

## ERGO pojišťovna

## ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ČERVENEC 2017

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



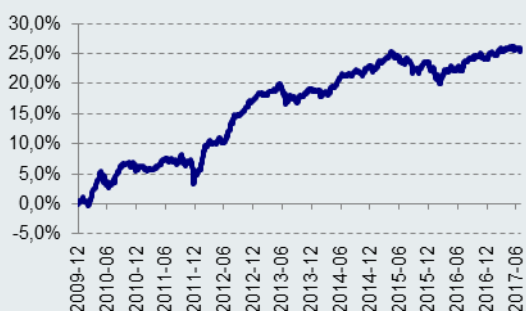
### Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **153,5334**  
 Výkonnost za poslední měsíc **1,28%**



### Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **140,5483**  
 Výkonnost za poslední měsíc **0,57%**



### Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **125,2513**  
 Výkonnost za poslední měsíc **-0,12%**

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

### DLUHOPISY – USA, EMU

Poté, co slova Draghiho pronesená koncem června na setkání v portugalské Sintře - kde (velmi) opatrně naznačil, že éra ultra volné měnové politiky se pomalu blíží ke konci – odstartovala výprodej na dluhopisových trzích, pokračoval tento trend i v první polovině července. Olej do ohně přilil zveřejněný zápis ze zasedání ECB, i když v něm nebylo nic extra nového. V zápisu z červnového zasedání ECB se objevila věta, že rada guvernérů diskutovala o odstranění zmínky o možnosti rozšíření programu QE, bude-li to potřeba, což je věta, která se v zápisu objevuje již léta. Německé desetileté výnosy se tak během července na chvíli dostaly až nad 60 b.b. Po celkem holubičím zasedání v červenci se nicméně v závěru měsíce vrátily na 55 b.b.

U amerických desetiletých výnosů jsme od konce první dekády července pozorovaly už jen pokles s tím, jak slabší data z reálné ekonomiky i utlumené inflační údaje snižovaly pravděpodobnost dalšího letošního utažení měnové politiky. Desetiletý výnos se tak z hodnot lehce pod 2,4% sesunul ke konci měsíce na dohled 2,25%.

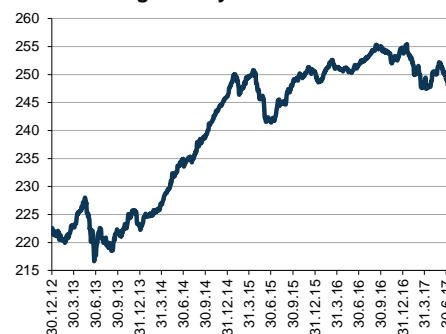
### DLUHOPISY – ČR

#### Během července se na český obligační trh

vrátili kupující z řad jak zahraničních, tak domácích institucionálních investorů a výnosy, které se na desetileté splatnosti dostaly počátkem července na chvíli až na 1,25%, zase relativně rychle poklesly k 1%. To souviselo mj. se sníženou emisní aktivitou Ministerstva financí, které v červenci nenabídlo žádnou aukci státních dluhopisů delších splatností, pouze velmi krátké pokladniční poukázky. Zahraniční investoři

dále drželi své sázky na posilování CZK a opětovně nakupovali dluhopisy zejména kratších a středních splatností. Proto v tomto segmentu došlo k výraznějšímu poklesu výnosů – dvouleté výnosy do splatnosti poklesly hlouběji do záporu, z -0,1% na -0,35%. To je dostalo nejnižší od skončení intervenčního režimu ČNB. Ve druhé polovině července se obchodování neslo ve výrazně letní atmosféře a výnosy se již výrazněji neměnily.

