

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ZÁŘÍ 2017

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



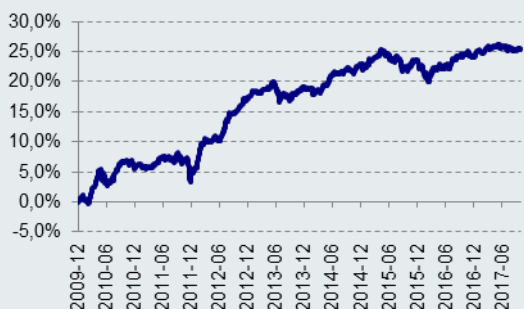
Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **156,1459**
 Výkonnost za poslední měsíc **1,33%**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **141,7238**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,54%**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **125,4044**
 Výkonnost za poslední měsíc **-0,01%**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

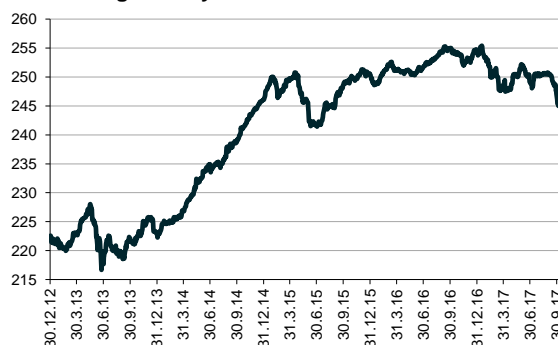
□ DLUHOPISY – USA, EMU

Během září došlo k mírnému posunu německé výnosové křivky směrem nahoru, na krátkém konci o zhruba 5 b.b., na dlouhém konci o zhruba 10 b.b. Důvodem byl primárně pohyb americké výnosové křivky. U té jsme totiž během září zaznamenali výrazný nárůst, a to o cca 20 b.b. na krátkém konci a o skoro 30 b.b. na dlouhém konci. Příčinou byl evidentně jestřábí FED, který se nenechává vykolejit nízkou a dokonce již skoro půlroku klesající inflací a hodlá pokračovat v plánu snižování své rozvahy (a také v plánu zvyšování sazeb). To se samozřejmě muselo projevit na výnosech amerických dluhopisů.

□ DLUHOPISY – ČR

Během září došlo k výraznému pohybu české výnosové křivky směrem nahoru, a to v rozsahu až 30 b.b. Jednoznačnou příčinou byla centrální banka, která navzdory tomu, že sazby na svém zářijovém zasedání nezvýšila, naznačila, že se tak brzy stane, a že to v horizontu dvou čtvrtletí nemusí být jenom jednou. Jestřábí Česká národní banka společně s Fedem, který zahajuje snižování své rozvahy a

Bloomberg Barclays Czech Index



s ECB, která se chystá k zahájení ukončení kvantitativního uvolňování, tak nemohla neposunout české výnosy znatelně nahoru, a to i bez (např.) vyšší skutečné české inflace.

□ DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

I polská křivka v září mírně vzrostla, rozsahem však o poznání nižším. Na krátkém konci jsme zaznamenali posun o zhruba 5 b.b., na dlouhém o necelých 15 b.b., což indikuje, že se tak stalo v návaznosti na vývoj (a v přímé souvislosti s vývojem) v Německu. Ryze polské faktory neměly tentokrát na křivku žádný větší vliv.

Turecké dluhopisy

Turecké dluhopisy během září zvolna cenově vyklesávaly. Zvyšující se deficit běžného účtu, napjaté geopolitické vztahy a vyšší inflační čísla snižovaly reálný výnos a atraktivitu tureckých aktiv. S tím šel ruku v ruce i kurz turecké liry, který během září oslabil o dvě procenta. Ekonomická výkonnost je sice solidní, ale z velké části jen za cenu zhoršujícího se fiskálu a růstu úvěrů domácností. Dlouhodobým problémem pak zůstává deficit běžného účtu, financovaný krátkodobým kapitálem a zadlužení podniků v zahraničních měnách. Jistou brzdou prozatím poskytuje zpřísněná měnová politika centrální banky a relativní politický klid směrem k její nezávislosti.

