

## ERGO pojišťovna

## ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC SRPEN 2017

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



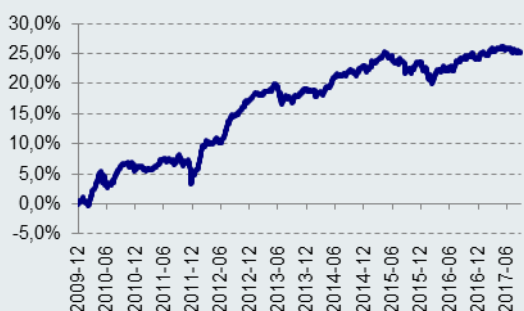
### Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **154,0968**  
 Výkonnost za poslední měsíc **0,37%**



### Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **140,9594**  
 Výkonnost za poslední měsíc **0,29%**



### Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **125,4169**  
 Výkonnost za poslední měsíc **0,13%**

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

### DLUHOPISY – USA, EMU

Během srpna německé výnosy v podstatě jen klesaly (ceny dluhopisů rostly) – z úrovní kolem 55 b.b. na desetileté splatnosti koncem července až ke 35 b.b. koncem srpna. Důvodem byla zejména nízká inflace, která tlumila tržní očekávání brzkého / rychlého ukončení kvantitativního uvolnění, která vyvolal ještě v červnu Draghi. Podobný vývoj byl i na dvouleté splatnosti, kde výnosy klesly ze zhruba -60 b.b. na -70 b.b.

U amerických desetiletých dluhopisů byl vlivem nízké inflace vývoj obdobný, když obligační trh tak, jak přestal věřit Trumpovi, přestal věřit i Fedu, že letos ještě sazby zvýší. Ovlivněny mj. jádrovou PCE inflací na nejnižší úrovni od prosince 2015 desetileté výnosy klesly z 2,25% koncem června pod 2,15% koncem srpna. Zájem o americké Treasuries přitom v poslední době rostl zejména ze strany zahraničních investorů (investiční fondy – soukromé i národní, centrální banky) ve snaze alokovat vysoké objemy hotovosti při stále více omezené nabídce více úročených vládních dluhopisů.

### DLUHOPISY – ČR

Během srpna pomalu klesaly i výnosy českých dlouhých výnosů, byť tento pokles byl velmi pozvolný - za měsíc jenom zhruba o 10 b.b. k hranici 1%. Zajímavější byl vývoj na krátkém konci křivky. Dvouleté výnosy patně s tím, jak v srpnu maturovaly desítky miliard státních pokladničních poukázek emitovaných v prvním čtvrtletí, které do svých portfolií nakoupili zahraniční investoři spekulující na posílení koruny, klesly až na po-exitové minimum – 50 b.b. Trh tak v důsledku aktuálního nedostatku dluhopisů a přetrvávajícího zájmu zahraničních hráčů vůbec nereflaktoval zvýšení měnověpolitických úrokových sazeb ČNB.

Bloomberg Barclays Czech Index



### DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

#### Polské dluhopisy

Ceny polských dluhopisů v srpnu mírně vzrostly a výnosová křivka poklesla do 10 b.b. po celé délce. Desetiletý výnos nicméně i tak dosahoval stále atraktivních 3,25%. Silný růst ekonomiky ve druhém čtvrtletí evidentně nevedl k přehodnocení očekávání finančního trhu na to, kdy dojde k růstu sazeb. Naopak, krátký konec výnosové křivky dokonce poklesl o 10 b.b. k hranici 1,7%. Příznivým faktorem pro ceny dluhopisů byl obdobný vývoj na trzích Eurozóny a opětovně silící zájem zahraničních investorů o polský obligační trh.

