

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ŘÍJEN 2017

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



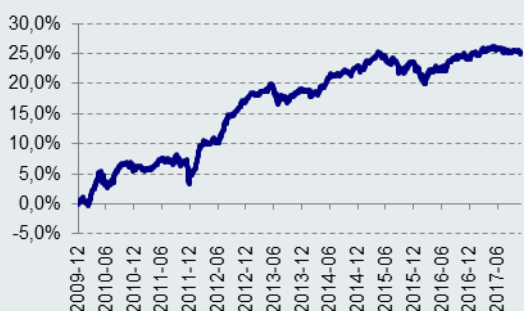
Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **157,9413**
 Výkonnost za poslední měsíc **1,15%**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **142,0777**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,25%**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **125,2667**
 Výkonnost za poslední měsíc **-0,11%**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

□ DLUHOPISY – USA, EMU

Během října došlo k poklesu výnosů podél celé německé výnosové křivky, a to rozsahem 5-10 b.b. Důvodem bylo zasedání ECB, jež bylo více holubičí, než jaká byla tržní očekávání. Desetileté výnosy se tak vrátily k hladině 35 b.b., tj. nejnižší od poloviny září letošního roku. Na druhé straně Atlantiku výnosy v první polovině měsíce stagnovaly (na 10-leté splatnosti na úrovni kolem 2,35%), poté se – v předvečer zasedání FEDu – vyšplhaly až na dohled 2,5%. Vzhledem k tomu, že zasedání FEDu nic nového nepřineslo a že FED neřekl jasně, že v prosinci sazby zvýší a ani nenaznačil, že se se v roce 2018 chystá v dalším utahování politiky pokračovat bez ohledu na nynější vývoj inflace, výnosy ke konci měsíce opět zamířily ke 2,35%.

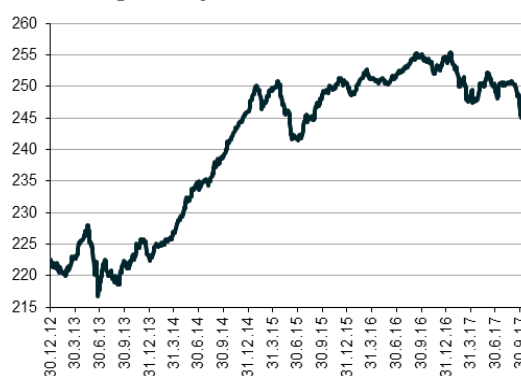
□ DLUHOPISY – ČR

Během října pokračoval razantní růst vládních výnosů (pokles cen), který započal začátkem září.

Jednoznačnou příčinou zůstávala měnová politika České národní banky, která během celého měsíce ústy svých představitelů vysílala jestřábí signály, které si trh vyložil tak, že se chystá výrazné zvyšování sazeb v dohledné době. Desetileté výnosy tak vyrostly až k 1,8%, kde nebyly od poloviny roku 2014, dvouleté se

dostaly na dohled 0,3% (přičemž ještě v září byly hluboko v záporu); riziková prémie nad německými dluhopisy se tak roztáhla na nejvyšší hodnotu od roku 2011. Až na samém konci měsíce s tím, jak prognóza ČNB vyzněla výrazně mírněji, než co trh čekal, došlo na dluhopisových výnosech ke korekci – desetileté výnosy klesly zhruba o 15 b.b. na 1,65%.

Bloomberg Barclays Czech Index



□ DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Polská výnosová křivka v říjnu zvýšila svůj sklon – dařilo se dluhopisům kratších splatností, naopak ceny dlouhodobých obligací dále mírně klesaly. Prvně zmíněným se dařilo i přes relativně jestřábí vyjádření některých členů MPC a vzestupu inflace. Na dlouhém konci požadované výnosy mírně vzrostly, rozsahem se však pohyby nevymykaly běžnému technickému obchodování (do 10 b.b.). Polská výnosová křivka tak je poměrně stabilní – desetileté výnosy byly na konci října na úrovni dubna letošního roku, dvouleté dokonce o cca. 35 b.b. nižší.