Firemní dluhopisy

Trh korporátních dluhopisů byl v září stabilní. Vzestup bezrizikových vládních výnosů (zejména USA) vlivem pokračujícího jestřábího postoje FEDu nebyl prozatím dostatečně silným faktorem, jež by přetlačil pokrčující příliv portfoliových investic do segmentu firemních obligací, výraznější tržní pohyby již nevyvolávala se svými provokacemi Severní Korea. Po srpnovém rozšíření se tak kreditní marže opět mírně utahovaly a to jak v investičním, tak (výrazněji) ve spekulativním pásmu.

Kreditní marže na trhu CDS během září naopak dále mírně stouply, zde totiž nepůsobil pozitivní efekt přílivu investic. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) stoupl o 2 body na 57 bodů. Index iTraxx Xover, obsahující emitenty ze spekulativního ratingového pásma, poskočil vzhůru o 16 bodů na hodnotu 253 bodů.

AKCIE

Globální trhy

V prvním poprázdninovém měsíci se akciovým trhům dařilo. Americké akcie (index S&P 500 +1,9%) si zisky pozvolna připisovaly téměř každý den, kdy docházelo k přehlížení ničivých hurikánů nebo provokací ze strany severní Koreje. Pozitivním impulsem bylo oprášení předvolebního slibu Donalda Trumpa ohledně snížení korporátních daní, kdy se nejaktuálnější odhady pohybují na úrovni 20 %. Schválení horní i dolní komorou však nebude vůbec jednoduché. Ze sektorů se nejlépe vedlo energetickým společnostem, za čímž byly způsobené škody hurikánů na rafinériích a některých těžebních věžích vedoucích k růstu cen surové ropy. Evropské akcie se vymanily z krátkodobého klesajícího trendu a za září si připsaly pěkných 3,8 % (index DJ STOXX 600). Podporou danému růstu byly relativně atraktivní hodnotové ukazatele ve spojení s nadále uvolněnou měnovou politikou. Také v Evropě se výrazně dobře vedlo energetickému sektoru, spolu s chemickým a automobilovým sektorem.

MSCI World Index



Akcie na rozvíjejících se trzích neměly jednoznačný trend. MSCI Emerging Markets Index poklesl poprvé v tomto roce (-0,55 %), což bylo ale značně ovlivněno posílením dolaru, ve kterém je tento index měřen. Nejvíce se opět dařilo brazilským akciím (+4,88 %), slušné zisky připsaly také akcie Koreje (+1,32 %), které umazaly značnou část ztrát způsobené událostmi spojenými se severokorejskými jadernými testy. Mírně zhodnotily i akcie Číny (+0,38 %). Na ceny akcií tlačí stále silná globální poptávka a optimistická očekávání investorů ohledně růstu rozvíjejících se ekonomik. Naopak se příliš nevedlo indickým akciím, které v druhé polovině měsíce korigovaly a nakonec skončily měsíc se ztrátou -1,41 %. Trhy klesaly například i v Mexiku a Turecku.

Středoevropské trhy

Přestávku si vybraly středoevropské trhy, když se většina z nich výkonnostně pohybovala okolo nuly. V Polsku se při problémech amerických rafinérií dařilo ropným společnostem PKN Orlen a Lotos. Horší výkonnost při hrozbě růstu cen emisních povolenek se nedařilo „špinavým“ výrobcům elektřiny, polským PGE, Tauron a Enea. Maďarský akciový index BUX byl tažen dolů akciemi OTP Bank, u které může být umístěno na trh až 5 % akcií hedgeovým fondem, jemuž končí povinná lhůta držení daných akcií. V plusu z hlavních akciových maďarských titulů skončila pouze ropná společnost MOL. Ze stejného sektoru raketový růst předvedl „český“ Unipetrol, následovaný akciemi Philip Morris a ČEZ. Důvodem růstu akcií výrobce cigaret je připravovaný přesun části výroby z okolních zemí, v případě ČEZu pak růst cen silové elektřiny a emisních povolenek.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia vzrostla v září o 1,33 %. V prvním poprázdňinovém měsíci se akciovým trhům dařilo. Slušné zisky si připsaly akcie ve Spojených státech (+1,9 %), Evropě (+3,8 %) a Japonsku (+3,61 %). Z rozvíjejících se ekonomik se nejvíce dařilo trhům v Brazílii (+4,88 %), mírně zhodnotily i akcie Číny (+0,38 %). Naopak se příliš nevedlo indickým akciím, které v druhé polovině měsíce korigovaly a nakonec skončily měsíc se ztrátou -1,41 %. Trhy klesaly například i v Mexiku a Turecku.