#### Turecké dluhopisy

Na trhu tureckých dluhopisů se během srpna odehrály jen menší pohyby. Celková červencová inflace sice dle dat zveřejněných v první dekádě srpna klesla, ale ta samá data ukázala překvapivý růst jádrové inflace na 9,6%. To společně s očekáváním, že bazický efekt cen potravin vytlačí na podzim celkovou inflaci opět nad 10%, pravděpodobně odstartovalo růst desetiletých výnosů z úrovní kolem 10,2% až ke 10,6%. To trvalo první polovinu měsíce – poté se však výnosy znovu vrátily pod 10,4% díky výrazně silícímu zájmu globálních investorů, pramenícího ze snahy posílit zastoupení vysoce úročených dluhopisů v řízených portfoliích.

#### Firemní dluhopisy

Trh korporátních dluhopisů zůstával v centru zájmu investorů. Kreditní marže nicméně po červencovém utážení během druhého prázdninového měsíce mírně vzrostly – firemní obligace tak výkonností tentokrát v souhrnu mírně zaostaly za svými vládními protějšky. Na vině bylo i přes nízkou prázdninovou emisní aktivitu na trhu určité zvýšení rizikové averze v souvislosti s eskalací napětí okolo Severní Koreje a případné rebalancování portfolií před očekávaným zvýšením objemem nově vydávaných emisí ve zbylých měsících roku. Kreditní marže firemních dluhopisů investičního stupně vzrostly v kontextu jednotek bazických bodů, mírně více pak ve spekulativním ratingovém segmentu.

Kreditní marže na trhu CDS v srpnu také mírně stouply, lehce méně než marže v segmentu firemních dluhopisů. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) stoupl o 2 body na 55 bodů. Index iTraxx Xover, obsahující emity ze spekulativního ratingového pásma, ubral shodně 2 body na hodnotu 236 bodů.

## AKCIE

### Globální trhy

Na hlavních akciových trzích panovala prázdninová nálada. Americký index S&P 500 skončil meziměsíčně na nule, evropský index DJ STOXX 600 mírně ztrácel (-1 %). Mimo zveřejněné hospodářské výsledky společností za druhé čtvrtletí, které i tentokrát ve většině případů překonaly odhady analytiků, a dobré hospodářské ukazatele se mnoho neudálo. Pozornost investorů tak byla upřena na Severní Koreu a její testování raket a jadernou zkoušku. Jejich četnost však nakonec akciové trhy vedla k jejich relativnímu ignorování.

MSCI World Index



Akcie na rozvíjejících se trzích pokračovaly v růstu i v srpnu, v souhrnu připsaly 2,01 % (Index MSCI Emerging Markets). Na ceny akcií tlačí stále silná globální poptávka a optimistická očekávání investorů ohledně růstu rozvíjejících se ekonomik. Nejvíce důvěry vkládali investoři do brazilské ekonomiky, která se zotavuje z vleklé recese. Tamní akcie připsaly v srpnu úctyhodných 8,2 %, a to navzdory ne zcela stabilní politické situaci a nejistot ohledně budoucích reforem. V Asii nesledovaly akcie jednoznačný trend - zatímco indické akcie reagovaly na nižší růst ekonomiky (oproti očekávání) a odepsaly 2,6 %, čínské akcie zhodnotily o 2,3 %. K rozkolísání trhů přispělo značnou měrou napětí vyvolané jadernými testy Severní Koreje.

### Středoevropské trhy

Středoevropské trhy si v srpnu připsaly velice slušné zisky. Nejvyšší zhodnocení předvedly maďarské (index BUX 6,5%) a polské akcie (index WIG30 4,9%). Důvodem byla hlavně dobrá makroekonomická data z těchto zemí, jež přilákala převážně zahraniční investory k nákupu akcií. Téměř 10 % si tak připsaly akcie maďarské banky OTP. Z důvodu hurikánů na jihovýchodě USA a s tím spojeným omezením těžby ropy a jejím zpracováním se velice dobře dařilo ropným společnostem ať již maďarské MOL (7 %), tak polské Lotos (21 %) a PKN Orlen (11 %). Silná data ohledně maloobchodních tržeb zase stála za pozitivní reakcí akcií LPP (25 %), CCC (8%) a Eurocash (10 %). Hůře se vedlo akciím bank, které se z valuačního pohledu jeví jako dražší. Pražská burza si připsala přes 1 % (index PX). S růstem cen silové elektřiny se dařilo akciím ČEZ (4 %) a po oznámení přesunu části výroby do ČR také akciím Philip Morris.