Turecké dluhopisy

Turecký obligační trh se během října dostal pod silný prodejní tlak a cenové propady vládních dluhopisů akcelerovaly. Spouštěcím mechanismem byla politická roztržka Turecka se Spojenými Státy, jež vyústila v oboustranné přerušení vydávání víz mezi těmito zeměmi. To ještě více rozdmýchalo geopolitickou nejistotu a vedlo k redukci držby tureckých aktiv zahraničními investory – vedle cen vládních dluhopisů také citelně oslabil měnový kurz TRY. Tržnímu sentimentu nikterak nepomáhal ani inflační obrázek, zejména pokračující citelný nárůst jeho jádrové složky. Centrální banka na tento vývoj k žádné reakci v nastavení měnové politiky prozatím nepřistoupila, byť akcentovala připravenost měnověpolitické nastavení utáhnout v případě dalšího růstu inflačních tlaků. Výnosová křivka v tomto negativním prostředí výrazně stoupla a zvýraznila inverzní tvar, růst výnosů se pohyboval mezi 80 – 110 bps.

Firemní dluhopisy

Korporátním dluhopisům investičního i spekulativního stupně se během října dařilo. Byť trochu nejistoty vnesla eskalace politického rizika ve spojitosti s katalánským referendem a následným vývojem, oznámené prodloužení programu odkupu dluhopisů Evropskou centrální bankou a potvrzení výhledu stability měnověpolitických sazeb v delším období opět podpořily nákupní apetit a kreditní marže znovu klesaly. Nejvíce se přitom logicky dařilo dluhopisům evropských

firem, v menší míře se utahovaly marže také amerických korporací, též za pomoci rostoucích cen ropy.

Kreditní marže na trhu CDS během října klesaly v obdobném rozsahu jako marže firemních dluhopisů. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) klesl o 7 bodů na 50 bodů. Index iTraxx Xover, obsahující emitenty ze spekulativního ratingového pásma, ubral 28 bodů na hodnotu 225 bodů.

AKCIE

Globální trhy

Vyspělé akciové trhy pokračovaly v růstovém trendu. Americké akcie si připsaly slušné 2,2 % (měřeno indexem S&P 500). K dobrým výsledkům přispěl relativní klid na trzích s minimální volatilitou. Bez zásadních kurzotvorných zpráv se investoři soustředili na probíhající výsledkovou sezónu za třetí čtvrtletí. Výrazně pozitivních překvapení na úrovni čistých zisků jsme se dočkaly například u společností Amazon, Caterpillar, General Motors,

Goldman Sachs, Ford, Intel, Michael Kors nebo Google (Alphabet). Růstový trend akcií neovlivnilo ani vyšetřování blízkých spolupracovníku prezidenta Trumpa ohledně napojení na Rusko. Evropské akcie si připsaly také téměř 2 %, když se evropský index DJ STOXX 600 podíval na svá dvouletá maxima. Výsledková sezóna za uplynulé čtvrtletí teprve začíná a tak byla většina pozitivní výkonnosti tažena globálním pozitivním sentimentem panujícím na akciových trzích. Pomohlo i relativní uklidnění ohledně možného osamostatnění Katalánska.

Akcie na rozvíjejících se trzích připsaly v souhrnu v říjnu 3,45 % (index MSCI Emerging Markets, v USD), a pokračují tak ve výborných letošních výsledcích. Nejlépe se dařilo asijským akciím, konkrétně v Indii (+ 6,17 %), Jižní Koreji (+ 5,39 %) a v Číně (+ 4,44 %). Trhy ženou vzhůru optimistická očekávání budoucího vývoje podporované solidními makroekonomickými daty a také relativně příznivé valuace, obzvláště ve srovnání s vyspělými trhy. Latinská Amerika si vybrala tento měsíc oddech. Brazílské akcie skončily měsíc beze změny, mexické dokonce odepsaly 3,42 %.

MSCI World Index



Středoevropským trhům se v říjnu dařilo. Nejvyšších zisků dosáhl maďarský index BUX (6,2%). Po ztrátě v měsíci září vzrostly akcie banky OTP o téměř 9%, následovány valuačně levnou ropnou společností MOL. K solidním 2 % českého indexu PX po dobrých kvartálních výsledcích výrazně přispěly akcie mediální skupiny CME a akcie chemické společnosti Unipetrol. Právě akcie Unipetrol jsou prozatímním letošním výkonnostním premiantem na pražské burze, k čemuž přispěly především nízké hodnotové ukazatele ve spojení s velice dobrými rafinérskými a petrochemickými maržemi. Šesti procentní ztrátu předvedli akcie Pegas Nonwovens, jež momentálně vyklesávají na základě nejistoty ohledně budoucího vykoupení zbylých akcií fondem R2G. Polský index WIG30 si připsal také 2%. Po představení nového řešení půjček denominovaných ve švýcarských francích se nejlépe vedlo bankovnímu sektoru (bank Millennium 13,8%; mBank 9,9%; bank PKO 9,7%). Se stále nízkými cenami ropy a tudíž vysokými rafinérskými maržemi skončily výrazně v zisku akcie PKN Orlen a Lotos.