Na samém konci září jsme začali realizovat restrukturalizaci portfolia, protože jsme se rozhodli nepatrně snížit zastoupení akcií. Již 8,5 roku trvající byčí trh nás nutí k větší obezřetnosti z možného přehřívání ekonomik, potažmo globálního akciového trhu, kdy řada indexů již delší dobu dosahuje svých historických maxim. Zvýšili jsme naopak zastoupení alternativních investic, které nabízejí zajímavou možnost diverzifikace (potenciálně nižší korelace s ostatními aktivy). Rovněž jsme se rozhodli přidat dva nové fondy alternativních investic. Změna ve struktuře portfolia se nicméně plně projeví až příští měsíc, a to z důvodu měsíčního vypořádání Conseq realitního fondu.

Přehled podílových listů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					2,00%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	-0,04%	-0,04%	1,20%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-0,09%	-0,09%	0,80%
Dluhopisové fondy - ostatní					3,30%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,78%	-1,78%	1,79%
PARVEST Bond Euro High Yield	Evropa	EUR	0,48%	-0,02%	0,76%
Templeton Global Bond	Globální	USD	1,74%	1,42%	0,75%
Fondy alternativních investic					5,55%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,44%	0,44%	4,34%
Allianz Structured Return - AT (H2-CZK)	Severní Amerika	CZK	n/a	n/a	1,21%
Akciové fondy					89,15%
Conseq Invest Akciový - Třída A	Středoevropský region	CZK	-1,91%	-1,91%	12,57%
Parvest Equity USA	Spojené Státy	USD	3,12%	2,79%	9,87%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	2,60%	2,27%	9,77%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	4,69%	4,17%	5,66%
FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	0,35%	0,03%	5,61%
Templeton Asian Growth	Asie (bez Japonska)	USD	2,08%	1,76%	5,58%
Franklin Mutual European	Evropa	EUR	3,66%	3,14%	5,58%
PARVEST Equity Best Selection Asia ex-Japan	Asie (bez Japonska)	EUR	0,49%	-0,01%	4,67%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap	Latinská Amerika	USD	0,01%	-0,31%	4,43%
Parvest Equity Japan	Japonsko	JPY	4,31%	2,25%	3,78%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	5,25%	4,92%	3,51%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	5,48%	4,95%	2,97%
Templeton Asian Smaller Companies Fund (1009) USD	Asie (bez Japonska)	USD	-0,47%	-0,79%	2,82%
NN (L) Euro Equity	Evropa	EUR	3,42%	2,90%	2,76%
NN (L) European Equity	Evropa	EUR	2,34%	1,83%	2,73%
Templeton Frontier Markets Fund	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	3,31%	2,98%	2,20%
Parvest Equity Russia Opportunity	Rusko	USD	3,31%	2,98%	2,20%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	-0,93%	-1,42%	1,22%
Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	Japonsko	JPY	2,92%	0,89%	0,67%
Parvest Equity Turkey	Turecko	EUR	-7,72%	-8,18%	0,57%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v září vzrostla o 0,54 %. V prvním poprázdňinovém měsíci se akciovým trhům dařilo. Slušné zisky si připsaly akcie ve Spojených státech (+1,9 %), Evropě (+3,8 %) a Japonsku (+3,61 %). Z rozvíjejících se ekonomik se nejvíce dařilo trhům v Brazílii (+4,88 %), mírně zhodnotily i akcie Číny (+0,38 %). Naopak se příliš nevedlo indickým akciím, které v druhé polovině měsíce korigovaly a nakonec skončily měsíc se ztrátou -1,41 %. Trhy klesaly například i v Mexiku a Turecku. Většina hlavních dluhopisových indexů klesala. Důvodem je mírný posun výnosových křivek směrem nahoru v USA, Evropě i České republice související s postupným (či chystaným) utahováním měnové politiky FEDu, ECB i ČNB. Trh korporátních dluhopisů byl v září stabilní.

