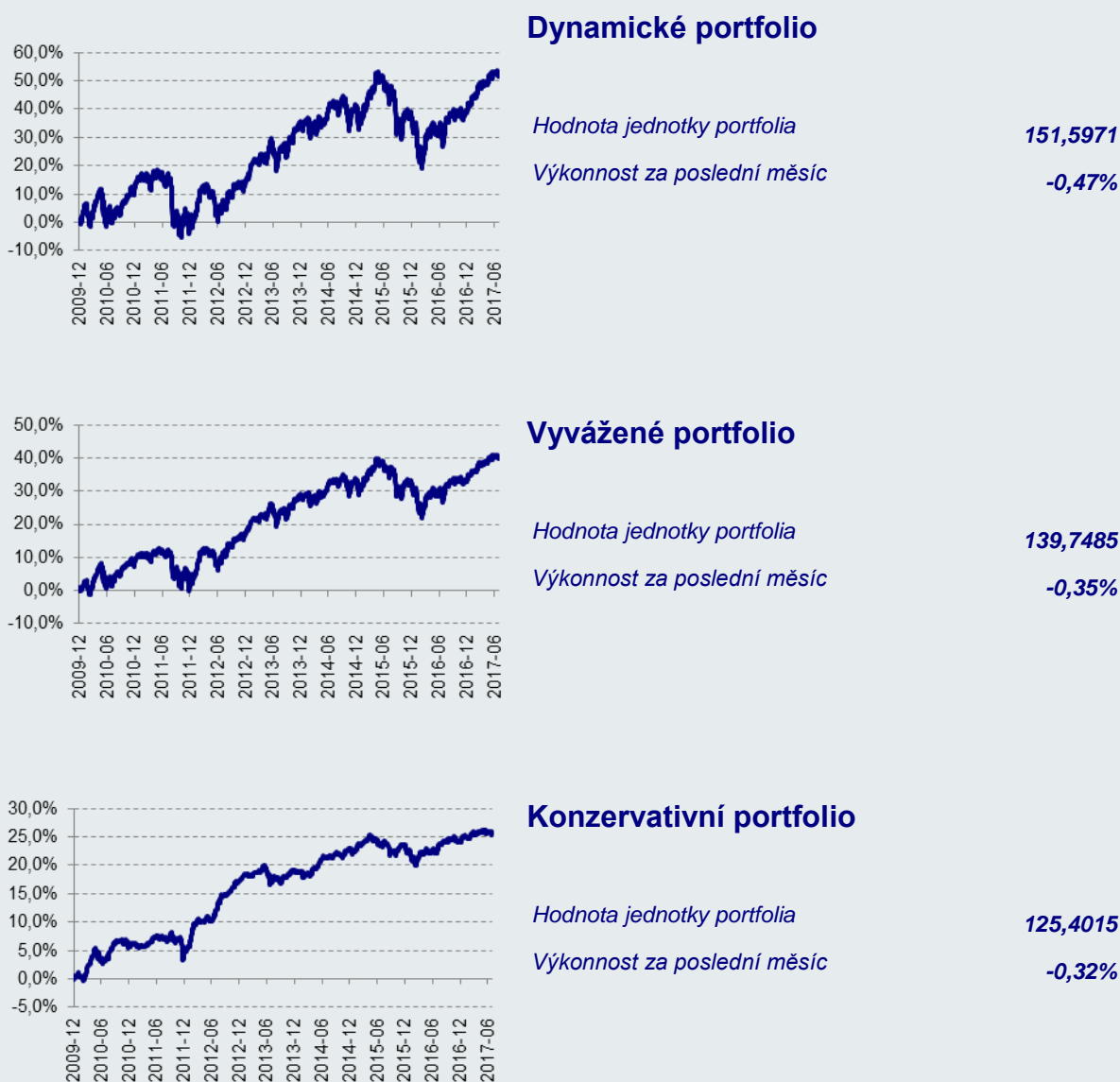


ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ČERVEN 2017

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

□ DLUHOPISY – USA, EMU

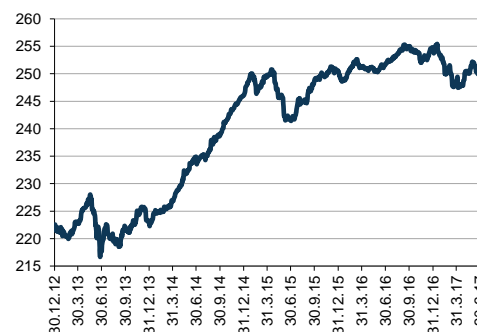
Německé desetileté výnosy zůstávaly během většiny minulého měsíce na úrovních nižších než koncem května, tj. kolem 25 b.b. V poslední dekádě června však významně vyrostly a koncem června se nacházely až nad 45 b.b., tj. nejvýše od března letošního roku. Spouštěčem výprodeje byla slova guvernéra ECB Draghiho pronesená na setkání v portugalské Sintře, kde (velmi) opatrně naznačil, že éra ultra volné měnové politiky se blíží ke konci. Z jeho (vcelku nevinného) povídání, které oproti prohlášení a tiskovce po zasedání začátkem června nepřineslo nic nového, tj. že ekonomika je sice z nejhoršího nebezpečí (deflace) venku, že však nadále vyžaduje masivní měnovou stimulaci, si trh vzal jenom první polovinu: kromě výnosů se na roční maximum vůči dolaru dostalo i euro. Podobně zareagovaly i krátké výnosy, dvouletý vládní výnos se dostal na nejvyšší hodnotu (-55 b.b.) od června minulého roku.

Americké desetileté výnosy se vyvíjely úplně stejně – většinu června byly v klidu, v případě desetiletých oscilujíc kolem letošních minim (2,20%), a až v jeho poslední dekádě vystřelily směrem ke 2,40%. Dvouleté výnosy se přehoupaly přes 1,40%, což je nejvýše od roku 2008.

□ DLUHOPISY – ČR

Během června výrazně poklesly ceny (vzrostly požadované výnosy) zejména dlouhodobých českých vládních dluhopisů, a to vlivem vývoje v Eurozóně. Výnos desetiletých dluhopisů se tak z hodnot kolem 0,60%, kam vyklesal koncem května, posouval postupně vzhůru až nad 1,0%. Ceny dluhopisů delších splatností se tak vrátily poblíž minim z března/dubna, předtím, než jim pomohly nákupy zahraničních investorů odrážející zahrnutí českých obligací do EM indexů JP Morgan. Na krátkém konci výnosy vzrostly také, ale o něco méně dramaticky – dvouletý výnos vzrostl o zhruba 20 b.b. na – 10 b.b.

