pokračujícím příznivým vnějším prostředím uvedené faktory nahrávají dalšímu posilování kurzu PLN, dokud se s případným vyjádřením nelibosti nad tímto vývojem neozve centrální banka.

Maďarský forint má dle nás potenciál posílit k hranici 300. Spouštěčem bude centrální banka, která v dohledné době přejde do módu, kdy už nebude akcentovat možnost dalšího uvolnění měnových podmínek a kdy její komunikace bude vyrovnanější.

Akciovým trhům nadále věříme, avšak při zvýšené pravděpodobnosti volatility. Jedním z hlavních témat v následujících kvartálech bude realizace předvolebních slibů amerického prezidenta Donalda Trumpa. Část pozitivních očekávání je již v amerických akcích zaceněna, přesto by bylo snížení korporátních daní ze současných 35 % na až 15-20 % výraznou vzpruhou pro zisky amerických korporací. Zároveň šetrný program na investice do infrastruktury spolu s inflací by měly podpořit výkonnost amerických akcií. **Mnohé akciové trhy** tak dle nás nabízejí zajímavé **růstové příležitosti**, jejichž atraktivita spočívá i z pohledu relativního srovnání s jinými třídami aktiv, jako například dluhopisy. Velice **nízkých valuačních hodnot** dosahují akciové **rozvíjející se trhy**. Také **evropské akciové trhy** se nachází **pod svými valuačními 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, zavedení nečekaných protekcionistických opatření, možné odpisy čínských bank či některé geopolitické události. Pozitivně vnímáme proběhlé volby ve Francii, kdy by nově zvolený prezident Emmanuel Macron mohl prosadit určitou liberalizaci francouzského trhu práce a tím dodat nový impulz tamní ekonomice.

Atraktivnost většiny **středoevropských akcií** nyní vidíme selektivně v některých akcích, růstových i těch dividendových. Pozitivní jsme v středoevropském regionu především na některé české, rumunské a selektivně některé polské akcie. Nyní mezi nejatraktivnější akciové tituly řadíme pojišťovnu Vienna Insurance Group, CME, Unipetrol 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