Na samém konci září jsme začali realizovat restrukturalizaci portfolia, protože jsme se rozhodli nepatrně snížit zastoupení akcií. Již 8,5 roku trvající býčích trh nás nutí k větší obezřetnosti z možného přehřívání ekonomik, potažmo globálního akciového trhu, kdy řada indexů již delší dobu dosahuje svých historických maxim. Zvýšili jsme naopak zastoupení alternativních investic, které nabízejí zajímavou možnost diverzifikace (potenciálně nižší korelace s ostatními aktivy). Rovněž jsme se rozhodli přidat dva nové fondy alternativních investic. Změna ve struktuře portfolia se nicméně plně projeví až příští měsíc, a to z důvodu měsíčního vypořádání Conseq realitního fondu.

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					13,87%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,08%	0,08%	13,87%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					24,81%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	-0,04%	-0,04%	14,87%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-0,09%	-0,09%	9,93%
Dluhopisové fondy - ostatní					11,13%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,78%	-1,78%	5,97%
Templeton Global Bond	Globální	USD	1,74%	1,42%	2,59%
PARVEST Bond Euro High Yield	Evropa	EUR	0,48%	-0,02%	2,57%
Fondy alternativních investic					5,55%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,44%	0,44%	4,32%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund	Globální	USD	-0,09%	-0,41%	1,23%
Akciové fondy					44,64%
Conseq Invest Akciový - Třída A	Středoevropský region	CZK	-1,91%	-1,91%	6,28%
Parvest Equity USA	Spojené Státy	USD	3,12%	2,79%	4,92%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	2,60%	2,27%	4,91%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	4,69%	4,17%	2,83%
FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	0,35%	0,03%	2,80%
Franklin Mutual European	Evropa	EUR	3,66%	3,14%	2,79%
Templeton Asian Growth	Asie (bez Japonska)	USD	2,08%	1,76%	2,79%
PARVEST Equity Best Selection Asia ex-Japan	Asie (bez Japonska)	EUR	0,49%	-0,01%	2,33%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap	Latinská Amerika	USD	0,01%	-0,31%	2,21%
Parvest Equity Japan	Japonsko	JPY	4,31%	2,25%	1,88%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	5,25%	4,92%	1,75%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	5,48%	4,95%	1,49%
Templeton Asian Smaller Companies Fund (1009) USD	Asie (bez Japonska)	USD	-0,47%	-0,79%	1,44%
NN (L) European Equity	Evropa	EUR	2,34%	1,83%	1,40%
NN (L) Euro Equity	Evropa	EUR	3,42%	2,90%	1,38%
Templeton Frontier Markets Fund	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	3,31%	2,98%	1,10%
Parvest Equity Russia Opportunity	Rusko	USD	3,31%	2,98%	1,10%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	-0,93%	-1,42%	0,60%
Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	Japonsko	JPY	2,92%	0,89%	0,32%
Parvest Equity Turkey	Turecko	EUR	-7,72%	-8,18%	0,29%

Konzervativní portfolio

Konzervativní portfolio odepsalo v září nepatrnou ztrátu -0,01 %. Většina hlavních dluhopisových indexů klesala. Důvodem je mírný posun výnosových křivek směrem nahoru v USA, Evropě i České republice související s postupným (či chystaným) utahováním měnové politiky FEDu, ECB i ČNB. Trh korporátních dluhopisů byl v září stabilní.

V září jsme provedli restrukturalizaci konzervativní (dluhopisové) složky portfolio, a to v důsledku změny v procesu alokace aktiv v portfoliích. Došlo ke zvýšení složky „krátkodobých investic“ na úkor ostatních dluhopisových fondů. Rozhodli jsme se také mírně zvýšit zastoupení alternativních investic a přidat dva nové fondy v této třídě aktiv. Tato změna se ale projeví až příští měsíc, a to z důvodu měsíčního vypořádání Conseq realitního fondu s níž souvisí nákup nového fondu.