Bloomberg Barclays Czech Index



□ DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Ani polská křivka samozřejmě nemohla na svém dlouhém konci nereagovat na vývoj v Eurozóně. Desetileté výnosy pod vlivem výprodejů německých výnosů vzrostly zhruba o 20 bodů na 3,40%. Na krátkém konci se nic takového nestalo, růstu výnosů zamezila nižší než očekávaná inflace a také holubičí centrální banka, která slibuje stabilní sazby na dlouhou dobu. Dvouleté výnosy tak klesly na 1,9%, nejnižší od listopadu minulého roku.

Turecké dluhopisy

U tureckých dluhopisů se během června neodehrály žádné výraznější pohyby, desetileté výnosy během celého června setrvaly lehce nad 10%. Ani koncem měsíce nezaznamenaly výraznější pohyb v reakci na růst výnosů na hlavních obligačních trzích – podporou jim byl silící zájem z řad zahraničních investorů, navyšující své snížené pozice na tureckém trhu v očekávání obratu ve vývoji inflace v důsledku atraktivních reálných úrokových sazeb.

Firemní dluhopisy

Korporátní dluhopisy neinvestičního i investičního stupně na obou stranách Atlantiku zůstaly vůči tržnímu vývoji v segmentu státních obligací rezistentní. Kreditní marže v průměru stagnovaly v případě dluhopisů investičního stupně a dále klesly v sektoru vysoce úročených obligací ve spekulativním ratingovém pásmu. Probíhající ekonomická expanze jak v Evropě, tak USA a dalších regionech včetně rozvíjejících se zemí, podporuje korporátní výsledky a pozitivně ovlivňuje očekávání jejich dalšího vývoje, což je pro firemní dluhopisy důležitým cenotvorným faktorem.

Kreditní marže na trhu CDS v červnu prodloužily sestupný (pokles požadovaných marží) trend z předešlých měsíců. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských

korporátů investičního stupně) klesl o dalších 6 bodů na 56 bodů. Index iTraxx Xover, obsahující emitenty ze spekulativního ratingového pásma, ubral taktéž shodně 6 b na 247 bodů.