## STRUKTURA PORTFOLIÍ

### Dynamické portfolio

Dynamickému portfoliu se v srpnu dařilo. Cena podílové jednotky fondu vzrostla o 0,37 %. Na hlavních akciových trzích panovala prázdninová nálada. Americký index S&P 500 skončil meziměsíčně na nule, evropský index DJ STOXX 600 mírně ztrácel (-1 %). Akcie na rozvíjejících se trzích pokračovaly v růstu i v srpnu, v souhrnu připsaly 2,01 % (Index MSCI Emerging Markets). Na ceny akcií tlačí stále silná globální poptávka a optimistická očekávání investorů ohledně růstu rozvíjejících se ekonomik.

V srpnu jsme se v portfoliu zvýšili expozici na Rusko, a to na úkor Austrálie. Rozhodli jsme se pro tento krok především z valuačních důvodů. Ruské akcie jsou aktuálně relativně jedny z nejlevnějších vůbec a vidíme zde prostor pro jejich další růst. V rámci Evropy jsme se rozhodli snížit expozici na Velkou Británii, jelikož se nám z fundamentálního hlediska nejeví jako příliš atraktivní, a to ve prospěch eurozóny či fondů s minimální expozicí právě na Velkou Británii.

Nejvýkonnějším fondem Dynamického portfolia se stal fond Parvest Equity Russia Opportunity, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení v základní měně ve výši 9,14 procenta. Na druhém konci spektra byl fond Franklin Mutual Beacon, jenž odepsal 2,49 %.

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>0,18%</b>
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,02%	0,02%	0,18%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>2,30%</b>
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,09%	0,09%	1,79%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,06%	0,06%	0,51%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>2,49%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,17%	1,17%	1,51%
PARVEST Bond Euro High Yield	Evropa	EUR	0,02%	0,12%	0,51%
Templeton Global Bond	Globální	USD	0,07%	-0,68%	0,48%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>4,27%</b>
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,52%	0,52%	4,27%
<b>Akciové fondy</b>					<b>90,75%</b>
Conseq Invest Akciový - Třída A	Středoevropský region	CZK	2,32%	2,32%	13,20%
Parvest Equity USA	Spojené Státy	USD	-0,15%	-0,90%	9,77%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	-2,49%	-3,22%	9,54%
FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	1,53%	0,77%	5,91%
Templeton Asian Growth	Asie (bez Japonska)	USD	0,59%	-0,17%	5,85%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	-1,20%	-1,11%	5,62%
Franklin Mutual European	Evropa	EUR	-2,41%	-2,32%	5,50%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap	Latinská Amerika	USD	n/a	n/a	4,85%
PARVEST Equity Best Selection Asia ex-Japan	Asie (bez Japonska)	EUR	0,21%	0,31%	4,83%
Parvest Equity Japan	Japonsko	JPY	1,23%	0,43%	3,81%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	-1,18%	-1,92%	3,44%
Templeton Asian Smaller Companies Fund (1009) USD	Asie (bez Japonska)	USD	-0,26%	-1,01%	2,89%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	-1,34%	-1,25%	2,88%
NN (L) Euro Equity	Evropa	EUR	-0,14%	-0,04%	2,77%
NN (L) European Equity	Evropa	EUR	-0,11%	-0,01%	2,73%
Parvest Equity Russia Opportunity	Rusko	USD	9,14%	8,32%	2,33%
Templeton Frontier Markets Fund	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	2,07%	1,30%	2,23%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	-2,06%	-1,97%	1,32%
Parvest Equity Turkey	Turecko	EUR	3,43%	3,53%	0,67%
Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	Japonsko	JPY	0,50%	-0,29%	0,62%