Nejvýkonnějším dluhopisovým fondem Konzervativního portfolio se stal fond Templeton Global Bond, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení v základní měně ve výši 1,74 procenta. Významněji zastoupené fondy si připsaly mírné zisky: Conseq Invest Konzervativní 0,08 %, i ztráty: Conseq korporátních dluhopisů -0,09 % a Conseq Invest Dluhopisový -0,04 %. Akciová složka portfolio měla na výkonnost mírně pozitivní dopad.

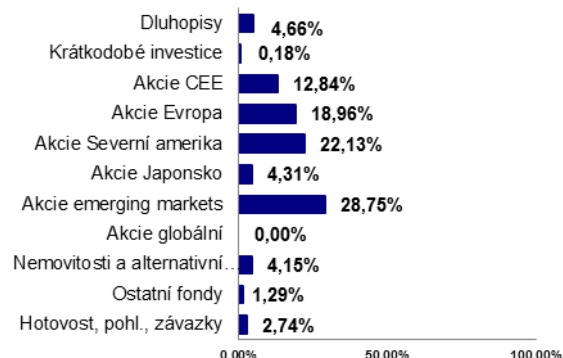
Přehled podílových listů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Fondy krátkodobých investic					33,08%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,08%	0,08%	33,08%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					46,42%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	-0,04%	-0,04%	27,84%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-0,09%	-0,09%	18,59%
Dluhopisové fondy - ostatní					8,39%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,78%	-1,78%	4,49%
Templeton Global Bond	Globální	USD	1,74%	1,42%	1,96%
PARVEST Bond Euro High Yield	Evropa	EUR	0,48%	-0,02%	1,94%
Fondy alternativních investic					5,88%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,44%	0,44%	4,64%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund	Globální	USD	-0,09%	-0,41%	1,24%
Akciové fondy					6,23%
NN (L) Emerging Markets High Dividend	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,46%	-0,46%	1,91%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	2,60%	2,27%	1,34%
Conseq Invest Akciový - Třída A	Středoevropský region	CZK	-1,91%	-1,91%	0,85%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	4,69%	4,17%	0,62%
Franklin Mutual European	Evropa	EUR	3,66%	3,14%	0,59%
NN (L) Japan Equity	Japonsko	CZK	4,57%	4,57%	0,34%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	5,25%	4,92%	0,28%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	5,48%	4,95%	0,22%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	-0,93%	-1,42%	0,08%

DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 29.09.2017



Struktura portfolia ke dni 31.08.2017



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 29.09.2017



Struktura portfolia ke dni 31.08.2017



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 29.09.2017



Struktura portfolia ke dni 31.08.2017



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Poslední vývoj na domácím obligačním trhu, tj. akcelerace poklesu cen dluhopisů všech splatností a o poznání výraznější vzestup požadovaných výnosů oproti rozvinutým zahraničním trhům i sousedním trhům ve střední Evropě naplňuje námi očekávaný scénář negativního vlivu překoupené koruny na české státní dluhopisy. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž nadále uložena právě v českých dluhopisech – vysoký podíl zahraničních investorů na celkové držbě českých dluhopisů (v srpnu 2017 40,7%, tj. skoro dvojnásobek toho, kde byl v srpnu 2016, 22,9%) je odrazem vývoje zejména v prvním čtvrtletí letošního roku. S tím, jak budou zahraniční investoři své pozice v koruně postupně zavírat, obligační trh bude pod trvalým tlakem prodejců. K tomu musíme přidat pravděpodobně vyšší nabídku nových emisí ze strany Ministerstva financí v dalších kvartálech oproti předchozím dvěma letům v důsledku nutnosti profinancovat bobtnající výdaje předvolebního státního rozpočtu. V neposlední řadě je kamínkem do mozaiky klesajících obligačních cen robustní stav domácí ekonomiky, akcelerující mzdová dynamika, rekordně nízká nezaměstnanost a v jejím důsledku jestřábí ČNB, jež plánuje poměrně svižně zvyšovat úrokové sazby v očekávání silící inflace na horizontu své makroekonomické prognózy.