AKCIE

Globální trhy

Vyspělé akciové trhy s blížícími se prázdninami více méně přešlapovaly na místě. Americké akciové trhy (index S&P 500) si připsaly 0,5 procentního bodu. Dařilo se především bankovnímu sektoru, jenž reagoval na zvýšení základní úrokové sazby americkou centrální bankou. Naproti tomu se nedařilo sektorům s vyššími dividendovými výnosy a to utilit a telekomunikacím, které naopak při růstu výnosů zpravidla ztrácejí. Téměř tří procentní propad zažily evropské akcie (index DJ STOXX 600).

MSCI World Index



Spouštěčem výběrů zisků byla výhra Macronova hnutí v parlamentních volbách ve Francii a nízký zisk křesel konzervativců premiérky Mayové v dolní komoře. I v případě evropských akcií, při opatrnější rétorice ECB, se nejlépe vedlo akciím bank, nejhůře pak telekomunikačním společnostem.

V červnu akcie na rozvíjejících trzích v souhrnu rostly, oproti předcházejícímu měsíci však podstatně pomaleji. Index MSCI Emerging Markets připsal zhodnocení ve výši 0,54 % (v USD). Bez významnějších nových kurzotvorných zpráv čínské akcie vzrostly meziměsíčně o 0,35 %, indické pak o nepatrných 0,1 %. Za pokračujícím růstem stojí stále solidní regionální makroekonomická data podpořená relativní politickou stabilitou. Podobná čísla dorazila i z Brazílie (+0,30 %), kde aktuální data potvrzují postupné ožívování tamní ekonomiky, a to i přes nízkou popularitu prezidenta Temera.

Středoevropské trhy

V rámci střední Evropy se solidně vedlo polským akciím (WIG30 +1,9 %). Slušných výkonností dosáhly akcie utilit, které zaostávaly v minulých měsících. Určitý výběr zisků pak probíhal na akciích bank a to jednak z důvodu dobrých výkonností v minulých měsících, tak také při ochlazení očekávání budoucího růstu základních měnově politických úrokových sazeb. Za jednoprocenním růstem maďarského indexu BUX byla banka OTP, která nyní těží z ruské a ukrajinské části byznysu, respektive tamních vysokých požadovaných úrokových výnosů a posilujících měn. Zajímavou událostí byl vstup na burzu maďarské logistické společnosti Waberer's International. Waberer disponuje největší flotilou kamionů v Evropě, přičemž se i nadále bude snažit o organický růst ve spojení s akvizicemi konkurentů. Akcie obchodované v Praze ve většině případů ztrácely (index PX -1,1 %). Výjimkou byly akcie Fortuny a s ní spojené spekulace na zvýšení odkupní ceny ze strany Penta. Solidních zisků dosáhly také akcie Unipetrol a Philip Morris. V červených číslech skončila většina finančních titulů.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Dynamické portfolio odepsalo v červnu mírnou ztrátu. Cena podílové jednotky fondu poklesla o 0,47 %. Téměř tři procentní propad zažily evropské akcie (index DJ STOXX 600). Spouštěčem výběrů zisků byla výhra Macronova hnutí v parlamentních volbách ve Francii a nízký zisk křesel konzervativců premiérky Mayové v dolní komoře. Americké akciové trhy (index S&P 500) si připsaly 0,5 procentního bodu. Nejlépe se vedlo akciím na rozvojových trzích, Index MSCI Emerging Markets připsal zhodnocení ve výši 0,54 % (v USD).

V rámci akcií investovaných na rozvojových trzích jsme se rozhodli o něco snížit nadvážení Asie a o tuto část zvýšit expozici na latinskou Ameriku. K tomuto kroku jsme se rozhodli hlavně z valuačního hlediska, protože aktuálně jsou akcie v latinské Americe jedny z nejlépejších na trhu vůbec.

Nejvýkonnějším fondem Dynamického portfolio se stal fond Parvest Equity Australia Classic EUR, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení v základní měně ve výši 2,78 procenta. Na druhém konci spektra byl fond Parvest Equity Russia Opportunity, jenž odepsal 3,28 %.

Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	MTD Výkonnost			Rozložení portfolia
			v z. měně	v měně portfolia		
Fondy krátkodobých investic						0,19%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,10%	0,10%		0,19%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia						2,32%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	-0,04%	-0,04%		1,83%
Conseq korporátních dluhopisu, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-0,28%	-0,28%		0,48%
Dluhopisové fondy - ostatní						2,53%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,31%	-1,31%		1,52%
Templeton Global Bond	Globální	USD	0,68%	-1,86%		0,52%
PARVEST Bond Euro High Yield	Evropa	EUR	-0,03%	-0,88%		0,49%
Fondy alternativních investic						4,24%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	1,34%	1,34%		4,24%
Akciové fondy						90,73%
Conseq Invest Akciový - Třída A	Středoevropský region	CZK	-1,17%	-1,17%		13,25%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	0,65%	-1,88%		9,81%
Parvest Equity USA	Spojené Státy	USD	0,37%	-2,16%		9,73%
FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	1,83%	-0,73%		5,76%
Templeton Asian Growth	Asie (bez Japonska)	USD	0,00%	-2,52%		5,67%
Franklin Mutual European	Evropa	EUR	-2,13%	-2,96%		5,63%
NN (L) European Equity	Evropa	EUR	-2,34%	-3,17%		5,59%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	-2,74%	-3,57%		5,58%
PARVEST Equity Best Selection Asia ex-Japan	Asie (bez Japonska)	EUR	-0,44%	-1,29%		4,85%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap	Latinská amerika	USD	-0,21%	-2,72%		4,55%
Parvest Equity Japan	Japonsko	JPY	2,23%	-1,30%		3,81%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	1,59%	-0,97%		3,47%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	-1,24%	-2,08%		3,05%
Templeton Asian Smaller Companies Fund (1009) USD	Asie (bez Japonska)	USD	0,62%	-1,91%		2,88%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	2,78%	1,90%		2,70%
Templeton Frontier Markets Fund	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	2,68%	0,09%		2,19%
Parvest Equity Russia Opportunity	Rusko	USD	-3,28%	-5,72%		0,88%
Parvest Equity Turkey	Turecko	EUR	1,48%	0,62%		0,67%
Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	Japonsko	JPY	2,22%	-1,31%		0,66%

Vyvážené portfolio

Vyvážené portfolio odepsalo v červnu mírnou ztrátu. Cena podílové jednotky fondu poklesla o 0,35 %. Téměř tři procentní propad zažily evropské akcie (index DJ STOXX 600). Spouštěčem výběrů zisků byla výhra Macronova hnutí v parlamentních volbách ve Francii a nízký zisk křesel konzervativců premiérky Mayové v dolní komoře. Americké akciové trhy (index S&P 500) si připsaly 0,5 procentního bodu. Nejlépe se vedlo akciím na rozvojových trzích, Index MSCI Emerging Markets připsal zhodnocení ve výši 0,54 % (v USD). Příliš se nevedlo ani dluhopisům, jejichž ceny také klesaly.

V rámci akcií investovaných na rozvojových trzích jsme se rozhodli o něco snížit nadvážení Asie a o tuto část zvýšit expozici na latinskou Ameriku. K tomuto kroku jsme se rozhodli hlavně z valuačního hlediska, protože aktuálně jsou akcie v latinské Americe jedny z nejlevnějších na trhu vůbec.

Nejvýkonnějším fondem Dynamického portfolio se stal fond Parvest Equity Australia Classic EUR, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení v základní měně ve výši 2,78 procenta. Na druhém konci spektra byl fond Parvest Equity Russia Opportunity, jenž odepsal 3,28 %.

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					17,53%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,10%	0,10%	17,53%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					22,90%
Conseq korporátních dluhopisu, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-0,28%	-0,28%	11,48%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	-0,04%	-0,04%	11,43%
Dluhopisové fondy - ostatní					9,70%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,31%	-1,31%	5,66%
Templeton Global Bond	Globální	USD	0,68%	-1,86%	2,03%
PARVEST Bond Euro High Yield	Evropa	EUR	-0,03%	-0,88%	2,02%
Fondy alternativních investic					4,37%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	1,34%	1,34%	4,37%
Akciové fondy					45,50%
Conseq Invest Akciový - Třída A	Středoevropský region	CZK	-1,17%	-1,17%	6,28%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	0,65%	-1,88%	4,90%
Parvest Equity USA	Spojené Státy	USD	0,37%	-2,16%	4,86%
FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	1,83%	-0,73%	2,99%
Templeton Asian Growth	Asie (bez Japonska)	USD	0,00%	-2,52%	2,87%
Franklin Mutual European	Evropa	EUR	-2,13%	-2,96%	2,81%
NN (L) European Equity	Evropa	EUR	-2,34%	-3,17%	2,79%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	-2,74%	-3,57%	2,78%
PARVEST Equity Best Selection Asia ex-Japan	Asie (bez Japonska)	EUR	-0,44%	-1,29%	2,53%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap	Latinská amerika	USD	-0,21%	-2,72%	2,35%
Parvest Equity Japan	Japonsko	JPY	2,23%	-1,30%	1,93%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	1,59%	-0,97%	1,74%
Templeton Asian Smaller Companies Fund (1009) USD	Asie (bez Japonska)	USD	0,62%	-1,91%	1,51%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	-1,24%	-2,08%	1,51%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	2,78%	1,90%	1,36%
Templeton Frontier Markets Fund	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	2,68%	0,09%	1,18%
Parvest Equity Russia Opportunity	Rusko	USD	-3,28%	-5,72%	0,43%
Parvest Equity Turkey	Turecko	EUR	1,48%	0,62%	0,35%
Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	Japonsko	JPY	2,22%	-1,31%	0,34%