Bloomberg Barclays Czech Index



### DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

#### Polské dluhopisy

**Polská křivka se na svém dlouhém konci vyvíjela stejně jako německá či česká, když desetileté výnosy klesly ke konci druhé dekády až ke 3,25% (ceny rostly).** Poté se však směr otočil a ceny klesly - výnos desetiletých dluhopisů stoupl nad 3,3%, pod tlakem vyhocené vnitropolitické situace. Ta eskalovala do protestů v souvislosti s reformou justice, kterou polská vláda připravila a která ji dostala do ostrého sporu s Evropskou komisí. Prezident Duda sice část souvisejících zákonů vetoval, situaci to však prozatím zklidnilo pouze marginálně.

#### Turecké dluhopisy

Na trhu tureckých dluhopisů se během července neodehrály žádné dramatické pohyby. Desetileté výnosy v první polovině července vzrostly zhruba o 35 b.b. na 10,6%, poté však podobně jako jinde poklesly až na dohled 10,2%, meziměsíčně se tak změnilo minimálně. Na ekonomické frontě příznivě zapůsobil první citelnější pokles spotřebitelské inflace, zvýšené v prvním pololetí v důsledku dřívějšího oslabení TRY. Investoři se poté zaměřili na zasedání centrální banky na konci měsíce, v očekávání případné reakce (uvolnění) v nastavení měnové politiky. Vedení CBT však nechalo měnové podmínky utažené, což dodalo náhledu globálních investorů na turecká fixně úročená aktiva další podporu a projevilo se v citelném zvýšení přílivu zahraničních portfoliových investic do tureckých dluhopisů. Většímu růstu cen však po celý měsíc bránil zvýšený objem nově vydávaných obligací turecké vlády ve snaze zafinancovat vyšší rozpočtový deficit v letošním roce. Nepříznivým (geopolitickým) faktorem pak také byla slovní

válka mezi Tureckem a Německem, která na první výročí pokusu o převrat v roce 2016 nabrala v červenci na intenzitě.

## Firemní dluhopisy

Korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně zažily velmi pozitivní měsíc. V relativním vyjádření se dařilo zejména dluhopisům investičního stupně, ze sektorů pak především finančním institucím. Poptávku živil neutuchající příliv investic do fondů zaměřených na firemní dluhopisy investičního stupně spolu s pokračující nákupní aktivitou ECB, nabídka na primárním trhu byla naproti tomu utlučená. Pokračující komprese kreditních marží pomohla v neposlední řadě opatrnost centrálních bankéřů, kteří vesměs tlumili očekávání blížící se éry přísnějších měnověpolitických podmínek. Kreditní marže obligací spekulativního stupně také dále klesly, v relativním vyjádření o něco méně oproti segmentu investičního stupně.

Kreditní marže na trhu CDS v červenci také klesaly, celkově však o něco méně než marže v segmentu firemních dluhopisů. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) klesl o 4 body na 52 bodů. Index iTraxx Xover, obsahující emitenty ze spekulativního ratingového pásma, ubral 14 bodů na hodnotu 233 bodů.

## AKCIE

### Globální trhy

Červenec se nesl ve znamení spíše pozitivních zpráv, což se projevilo na ziscích amerických akcií (index S&P 500 1,9 %). Ceny akcií táhly vzhůru zejména dobré výsledky hospodaření společností za druhé čtvrtletí. Drtivá většina společností dokázala pozitivně překvapit a překonat odhady analytiků, zvláště se dařilo sektoru technologickému a zdravotnickému. Dobře vnímané bylo také oslabování dolaru vůči euru a dalším světovým měnám, což by mělo pomoci exportním firmám. Evropa jakoby si po parlamentních volbách ve Francii a při sílícím euru dávala oddech. Výsledková sezóna začala až koncem července a tak jsme se od evropských akcií nedočkaly výrazných změn (index DJ STOXX 600 -0,4 %).

Akcie na rozvíjejících trzích zažily v tomto roce zatím nejlepší měsíc. Index MSCI Emerging Markets připsal pěkné zhodnocení ve výši 5,48 % (v USD). Brazílské ekonomice se podařilo po dlouhých 8 kvartálech vyjít z recese, na což reagovaly akcie růstem o 4,80 %. Zdá se, že brazilská ekonomika je z nejhoršího venku a bude se nadále zotavovat. Silná globální poptávka a dobrá makroekonomická data pomohla také asijským trhům. Čínské akcie přidaly 1,94 %. Investoři v Indii (+ 5,15 %) pak reflektovali očekávané přínosy významné reformy nepřímých daní (Goods and Services Tax), která nabyla účinnosti 1. července.