Středoevropské trhy

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia vzrostla v říjnu o 1,15 %. Většina akciových trhů si připsala pěkné zisky. Dařilo se americkým, evropským a především asijským fondům. K dobrým výsledkům přispěl relativní klid na trzích s minimální volatilitou a stále optimistická očekávání podporované solidními makroekonomickými daty. Slabší chvílku si naopak vybrala Latinská Amerika.

V říjnu jsme do portfolia aktivně nezasahovali. Tento měsíc se již plně projevilo zařazení dvou nových fondů, ke kterému jsme se rozhodli na konci září. Prvním je Franklin Templeton K2, který se zaměřuje na strategie podobné hedgeovým fondům. Druhým je Allianz Structured return, kterému se dlouhodobě daří dosahovat stabilních výsledků s použitím opční strategie na americké akcie. Oba fondy by tak měly přispět k diverzifikaci portfolia a k menší citlivosti na vývoj akciových a dluhopisových trhů.

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					1,97%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	-0,40%	-0,40%	1,19%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,08%	0,08%	0,79%
Dluhopisové fondy - ostatní					3,22%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-2,44%	-2,44%	1,73%
PARVEST Bond Euro High Yield	Evropa	EUR	0,97%	-0,22%	0,75%
Templeton Global Bond	Globální	USD	-0,67%	-0,41%	0,74%
Fondy alternativních investic					5,51%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	-0,17%	-0,17%	3,11%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund	Globální	USD	0,36%	0,62%	1,20%
Allianz Structured Return - AT (H2-CZK)	Severní Amerika	CZK	0,04%	0,04%	1,20%
Akciové fondy					89,30%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída A	Středoevropský region	CZK	1,02%	1,02%	12,55%
Parvest Equity USA	Spojené Státy	USD	2,52%	2,79%	10,03%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	-0,95%	-0,69%	9,59%
FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	4,03%	4,30%	5,78%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	1,91%	0,71%	5,64%
Templeton Asian Growth	Asie (bez Japonska)	USD	1,49%	1,75%	5,61%
Franklin Mutual European	Evropa	EUR	0,91%	-0,27%	5,50%
PARVEST Equity Best Selection Asia ex-Japan	Asie (bez Japonska)	EUR	7,01%	5,75%	4,88%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap	Latinská Amerika	USD	-3,70%	-3,45%	4,23%
Parvest Equity Japan	Japonsko	JPY	5,83%	5,25%	3,93%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	1,97%	2,23%	3,55%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	0,47%	-0,71%	2,91%
Templeton Asian Smaller Companies Fund (1009) USD	Asie (bez Japonska)	USD	2,75%	3,02%	2,87%
NN (L) Euro Equity	Evropa	EUR	2,48%	1,28%	2,76%
NN (L) European Equity	Evropa	EUR	2,95%	1,74%	2,74%
Parvest Equity Russia Opportunity	Rusko	USD	-1,12%	-0,86%	2,16%
Templeton Frontier Markets Fund	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-5,55%	-5,31%	2,06%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	4,10%	2,88%	1,24%
Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	Japonsko	JPY	5,50%	4,92%	0,69%
Parvest Equity Turkey	Turecko	EUR	0,85%	-0,33%	0,56%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v říjnu vzrostla o 0,25 %. Nejvíce k výkonnosti portfolia přispěly akciové trhy - většina z nich si připsala tento měsíc pěkné zisky. Dařilo se americkým, evropským a především asijským fondům. K dobrým výsledkům přispěl relativní klid na trzích s minimální volatilitou a stále optimistická očekávání podporované solidními makroekonomickými daty. Slabší chvílku si naopak vybrala Latinská Amerika. Dluhopisům se tolik nevedlo. Z hlavních trhů byly výjimkou evropské dluhopisy, které přidaly přes 1 %. České státní dluhopisy pokračovaly v poklesu, když v průměru oslabily o 2,0 %. Ztrácely i americké a především turecké dluhopisy.