Konzervativní portfolio

Konzervativní portfolio odepsalo v červnu mírnou ztrátu 0,32 %. Do konzervativní složky jsme tento měsíc nezasahovali.

Nejvýkonnějším dluhopisovým fondem Konzervativního portfolio se stal fond Templeton Global Bond, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení v základní měně ve výši 0,68 procenta. Významněji zastoupené fondy připsaly zisky: Conseq Invest Konzervativní 0,10 %, i ztráty: Conseq korporátních dluhopisů -0,28 % a Conseq Invest Dluhopisový -0,04 %. Výnos akciové složky nejvíce ovlivnil téměř tři procentní propad evropských akcií (index DJ STOXX 600).

Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	MTD Výkonnost		
			v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Fondy krátkodobých investic					27,46%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,10%	0,10%	27,46%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					48,63%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	-0,04%	-0,04%	24,33%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	-0,28%	-0,28%	24,30%
Dluhopisové fondy - ostatní					13,59%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,31%	-1,31%	6,44%
PARVEST Bond Euro High Yield	Evropa	EUR	-0,03%	-0,88%	4,89%
Templeton Global Bond	Globální	USD	0,68%	-1,86%	2,26%
Fondy alternativních investic					4,18%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	1,34%	1,34%	4,18%
Akciové fondy					6,15%
NN (L) Emerging Markets High Dividend	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,47%	-1,47%	1,83%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	0,65%	-1,88%	1,36%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	-2,74%	-3,57%	1,19%
Conseq Invest Akciový - Třída A	Středoevropský region	CZK	-1,17%	-1,17%	0,78%
NN (L) Japan Equity	Japonsko	CZK	2,53%	2,53%	0,31%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	1,59%	-0,97%	0,29%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	-1,24%	-2,08%	0,22%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	2,78%	1,90%	0,16%

DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 30.06.2017



Struktura portfolia ke dni 31.05.2017



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 30.06.2017

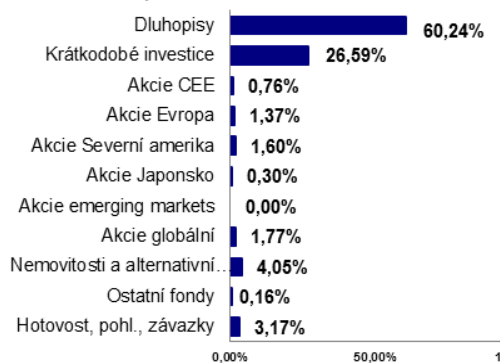


Struktura portfolia ke dni 31.05.2017

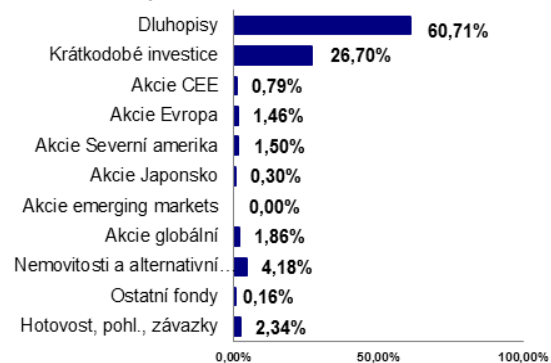


KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 30.06.2017



Struktura portfolia ke dni 31.05.2017



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

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 Draghiho komentář (prozatím) neobsahoval. Každopádně ekonomický vývoj v eurozóně poměrně přesvědčivě 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. Navíc, česká makroekonomická situace mluví ve prospěch brzkého začátku cyklu zvyšování úrokových sazeb ČNB, jejíž představitelé tento scénář zatím potvrzují, i přes dosavadní posílení CZK po ukončení intervenčního režimu v dubnu.