MSCI World Index



### Středoevropské trhy

Středoevropské akcie pokračovaly v růstovém trendu a tak se všechny regionální trhy mohou pyšnit kladnou meziměsíční výkonností. Pěkná téměř 4 % si připsal polský akciový trh (index WIG30). Při růstu cen termálního uhlí s možným přenesením do cen tarifních cen elektřiny se převážně dařilo akciím utilit (Energia, Enea). Silné spotřebitelské prostředí se promítlo také na výkonnosti finančních institucí jako BZ WBK, ING a KRUK a společností prodávající obuv CCC nebo potraviny Eurocash. S postupným růstem importů zpracovaných ropných derivátů z Ruska a USA do Evropy a tím souvisejícím tlakem na rafinérské marže klesly akcie PKN Orlen a Lotos. Kladné zisky si připsaly i české (index PX 2,9 %) a maďarské (index BUX 1,6 %) akcie. Zvláště pěkného desetiprocentního zhodnocení dosáhly akcie Pegas Nonwovens, které reagovaly na nabídku na odkup akcií fondem R2G. Dařilo se i zbylým akciím, zvláště finančních institucí jako Erste Bank, Komerční banka, Moneta nebo Vienna Insurance Group. V Maďarsku stojí za zmínku menší propad akcií Magyar Telekom, reagujících na maďarskou akvizici rumunskou telekomunikační společností Digi, která povede k vyšším konkurenčním tlakům.

## STRUKTURA PORTFOLIÍ

### Dynamické portfolio

Dynamickému portfoliu se oproti minulému měsíci dařilo podstatně lépe. Cena podílové jednotky fondu vzrostla o 1,28 %. Červenec se nesl ve znamení spíše pozitivních zpráv, což se projevilo na ziscích amerických akcií (index S&P 500 1,9 %). Drtivá většina společností dokázala pozitivně překvapit a překonat odhady analytiků, zvláště se dařilo sektoru technologickému a zdravotnickému. Akcie na rozvíjejících trzích zažily v tomto roce zatím vůbec nejlepší měsíc. Index MSCI Emerging Markets připsal pěkné zhodnocení ve výši 5,48 % (v USD). Trhy žene vzhůru silná globální poptávka a dobrá makroekonomická data.

V červenci jsme do portfolia aktivně nezasahovali.

Nejvýkonnějším fondem Dynamického portfolia se stal fond HSBC GIF Latin American Equity A Cap, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení v základní měně ve výši 7,48 procenta. Na druhém konci spektra byl fond Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A, jenž odepsal 0,91 %.

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>0,19%</b>
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,18%	0,18%	0,19%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>2,36%</b>
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,20%	0,20%	1,84%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-0,10%	-0,10%	0,52%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>2,54%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,91%	-0,91%	1,53%
PARVEST Bond Euro High Yield	Evropa	EUR	0,60%	0,16%	0,52%
Templeton Global Bond	Globální	USD	-0,54%	-3,63%	0,49%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>4,24%</b>
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,05%	0,05%	4,24%
<b>Akciové fondy</b>					<b>90,66%</b>
Conseq Invest Akciový - Třída A	Středoevropský region	CZK	2,91%	2,91%	13,58%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	1,30%	-1,84%	9,62%
Parvest Equity USA	Spojené Státy	USD	1,44%	-1,71%	9,56%
FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	5,58%	2,30%	5,89%
Templeton Asian Growth	Asie (bez Japonska)	USD	5,54%	2,27%	5,85%
Franklin Mutual European	Evropa	EUR	0,44%	0,00%	5,63%
NN (L) European Equity	Evropa	EUR	-0,53%	-0,97%	5,53%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	-0,91%	-1,35%	5,49%
PARVEST Equity Best Selection Asia ex-Japan	Asie (bez Japonska)	EUR	0,30%	-0,14%	4,78%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap	Latinská amerika	USD	7,48%	4,15%	4,72%
Parvest Equity Japan	Japonsko	JPY	0,32%	-1,61%	3,71%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	0,87%	-2,26%	3,38%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	-0,23%	-0,67%	2,99%
Templeton Asian Smaller Companies Fund (1009) USD	Asie (bez Japonska)	USD	3,13%	-0,07%	2,85%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	0,63%	0,19%	2,73%
Templeton Frontier Markets Fund	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-0,60%	-3,68%	2,13%
Parvest Equity Russia Opportunity	Rusko	USD	3,13%	-0,07%	0,90%
Parvest Equity Turkey	Turecko	EUR	1,98%	1,53%	0,67%
Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	Japonsko	JPY	-0,08%	-2,00%	0,64%