## Vyvážené portfolio

Vyváženému portfoliu v srpnu dařilo. Cena podílové jednotky fondu vzrostla o 0,29 %. Na hlavních akciových trzích panovala prázdninová nálada. Americký index S&P 500 skončil meziměsíčně na nule, evropský index DJ STOXX 600 mírně ztrácel (1 %). Akcie na rozvíjejících se trzích pokračovaly v růstu i v srpnu, v souhrnu připsaly 2,01 % (Index MSCI Emerging Markets). Na ceny akcií tlačí stále silná globální poptávka a optimistická očekávání investorů ohledně růstu rozvíjejících se ekonomik. Trh korporátních dluhopisů zůstával v centru zájmu investorů.

V srpnu jsme se v portfoliu zvýšili expozici na Rusko, a to na úkor Austrálie. Rozhodli jsme se pro tento krok především z valuačních důvodů. Ruské akcie jsou aktuálně relativně jedny z nejlevnějších vůbec a vidíme zde prostor pro jejich další růst. V rámci Evropy jsme se rozhodli snížit expozici na Velkou Británii, jelikož se nám z fundamentálního hlediska nejeví jako příliš atraktivní, a to ve prospěch eurozóny či fondů s minimální expozicí právě na Velkou Británii.

Nejvýkonnějším fondem Vyváženého portfolia se stal fond Parvest Equity Russia Opportunity, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení v základní měně ve výši 9,14 procenta. Na druhém konci spektra byl fond Franklin Mutual Beacon, jenž odepsal 2,49 %.

Přehled podílových listů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
<b>Fondy krátkodobých investic</b>					<b>17,34%</b>
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,02%	0,02%	17,34%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>22,65%</b>
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,06%	0,06%	11,33%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,09%	0,09%	11,32%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>9,81%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,17%	1,17%	5,74%
Templeton Global Bond	Globální	USD	0,07%	-0,68%	2,04%
PARVEST Bond Euro High Yield	Evropa	EUR	0,02%	0,12%	2,03%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>4,32%</b>
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,52%	0,52%	4,32%
<b>Akciové fondy</b>					<b>45,87%</b>
Conseq Invest Akciový - Třída A	Středoevropský region	CZK	2,32%	2,32%	6,66%
Parvest Equity USA	Spojené Státy	USD	-0,15%	-0,90%	4,94%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	-2,49%	-3,22%	4,84%
FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	1,53%	0,77%	3,00%
Templeton Asian Growth	Asie (bez Japonska)	USD	0,59%	-0,17%	2,91%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	-1,20%	-1,11%	2,83%
Franklin Mutual European	Evropa	EUR	-2,41%	-2,32%	2,78%
PARVEST Equity Best Selection Asia ex-Japan	Asie (bez Japonska)	EUR	0,21%	0,31%	2,47%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap	Latinská Amerika	USD	n/a	n/a	2,41%
Parvest Equity Japan	Japonsko	JPY	1,23%	0,43%	1,92%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	-1,18%	-1,92%	1,74%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	-1,34%	-1,25%	1,49%
Templeton Asian Smaller Companies Fund (1009) USD	Asie (bez Japonska)	USD	-0,26%	-1,01%	1,46%
NN (L) European Equity	Evropa	EUR	-0,11%	-0,01%	1,39%
NN (L) Euro Equity	Evropa	EUR	-0,14%	-0,04%	1,39%
Parvest Equity Russia Opportunity	Rusko	USD	9,14%	8,32%	1,18%
Templeton Frontier Markets Fund	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	2,07%	1,30%	1,13%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	-2,06%	-1,97%	0,66%
Parvest Equity Turkey	Turecko	EUR	3,43%	3,53%	0,36%
Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	Japonsko	JPY	0,50%	-0,29%	0,32%

## Konzervativní portfolio

Konzervativní portfolio si připsalo v srpnu zisk 0,13 %. Do konzervativní složky jsme v srpnu nezasahovali.