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 květnu 2017 přes 40%, tj. dvojnásobek podílu z května 2016 a cca 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.

Dle našeho očekávání z minulých měsíců se polská riziková prémie i v červnu dále utáhla, vůči německým dluhopisům se tak dostala na 280 bazických bodů. Vzhledem k tomu, že už vyprchalo přesvědčení posledních měsíců, že budou kvůli nárůstu inflace brzy růst sazby centrální banky (což rozptýlilo jak několik posledních zasedání MPC, tak zpomalující inflace), že na polskou vládu si už každý zvykl a za předpokladu, že na hlavních světových obligačních trzích uvidíme stabilizaci současného vzestupu požadovaných výnosů, očekáváme ještě další mírný pokles výnosů (růst cen dluhopisů). Výnosová prémie k německým protějškům by tak mohla dále klesnout 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 utažení 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 – v červnu toto potvrzovaly údaje jádrové inflace, začátkem července pak už všech složek spotřebitelské inflace. V dalších měsících by se měl prosadit vliv opadajícího minulého oslabení liry, nižších cen komodit a potravin a inflace by se měla dostat zpět na jednociferné hodnoty. Z hlediska výhledu cen tureckých dluhopisů je to příznivý scénář – musí však být doprovázen ponecháním současného přísnějšího nastavení měnové politiky, opětovnou stabilizací nyní uvolněné fiskální politiky a v neposlední řadě relativně příznivým náhledem globálních investorů na rozvíjející se trhy.

Kurz eura proti dolaru se v červnu dostal nad 1,14 a zatím se tak vyplňuje scénář, že se v průběhu letošního roku podívá nad 1,15. Pro scénář posílení eura přes tuto hranici mluví silné cyklické oživení v EMU, a naše očekávání, že ECB ve druhé polovině roku explicitně ohlásí utlumování programu odkupu aktiv (tzv. „tapering“). Rovněž v první polovině roku minimálně na nejbližších 12 měsících rok zmizela politická rizika (viz francouzské volby). Naproti tomu však

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Měny

mezitím dojde ve Spojených státech k posunu v neutralizaci měnové politiky FEDu, který dle našeho názoru do konce příštího roku kumulativně zvedne úrokové sazby více, než kolik je zaneseno v tržních očekáváním. To by dolaru mohlo dodat ztracený lesk v nejbližších měsících – předtím, než se trvaleji prosadí trend postupného posilování společné evropské měny.

U koruny nevidíme v blízké době prostor pro další viditelnější posílení, naopak vnímáme riziko, že koruna v horizontu měsíců oslabí zpět k hranici 27. Stalo by 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 nad hranici 27 by eventuálně 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 tamní ekonomiky, stále příznivé vnější prostředí, posilující euro proti dolaru i trvajících atraktivní úrokový diferenciál nahrávají znovuoobnovení trendu posilování zlotého z první poloviny letošního roku.

Maďarský forint má dle nás potenciál posílit a vymanit se tak z poměrně úzkého pásma, kde se v letošním roce pohybuje. Spouštěčem by měla 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 převážit příznivé makroekonomické fundamenty v čele s citelným přebytkem obchodní bilance, solidním růstem a příznivým fiskálním vývojem.

Akciovým trhům nadále věříme. Americkým akciím by mohlo pomoci slibované snížení korporátních daní ze současných 35 % a zároveň alespoň část plánovaných investic do infrastruktury by měla být dalším stimulem pro americkou ekonomiku a čisté zisky korporací.

Mnohé akciové trhy tak dle nás nabízí zajímavé **růstové příležitosti**, jejichž atraktivita spočívá i z pohledu relativního srovnání s jinými třídami aktiv, jako například dluhopisy. Velice **nízkých valuačních hodnot** dosahují akciové **rozvíjející se trhy**. Také **evropské akciové trhy** se nachází **pod svými valuačními historickými průměry**, co se P/B, P/E nebo dividendových výnosů týká. Z valuačního hlediska se jako nejméně atraktivní jeví americké akcie. Ty se ve srovnání s historickými průměry obchodují s premií, avšak tyto vyšší ceny jsou kompenzovány, ve srovnání s Evropou, vyšším hospodářským růstem nebo silnějším pracovním trhem. Z valuačního hlediska mohou být podporou akciím nadále uvolněné měnové politiky centrálních bank. Při investování do akcií však **musíme počítat se zvýšenou volatilitou**, která nás, při současných úrovních akciových indexů, bude v následujících letech provázet.

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 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