## Vyvážené portfolio

Vyváženému portfoliu se oproti minulému měsíci dařilo podstatně lépe. Cena podílové jednotky fondu vzrostla o 0,57 %. Červenec se nesl ve znamení spíše pozitivních zpráv, což se projevilo na ziscích amerických akcií (index S&P 500 1,9 %). Drtivá většina společností dokázala pozitivně překvapit a překonat odhady analytiků, zvláště se dařilo sektoru technologickému a zdravotnickému. Akcie na rozvíjejících trzích zažily v tomto roce zatím vůbec nejlepší měsíc. Index MSCI Emerging Markets připsal pěkné zhodnocení ve výši 5,48 % (v USD). Trhy žene vzhůru silná globální poptávka a dobrá makroekonomická data. Korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně zažily pozitivní měsíc. V relativním vyjádření se dařilo zejména dluhopisům investičního stupně, ze sektorů pak především finančním institucím. Poptávku živil neutuchající příliv investic do fondů zaměřených na firemní dluhopisy investičního stupně spolu s pokračující nákupní aktivitou ECB, nabídka na primárním trhu byla naproti tomu utlumená.

V červenci jsme do portfolia aktivně nezasahovali.

Nejvýkonnějším fondem Vyváženého portfolia se stal fond HSBC GIF Latin American Equity A Cap, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení v základní měně ve výši 7,48 procenta. Na druhém konci spektra byl fond Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A, jenž odepsal 0,91 %.

Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	MTD Výkonnost		
			v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
<b>Fondy krátkodobých investic</b>					<b>17,59%</b>
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,18%	0,18%	17,59%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>22,88%</b>
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,20%	0,20%	11,46%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-0,10%	-0,10%	11,41%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>9,62%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,91%	-0,91%	5,63%
PARVEST Bond Euro High Yield	Evropa	EUR	0,60%	0,16%	2,06%
Templeton Global Bond	Globální	USD	-0,54%	-3,63%	1,93%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>4,39%</b>
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,05%	0,05%	4,39%
<b>Akciové fondy</b>					<b>45,53%</b>
Conseq Invest Akciový - Třída A	Středoevropský region	CZK	2,91%	2,91%	6,46%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	1,30%	-1,84%	4,84%
Parvest Equity USA	Spojené Státy	USD	1,44%	-1,71%	4,82%
FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	5,58%	2,30%	3,08%
Templeton Asian Growth	Asie (bez Japonska)	USD	5,54%	2,27%	2,96%
Franklin Mutual European	Evropa	EUR	0,44%	0,00%	2,79%
NN (L) European Equity	Evropa	EUR	-0,53%	-0,97%	2,77%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	-0,91%	-1,35%	2,72%
PARVEST Equity Best Selection Asia ex-Japan	Asie (bez Japonska)	EUR	0,30%	-0,14%	2,50%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap	Latinská amerika	USD	7,48%	4,15%	2,43%
Parvest Equity Japan	Japonsko	JPY	0,32%	-1,61%	1,88%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	0,87%	-2,26%	1,68%
Templeton Asian Smaller Companies Fund (1009) USD	Asie (bez Japonska)	USD	3,13%	-0,07%	1,49%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	-0,23%	-0,67%	1,48%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	0,63%	0,19%	1,35%
Templeton Frontier Markets Fund	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-0,60%	-3,68%	1,13%
Parvest Equity Russia Opportunity	Rusko	USD	3,13%	-0,07%	0,46%
Parvest Equity Turkey	Turecko	EUR	1,98%	1,53%	0,35%
Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	Japonsko	JPY	-0,08%	-2,00%	0,33%