Nervozita zahraničních investorů by se mohla objevit také v souvislosti s nadcházejícími volbami. V nich, zdá se, si dobře povedou antisystémové strany (ANO, SPD, Komunisté), které by, ačkoliv to vůdce nejsilnější strany ANO nyní popírá, mohly vytvořit příští vládu. V takovém případě by – byť ne hned – trhům došlo, že taková vláda nebude až tak odlišná od polské či maďarské, a u dluhopisů (i u koruny) bychom lehce mohli vidět i poměrně velký výprodej.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Utažení rizikové premie nad německými, která je na desetileté splatnosti stále kolem 290 b.b., brání nadále nejisté politické prostředí. Zářijové oslabení měny bylo odrazem právě této jakési politické semi-stability. Domácí faktory pro růst výnosů v nejbližších dvou čtvrtletích nemluví, centrální banka se k růstu sazeb zatím nechystá. 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 znovuoobnovením posilování kurzu zlotého.

Turecké výnosy jsou sice na dvouciferných úrovních atraktivní, problémem však nadále zůstává vysoká inflace. Zde zatím zlepšení nevidíme. Zbylé měsíce letošního roku budou minimálně z titulu bazického efektu nepříznivé, začátkem příštího roku by se již měly prosadit viditelnější deflační 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) či ještě lépe jeho dalším utažením, dále pak 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

U kurzu **eura proti dolaru** nevidíme důvod k prorazení hranice 1,20, která dle nás zůstane stropem pro nejbližší 2-3 čtvrtletí. Americká centrální banka je nad očekávání jestřábí a je možné, že se stane ještě více jestřábí, pokud dojde v příštím roce k výměně v čele FEDu. V Eurozóně je naopak prostor pro překvapení směrem k přísnější měnové politice velmi malý – inflace je stále nízká a neroste, tempo růstu ekonomiky již neurčuje „tapering“ (tj., postupné ukončování odkupu aktiv) je v trhu již cenově zanesen. Hodnoty kurzu EUR proti dolaru nad 1,20 nejsou konzistentní s FEDem snižujícím svou bilanci a s ECB snižující pouze tempo jejího růstu. Pro nejbližší 2-3 čtvrtletí tak dle nás dolar bude oscilovat mezi 1,15 a 1,20.

Koruna navzdory našim očekáváním ani půlroku po ukončení intervenčního režimu neoslabil. Z logiky věci by vzhledem k její masivní překoupenosti oslabit měla, zahraniční spekulanti však zatím své zisky v součtu nevybírají. Z krátkodobého hlediska tak nejspíš zůstane kolem stávajících úrovní (26), s možným velmi mírným posílením pod tuto hranici. Hlubšímu posílení bude bránit vybírání zisků, které by dle nás kolem hranice 25,50 nastalo. Dlouhodobým trendem kvůli vyššímu růstu produktivity zde než v EMU nadále zůstává posilování koruny, tempem zhruba 2% ročně. Rizikem směrem k výrazně slabší koruně jsou volby.

U polského zlotého vidíme znovu politikou hnané oslabení, to však – pokud je historie vodítkem – nebude mít dlouhého trvání. Za stávajících úrovní nad 4,30 vidíme prostor pro posílení měny zpátky ke 4,20.

Maďarský forint má dle nás potenciál posílit k - či dokonce pod - hranici 300. Dojde k němu však až v situaci, kdy centrální banka přejde do módu, kdy už nebude akcentovat možnost dalšího uvolnění měnových podmínek a kdy její komunikace bude vyrovnanější. Vzhledem k vyznění posledního zasedání se však zdá, že ten moment je dál, než se donedávna zdálo. Krátkodobě tak bude forint oscilovat mezi 305 a 315.

Akciové trhy nadále považujeme za atraktivní třídu aktiv. I když se například některé akcie amerických společností obchodují na valuačních ukazatelích nad svými dlouhodobými průměry, nízké úrokové sazby a dobrá kondice ekonomiky nás přesvědčuje o jejich dalším růstovém potenciálu. Americké akcie by dále měly profitovat z možných reforem Donalda Trumpa (fiskální stimuly, snížení korporátních daní na 20%). 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 akciích, 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, Monetu 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