V říjnu jsme do portfolia aktivně nezasahovali. Tento měsíc se již plně projevilo zařazení dvou nových fondů, ke kterému jsme se rozhodli na konci září. Prvním je Franklin Templeton K2, který se zaměřuje na strategie podobné hedgeovým fondům. Druhým je Allianz Structured return, kterému se dlouhodobě daří dosahovat stabilních výsledků s použitím opční strategie na americké akcie. Oba fondy by tak měly přispět k diverzifikaci portfolia a k menší citlivosti na vývoj akciových a dluhopisových trhů.

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					13,83%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,15%	0,15%	13,83%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					24,65%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	-0,40%	-0,40%	14,75%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,08%	0,08%	9,90%
Dluhopisové fondy - ostatní					10,93%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-2,44%	-2,44%	5,80%
Templeton Global Bond	Globální	USD	-0,67%	-0,41%	2,57%
PARVEST Bond Euro High Yield	Evropa	EUR	0,97%	-0,22%	2,55%
Fondy alternativních investic					5,56%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	-0,17%	-0,17%	3,14%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund	Globální	USD	0,36%	0,62%	1,24%
Allianz Structured Return - AT (H2-CZK)	Severní Amerika	CZK	0,04%	0,04%	1,18%
Akciové fondy					45,03%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída A	Středoevropský region	CZK	1,02%	1,02%	6,32%
Parvest Equity USA	Spojené Státy	USD	2,52%	2,79%	5,03%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	-0,95%	-0,69%	4,86%
FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	4,03%	4,30%	2,91%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	1,91%	0,71%	2,84%
Templeton Asian Growth	Asie (bez Japonska)	USD	1,49%	1,75%	2,83%
Franklin Mutual European	Evropa	EUR	0,91%	-0,27%	2,77%
PARVEST Equity Best Selection Asia ex-Japan	Asie (bez Japonska)	EUR	7,01%	5,75%	2,45%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap	Latinská Amerika	USD	-3,70%	-3,45%	2,13%
Parvest Equity Japan	Japonsko	JPY	5,83%	5,25%	1,97%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	1,97%	2,23%	1,78%
Templeton Asian Smaller Companies Fund (1009) USD	Asie (bez Japonska)	USD	2,75%	3,02%	1,47%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	0,47%	-0,71%	1,47%
NN (L) European Equity	Evropa	EUR	2,95%	1,74%	1,42%
NN (L) Euro Equity	Evropa	EUR	2,48%	1,28%	1,39%
Parvest Equity Russia Opportunity	Rusko	USD	-1,12%	-0,86%	1,09%
Templeton Frontier Markets Fund	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-5,55%	-5,31%	1,04%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	4,10%	2,88%	0,62%
Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	Japonsko	JPY	5,50%	4,92%	0,34%
Parvest Equity Turkey	Turecko	EUR	0,85%	-0,33%	0,29%

Konzervativní portfolio

Konzervativní portfolio odepsalo v říjnu ztrátu -0,11 %. Státním dluhopisům se v říjnu tolik nevedlo. Ztrácely americké a především turecké dluhopisy. Z hlavních trhů byly výjimkou evropské dluhopisy, které přidaly přes 1 %. Důvodem bylo zasedání ECB, jež bylo více holubičí, než co trh očekával. To znamená, že výnosy zůstávají dále velmi nízké, což zvyšuje cenu dluhopisů. České státní dluhopisy pokračovaly v poklesu, když v průměru oslabily o 2,0 %. Pokles se přitom týkal zejména emisí delších splatností. Dařilo se korporátním dluhopisům, eurový index korporátních dluhopisů investičního stupně posílil o 1,0 % a spekulativního stupně o 1,1 %. Akciovým fondům v portfoliu se celkově dařilo, a přispěly tak k lepšímu výsledku.

V říjnu jsme do portfolia aktivně nezasahovali. Tento měsíc se již plně projevilo zařazení dvou nových fondů, ke kterému jsme se rozhodli na konci září. Prvním je Franklin Templeton K2, který se zaměřuje na strategie podobné hedgeovým fondům. Druhým je Allianz Structured return, kterému se dlouhodobě daří dosahovat stabilních výsledků s použitím opční strategie na americké akcie. Oba fondy by tak měly přispět k diverzifikaci portfolia a k menší citlivosti na vývoj akciových a dluhopisových trhů.