## Konzervativní portfolio

Konzervativní portfolio odepsalo v červenci mírnou ztrátu 0,12 %. Do konzervativní složky jsme tento měsíc nezasahovali.

Nejvýkonnějším dluhopisovým fondem Konzervativního portfolia se stal fond PARVEST Bond Euro High Yield, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení v základní měně ve výši 0,60 procenta. Významněji zastoupené fondy připsaly zisky: Conseq Invest Konzervativní 0,18 % a Conseq Invest Dluhopisový 0,20 %, i ztráty: Conseq korporátních dluhopisů -0,10 %. Akciovým fondům v portfoliu se v červenci dařilo.

Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	MTD Výkonnost		
			v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
<b>Fondy krátkodobých investic</b>					<b>27,43%</b>
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,18%	0,18%	27,43%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>48,42%</b>
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,20%	0,20%	24,26%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-0,10%	-0,10%	24,16%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>13,66%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,91%	-0,91%	6,54%
PARVEST Bond Euro High Yield	Evropa	EUR	0,60%	0,16%	4,87%
Templeton Global Bond	Globální	USD	-0,54%	-3,63%	2,25%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>4,22%</b>
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,05%	0,05%	4,22%
<b>Akciové fondy</b>					<b>6,27%</b>
NN (L) Emerging Markets High Dividend	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,98%	0,98%	1,94%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	1,30%	-1,84%	1,37%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	-0,91%	-1,35%	1,17%
Conseq Invest Akciový - Třída A	Středoevropský region	CZK	2,91%	2,91%	0,80%
NN (L) Japan Equity	Japonsko	CZK	0,47%	0,47%	0,33%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	0,87%	-2,26%	0,28%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	-0,23%	-0,67%	0,22%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	0,63%	0,19%	0,16%

## DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.07.2017



Struktura portfolia ke dni 30.06.2017



## VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.07.2017



Struktura portfolia ke dni 30.06.2017



## KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.07.2017



Struktura portfolia ke dni 30.06.2017



## České dluhopisy

## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Po červnovém nárůstu výnosů v reakci na komentáře guvernéra ECB Draghiho je klíčovou otázkou, zda tyto komentáře lze označit za ekvivalent Bernankeho řeči z května 2015, tj. zda lze mluvit o (dlouho očekávaném) momentu začátku konce ultra uvolněné měnové politiky posledních let. Domníváme se, že signál k setrvalejšímu růstu obligačních výnosů (poklesu cen dluhopisů) přijde v momentě, kdy ECB oznámí, že začne utlumovat program odkupu aktiv, což komentáře vedení ECB prozatím neobsahovaly. Každopádně ekonomický vývoj v eurozóně nadále podporuje očekávání, že k tomuto kroku dojde v průběhu druhé poloviny letošního roku. Rostoucí požadované výnosy EUR dluhopisů pak budou tlačit na vyšší úroveň i jejich české protějšky. Česká makroekonomická situace (růst tažený silnou domácí poptávkou, rekordně nízká nezaměstnanost, akcelerace mzdové dynamiky, přehřívání realitního sektoru) přitom jednoznačně mluví ve prospěch pokračování v srpnu započatého cyklu zvyšování úrokových sazeb ČNB, byť aktuální prognóza centrální banky počítá s dalším zvýšením sazeb až kolem poloviny příštího roku.