Nejvýkonnějším dluhopisovým fondem Konzervativního portfolio se stal fond Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení v základní měně ve výši 1,17 procenta. Významněji zastoupené fondy si připsaly zisky: Conseq Invest Konzervativní 0,02 %, Conseq korporátních dluhopisů 0,06 % a Conseq Invest Dluhopisový 0,09 %. Akciová složka portfolio měla na výkonost mírně negativní dopad.

Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	MTD Výkonnost		
			v z. měně	v měně portfolio	Rozložení portfolio
<b>Fondy krátkodobých investic</b>					<b>26,97%</b>
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,02%	0,02%	26,97%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolio</b>					<b>47,91%</b>
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,06%	0,06%	24,01%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,09%	0,09%	23,91%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>14,05%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,17%	1,17%	6,66%
PARVEST Bond Euro High Yield	Evropa	EUR	0,02%	0,12%	5,08%
Templeton Global Bond	Globální	USD	0,07%	-0,68%	2,31%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>4,64%</b>
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,52%	0,52%	4,64%
<b>Akciové fondy</b>					<b>6,42%</b>
NN (L) Emerging Markets High Dividend	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,39%	1,39%	2,04%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	-2,49%	-3,22%	1,32%
Conseq Invest Akciový - Třída A	Středoevropský region	CZK	2,32%	2,32%	0,92%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	-1,20%	-1,11%	0,59%
Franklin Mutual European	Evropa	EUR	-2,41%	-2,32%	0,57%
NN (L) Japan Equity	Japonsko	CZK	-0,74%	-0,74%	0,33%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	-1,18%	-1,92%	0,27%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	-1,34%	-1,25%	0,21%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	-2,06%	-1,97%	0,16%



## DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.08.2017



Struktura portfolia ke dni 31.07.2017



## VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.08.2017



Struktura portfolia ke dni 31.07.2017



## KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.08.2017



Struktura portfolia ke dni 31.07.2017



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### České dluhopisy

Dluhopisové výnosy ČR nyní čekají na to, co ohledně ukončování kvantitativního uvolňování v Eurozóně přinese podzim a na to, zda se nějakým způsobem projeví výrazná a trvající překoupenost koruny. U dlouhých výnosů se tak děje kolem hranice 1%, kam se tyto dostaly poté, co si červnová slova Draghiho pronesená v portugalské Sintře trh vyložil tak, že se blíží brzký a rychlý konec kvantitativního uvolňování. Dle nás sice letos ECB takový krok ohlásí, bude však při snižování tempa odkupů aktiv postupovat jen velmi pomalu a možná dokonce jen podmíněně („za předpokladu, že...“). Nakonec, vzhledem k vývoji inflace v EMU je také možné, že ECB letos konec QE neohlásí a program odkupů aktiv ECB třeba o půl roku prodlouží. Toto je riziko, které si trh nepřipouští a které by mělo výrazný pozitivní dopad na ceny dluhopisů (a také negativní dopad na kurz EURUSD). V základním scénáři nicméně čekáme postupný růst dlouhých českých výnosů (a tedy pokles cen dluhopisů).

Naopak, vnímáme jako reálný scénář, že ceny dluhopisů klesnou výrazněji – nebude to důsledek inflace, ale překoupenosti 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 červenci stále 2017 poblíž 45%, tj. zhruba dvojnásobek toho, kde byl v červnu 2016 a více než 3,5násobek z doby před spuštěním intervenčního režimu ČNB v listopadu 2013) 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 vzdají čekání na další výrazné posílení koruny a budou chtít realizovat zisky, je tento scénář pravděpodobný.

### Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

**Polské obligační výnosy, zejména středně- a dlouhodobých dluhopisů, vnímáme nadále jako velmi atraktivní. Jejich ceny tak mají dle našeho názoru vysoký potenciál růstu.**

Ekonomika se nachází ve fázi neinflačního růstu, centrální banka potvrdila, že s nastavením úrokových sazeb nebude nic dělat pravděpodobně do konce příštího roku. Z domácích faktorů je plusem nad očekávání příznivý fiskální vývoj, daný růstem ekonomiky, který již akcentují ratingové agentury ve svých zlepšených výhledech. Pokud, jak se zdá, bude ECB postupovat i v případě, že se letos rozhodne program QE utlumit, opatrně, pak očekáváme v dalších měsících solidní výkonnost polského trhu, podpořenou v celkovém korunovém vyjádření očekávaným posilováním kurzu zlotého.

**Turecké výnosy jsou sice na dvouciferných úrovních atraktivní, problémem však nadále zůstává vysoká inflace. Zde zatím vidíme pouze malé zlepšení.** Zbylé měsíce letošního roku budou minimálně z titulu bazického efektu nepříznivé, začátkem příštího roku by se již měly prosadit viditelnější dezinflační tendence. Z hlediska výhledu cen tureckých dluhopisů je to příznivý scénář – musí však být doprovázen ponecháním současného přísnějšího nastavení měnové politiky (prozatím centrální banka naplňuje), opětovnou stabilizací nyní uvolněné fiskální politiky a v neposlední řadě trvajícím relativně příznivým náhledem globálních investorů na rozvíjející se trhy. Na turecké dluhopisy, spolu s fundamentálně výrazně slabým kurzem liry, zůstáváme opatrně pozitivní.

### Měny

Kurz eura proti dolaru se v srpnu dostal na hranici 1,20. V dalších kvartálech nečekáme výraznější pohyby jedním či druhým směrem. Do poloviny příštího roku vidíme oscilaci mezi 1,15-1,25.

**U koruny** se v případě, že ČNB koncem září přistoupí k růstu sazeb, může otevřít prostor pro další posílení pod 26, dle nás však pouze krátkodobé. Nadále totiž trvá silná překoupenost koruny a tedy riziko, že koruna kvůli výběru zisků oslabí a vrátí se minimálně ke 26,50. Stane se



tak v případě, že dostatečné množství spekulantů bude chtít své dlouhé korunové pozice po proražení hranice 26 uzavřít. Případné výraznější oslabení by pak tlumila ČNB. Dlouhodobým trendem kvůli vyššímu růstu produktivity zde než v EMU nadále zůstává posilování koruny, tempem zhruba 2% ročně.

**U polského zlotého** silná data z polské ekonomiky, stále příznivé vnější prostředí, posilující euro proti dolaru i trvajícím solidním úrokovým diferenciálům nahrávají posílení zlotého pod 4,20.

**Maďarský forint** má dle nás potenciál posílit k hranici 300. Spouštěčem může být centrální banka, která v dohledné době snad jako poslední v regionu přejde do módy, kdy už nebude akcentovat možnost dalšího uvolnění měnových podmínek a kdy její komunikace bude vyrovnanější.

Akciové trhy nadále považujeme za atraktivní třídu aktiv. Americké akcie by dále měly profitovat z možných reforem Donalda Trumpa (fiskální stimuly, snížení korporátních daní) a oslabování amerického dolaru. Evropské pak z dobrého hospodářského vývoje a nadále uvolněné měnové politiky ECB. Pozitivní jsme také na akcie společností z rozvíjejících se trhů, které budou těžit ze silícího spotřebitele a konvergence k vyspělým ekonomikám. Při investování do akcií však **musíme počítat se zvýšenou volatilitou**, která nás, při současných úrovních akciových indexů, bude v následujících letech provázet.

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, finanční společnost GetBack 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 nyní na většinu polského bankovního a ropného sektoru. 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**