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					33,24%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,15%	0,15%	33,24%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					46,48%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	-0,40%	-0,40%	27,81%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,08%	0,08%	18,66%
Dluhopisové fondy - ostatní					8,29%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-2,44%	-2,44%	4,39%
Templeton Global Bond	Globální	USD	-0,67%	-0,41%	1,96%
PARVEST Bond Euro High Yield	Evropa	EUR	0,97%	-0,22%	1,94%
Fondy alternativních investic					5,66%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	-0,17%	-0,17%	3,17%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund	Globální	USD	0,36%	0,62%	1,25%
Allianz Structured Return - AT (H2-CZK)	Severní Amerika	CZK	0,04%	0,04%	1,23%
Akciové fondy					6,33%
NN (L) Emerging Markets High Dividend	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,84%	2,84%	1,97%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	-0,95%	-0,69%	1,34%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy - Třída A	Středoevropský region	CZK	1,02%	1,02%	0,86%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	1,91%	0,71%	0,62%
Franklin Mutual European	Evropa	EUR	0,91%	-0,27%	0,59%
NN (L) Japan Equity	Japonsko	CZK	5,76%	5,76%	0,36%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	1,97%	2,23%	0,29%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	0,47%	-0,71%	0,22%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	4,10%	2,88%	0,08%

DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.10.2017



Struktura portfolia ke dni 29.09.2017



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.10.2017



Struktura portfolia ke dni 29.09.2017



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.10.2017



Struktura portfolia ke dni 29.09.2017



České dluhopisy

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Akcelerace poklesu cen českých státních dluhopisů, jež vedla k výraznému růstu požadovaných výnosů do splatnosti v uplynulých dvou měsících, naplňovala naše očekávání a potvrdila správnost velmi konzervativní durační strategie (výrazného podvážení vládních dluhopisů obecně a zejména těch se střední a delší splatností). Tímto pohybem se minimálně v krátkodobějším výhledu výnosy českých dluhopisů dostaly v případě středních a delších splatností na úroveň, kde by námi očekávaný ekonomický vývoj v dalších měsících mohl iniciovat růstovou korekci cen.

Domníváme se, že inflace zdaleka nebude v dalších několika kvartálech takovým problémem, jak jej vidí trh. Navíc, i samotná ČNB dala trhům na posledním zasedání bankovní rady jasnou zprávu, že s rychlým růstem sazeb nyní nepočítá. Výnosy by tak později, po určitém ztlumení inflační dynamiky, která by se opět měla více přiblížit inflační dynamice eurozóny, měly tento skutečný, ne tak jestřábí, přístup ČNB reflektovat a přestat věřit v sérii rychlých zvýšení sazeb na přelomu letošního a během příštího roku. To byl přitom klíčový faktor, jež vyhnal dluhopisové výnosy v posledních 2 měsících výrazně vzhůru.

Tento fundamentální výhled však komplikuje situace na devizovém trhu, konkrétně přetrvávající překoupenost české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž nadále uložena právě v českých dluhopisech – v září dokonce dále vzrostl podíl dluhopisů držených nerezidenty na 44,6% všech a 51,4% korunových dluhopisů. Pokud by tedy mělo dojít ke snaze zahraničních investorů rychle z těchto pozic vystoupit, vedlo by to k výrazné volatilitě a dalšímu 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 s určitým zpožděním.

**Dluhopisové trhy
střední a východní
Evropy**

Riziková prémie desetiletých polských dluhopisů nad německými narostla během října na 310 b.b., tj. nejvýše od letošního května. Domácí faktory pro růst výnosů v nejbližších čtvrtletích nemluví, centrální banka se k růstu sazeb zatím nechystá, byť se hlasy pro utažení politiky v příštím roce již ozývají. Z domácích faktorů je plusem nad očekávání příznivý fiskální vývoj, daný růstem ekonomiky, který již akcentují ratingové agentury ve svých zlepšených výhledech a který povede k nižší potřebě Ministerstva financí nabízet na trhu nové vládní dluhopisy. Pokud, bude ECB postupovat opatrně s útlumem prováděné politiky kvantitativního uvolňování, pak očekáváme v dalších měsících solidní výkonnost polského trhu, podpořenou v celkovém korunovém vyjádření očekávaným znovuobnoveným posilováním kurzu zlotého.