Riziko možného negativního vývoje cen českých dluhopisů navíc nadále zvyšuje situace na devizovém trhu, konkrétně překoupenost české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž nadále uložena právě v českých dluhopisech – výrazný (historicky bezprecedentní) růst podílu zahraničních investorů státních dluhopisů na celkové držbě (v polovině 2017 již více než 45%, tj. přes dvojnásobek podílu z května 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 z pozic v koruně minimálně z části vystoupí, je tento scénář velmi pravděpodobný.

**Dluhopisové trhy  
střední a východní  
Evropy**

**Polská riziková prémie vůči německým dluhopisům zůstala v červenci bez změny na úrovni lehce pod 280 b.b.** Vzhledem k tomu, že už vyprchalo přesvědčení posledních měsíců, že budou kvůli nárůstu inflace brzy růst sazby centrální banky, že na polskou vládu si již investoři převážně zvykli (byť reakce na reformu justice byla mírně negativní) a za předpokladu, že na hlavních světových obligačních trzích převládne spíše stabilizace úrovně požadovaných výnosů, dle nás mohou výnosy dluhopisů postupně klesat (ceny růst), a to za současného utážení premie vůči německým na cca 250 - 270 bodů. Později se však bude muset tento trend zastavit, neboť očekáváme, že Polská centrální banka bude nucena přece jen přistoupit k utážení politiky před tím, než tak učiní ECB.

**Turecké výnosy jsou na stále dvouciferných úrovních atraktivní, problémem nicméně nadále zůstává donedávna urychlující vysoká inflace.** Dle posledních údajů se se však již inflace velmi pravděpodobně stabilizovala – po opětovném mírném vzestupu v dalších měsících vlivem bazického efektu by měla výrazněji klesnout začátkem příštího roku. 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 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 červenci dostal nad 1,18 a vyplňuje se tak náš scénář, že se ve druhé polovině roku podívá směrem k 1,20. Čím blíže se však dostáváme k této hranici, tím pravděpodobnější je korekce – trh, jak už bylo zmíněno, nyní počítá s ohlášením začátku konce



QE pro letošek, což však kvůli nízké inflaci v EMU není zdaleka tak jisté, a také s tím, že FED zůstane „u zdi“. Prostor pro posílení kurzu eura nad 1,20 v letošním roce tak nevidíme.

**U koruny** nevidíme prostor pro další posílení, naopak vnímáme silné riziko, že koruna v horizontu měsíců oslabí k hranici (možná i přes) 27 CZK/EUR. Stane se tak v případě, že dostatečné množství spekulantů bude chtít své dlouhé korunové pozice rychle uzavřít; spouštěčem může být například nižší než očekávaná inflace v ČR či maturující státní dluhopisy v červenci / srpnu, které v lednu letošního roku hojně nakupovali právě spekulativní investoři. Případné výraznější oslabení by pak eventuálně tlumila ČNB. Dlouhodobým trendem kvůli vyššímu růstu produktivity zde než v EMU nadále zůstává posilování koruny, tempem zhruba 2% ročně.

**U polského zlatého** silná data z polské ekonomiky, stále příznivé vnější prostředí, posilující euro proti dolaru i trvající solidní úrokový diferenciál nahrávají znovuobnovení trendu posilování zlatého z první poloviny letošního roku. Zlotému však pod nohy po delší době opět hází nemalé klacky polská vláda.

**Maďarský forint** má dle nás potenciál posílit k či i pod hranici 300 HUF/EUR. Spouštěčem může být centrální banka, která v dohledné době přejde do módu, kdy už nebude akcentovat možnost dalšího uvolnění měnových podmínek a kdy její komunikace bude vyrovnanější. V tu chvíli pak mohou převážít příznivé makroekonomické fundamenty v čele s citelným přebytkem obchodní bilance, solidním růstem a příznivým fiskálním vývojem.

Akcie jsou námi nadále preferovanou třídou 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 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**