Turecké výnosy, jež se v říjnu posunuly výrazně vzhůru, již dosáhly úrovně 12 – 13%. Tyto úrovně vnímáme fundamentálně jako velmi atraktivní, byť aktuálním problémem nadále zůstává vysoká inflace. Na tomto poli by však v závěru roku mělo minimálně z titulu bazického efektu nastat obrat k lepšímu, jež by měl pokračovat, respektive zesílit v příštím roce a inflace by opět měla sestoupit na jednociferné hodnoty. Z hlediska výhledu cen tureckých dluhopisů je to příznivý scénář – musí však být jednak doprovázen minimálně ponecháním současného 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 alespoň částečným zklidněním geopolitických rizik, zejména nyní krizí procházejícího vztahu Turecka se Spojenými Státy. Na turecké dluhopisy, spolu s fundamentálně extrémně slabým kurzem liry, jsme na současných tržních úrovních již silně pozitivní.

Měny

U kurzu **eura proti dolaru** nadále nevidíme důvod k prorazení hranice 1,20, která dle nás zůstane stropem pro nejbližší 2 - 3 čtvrtletí. Důvodem je opět měnová politika – americká centrální banka je nad očekávání jestřábí (zejména s ohledem na pokles jadrové inflace v posledních měsících) a ECB je naopak nad očekávání holubičí. Trh tak v říjnu přehodnotil svůj výhled na míru divergence měnových politik obou bank a nemyslíme si, že se znovu vrátí

k názoru ze srpna letošního roku. Hodnoty kurzu EUR proti dolaru kolem 1,20 totiž nejsou konzistentní s FED-em 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 neoslabila. Z logiky věci by vzhledem k její masivní překoupenosti oslabit měla, zahraniční spekulantů však zatím své zisky nevybírají a je nejasné, kdy tak učiní. Z krátkodobého hlediska tak nejspíš zůstane kolem stávajících úrovní (tj. mírně pod 26). Hlubšímu posílení bude bránit vybírání zisků, které dle nás kolem hranice 25,50 citelně zesiluje. Dlouhodobým trendem kvůli vyššímu růstu produktivity v ČR ve srovnání s EMU nadále zůstává posilování koruny, tempem zhruba 1,5 - 2% ročně.

U polského zlotého vidíme prostor pro apreciační tendenci v nejbližším období k hranici 4,20 PLN/EUR. Faktorem, který by zlotému mohl pomoci posílit rychleji pod tuto úroveň, je centrální banka. U ní v posledních měsících pozorujeme určitý příklon jestřábím směrem a pokud by došlo k dalšímu růstu poptávkové inflace, nabraly by na intenzitě spekulace o brzkém utažení měnové politiky, na které by zlotý pozitivně reagoval. Každopádně, fundamentálně je dle našeho hodnocení a výhledu dalšího ekonomického vývoje kurz zlotého podhodnocený a věříme jeho střednědobému apreciačnímu potenciálu vůči euru.

Maďarský forint má dle nás prostor 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 stále zdá, že takový moment je stále příliš daleko na to, aby se projevil ve vývoji kurzu forintu proti euru. V nejbližší době tak bude forint oscilovat mezi 305 a 315.

Globální akciové trhy

Akciové trhy by ve střednědobém horizontu měly nadále pozitivně přispívat kladnou výkonností v dynamických složkách portfolií. I když se například některé akcie amerických společností obchodují na valuačních ukazatelích nad svými dlouhodobými průměry, nízké úrokové sazby a dobrá kondice ekonomiky nás přesvědčují o jejich dalším růstovém potenciálu. Americké akcie by dále měly profitovat z možných reforem Donalda Trumpa (fiskální stimuly, snížení korporátních daní na 20%). Za kladné také považujeme silnou tvorbu volných peněžních prostředků většiny amerických společností. 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.

Akciové trhy střední a východní Evropy

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, Monetu nebo Kofolu. Z polských titulů se nám líbí mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, zpracovatel masa Tarczynski, finanční společnost GetBack, banky Pekao a Alior nebo leasingová společnost Prime Car Management. V Rumunsku jsme pozitivní na akcie rumunského restitučního fondu Fondul Proprietatea, zdravotnického konglomerátu MedLife, plynárenskou společnost Romgaz a Petrom, 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