

ERGO pojišťovna

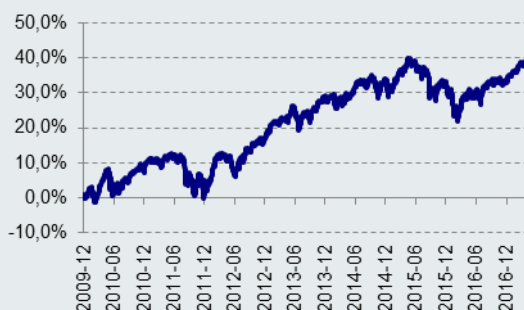
ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC DUBEN 2017

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **151,5725**
 Výkonnost za poslední měsíc **1,41%**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **138,8522**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,74%**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **125,7848**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,15%**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Německé výnosy v první polovině dubna pokračovaly v poklesu, který koncem března nastartovaly výroky čelních představitelů ECB (člen Bankovní rady Erkki Liikanen, hlavní ekonom P.Praet a jiní) chladící očekávání brzkého růstu sazeb. V dubnu pak tento trend dále přizivila obava z výsledku francouzských prezidentských voleb, v jejímž důsledku desetileté německé výnosy poklesly až na 25 b.b. a riziková prémie francouzských výnosů nad německými se roztáhla až nad 70 b.b. Poté, co se do druhého kola probojoval E.Macron, kterého průzkumy (které se v prvním kole do výsledku trefily) pasovaly za vítěze, se německé dluhopisy výnosově vrátily na vyšší úroveň a riziková prémie mezi Francií a Německem se utáhla na 50 b.b. Německé desetileté výnosy tak skončily měsíc tam, kde je začínaly, tj. lehce nad 30 b.b. Podobný vývoj byl i na krátkém konci křivky.

Obdobný průběh měl i vývoj amerických Treasuries. Do poloviny měsíce výnos desetiletého vládního dluhopisu poklesl až pod 2,20% (cena rostla), poté však zamířil opět nahoru a měsíc skončil kolem 2,30%, tj. zhruba o 10 bps pod hodnotou z konce března. Obecně se tak jednalo o omezený pohyb bez podstatnějších a trvalejších makroekonomických zdůvodnění.

DLUHOPISY – ČR

Během dubna došlo k výraznému poklesu sklonu české výnosové křivky. Ten byl způsobený jak růstem výnosů na krátkém konci, tak (byť mírnějším) poklesem výnosů na dlouhém konci. Růst výnosů na krátkém konci byl evidentně důsledkem ukončení intervenčního režimu ČNB, po jehož ohlášení poskočily dvouleté výnosy o zhruba 30 b.b. nahoru, a dostaly se tak na dohled nulové hranici. Důvodem bylo očekávání trhu, že bude následovat výprodej spekulativních pozic v české koruně, k němuž však zatím nedošlo. Dlouhé výnosy také vyrostly, po ohlášení exitu se dostaly na dohled 1% a riziková prémie vůči německým dluhopisům se tak na desetileté splatnosti dostala až na hodnoty neviděné od konce roku 2012. Poté, co se po ukončení intervencí nic zvláštního nestalo, se na dluhopisový trh opatrně začala vracet domácí investorská báze, tj. domácí finanční instituce. To vedlo koncem měsíce k poklesu dlouhých výnosů zpátky pod 80 b.b., tj. na úroveň nižší než na jeho začátku.

Bloomberg Effas Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Polská křivka během dubna vykazovala minimální pohyby. Krátký konec celý měsíc osciloval v jednotkách bazických bodů kolem úrovně 2%, v jenom o něco širším pásmu se pak – kolem centrální úrovně 3,45% - pohyboval dlouhý konec křivky. Tento vývoj byl v souladu jak s komunikovanou očekávanou stabilitou úrokových sazeb ze strany Polské centrální banky pro několik dalších čtvrtletí, tak se stabilitou obligačních výnosů na hlavních evropských trzích.

Turecké dluhopisy

Turecké výnosy v prvních dvou dekádách dubna vyčkávaly na úrovni 10,8% na výsledky referenda o rozšíření pravomocí prezidenta a o dalších změnách ústavy. Poté, co v tomto referendu zvítězili přívrženci prezidenta Erdogana, dluhopisové trhy reagovaly pozitivně, když ocenily pokles rizika nestability a brzkých předčasných voleb. Negativním faktorem nicméně zůstávala vysoká a prozatím dále rostoucí inflace (i díky předešlému výraznému oslabení měnového kurzu). Centrální banka na pokračující nepříznivý cenový vývoj reagovala shodným krokem jako v předešlých měsících, když koncem dubna dále zvýšila, o 50 b.b. na 12,25%, sazbu svého tzv. late liquidity window, zbytek sazeb zůstal neměnný. Byť tato strategie měnové politiky není z pohledu kredibility centrální banky a vnímání trhu zdaleka ideální, postupnému zlepšování sentimentu vůči tureckým dluhopisům prozatím stačila. Dlouhý konec výnosové

křivky jak na referendum, tak na tuto měnově-politickou změnu reagoval poklesem, a to až k úrovni 10,2% (ceny dluhopisů delších splatností rostly).

Firemní dluhopisy

Korporátní dluhopisy neinvestičního i investičního stupně zaznamenaly úspěšný měsíc. Dařilo se zejména evropských firemním emisím, jak investičního, tak spekulativního stupně. Příčinou byl postup E. Macrona (trhy jednoznačně preferovaného kandidáta) do druhého kola francouzských prezidentských voleb. Proevropský a proreformně orientovaný kandidát výrazně redukuje latentní riziko politické nestability v Evropě, což pro trh firemních dluhopisů jako jedné z rizikových tříd aktiv znamenalo citelnou úlevu. Kreditní marže se utahovaly a ceny rostly napříč kreditními segmenty i sektory. Za tímto trendem zaostávaly emise britských korporací pod tlakem nejistoty a možných negativních dopadů vyjednávání podmínek Brexitu a následně nových obchodních dohod mezi Velkou Británií a zeměmi EU.

Kreditní marže na trhu CDS se snižovaly obdobným způsobem jako marže firemních dluhopisů; index Markit iTraxx Europe (mapující kreditní marže CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) ubral 7 bodů na 67, index Crossover (spekulativní stupeň) klesl o 24 b na 266 bodů.

AKCIE

Globální trhy

Drtivá většina akciových trhů si připsala kladné zhodnocení. Z vyspělých trhů se z důvodů, pro akciové trhy pozitivních výsledků prvního kola francouzských prezidentských voleb, nejlépe dařilo evropským akciím (index DJ Stoxx 600 +1,6 %), zvláště pak bankovním titulům. Podporou byla zároveň dobrá makrodata. Solidní meziměsíční zisky si připsaly také americké akcie (index S&P 500 +0,9 %). Těm, mimo nadále uvolněné měnové podmínky a pozitivní sentiment v Evropě, pomohly také dobré hospodářské výsledky za první čtvrtletí letošního roku. Docházelo k překonávání odhadů analytiků na úrovni čistých zisků napříč téměř všemi sektory. Velice dobrých výsledků dosáhly hlavně sektory ropy a plynu, spotřebitelský a technologických společností.

MSCI World Index



Středoevropské trhy

Výkonnost všech středoevropských trhů byla kladná. Nejlépe se vedlo polským (index WIG 30 8,1 %) a českým (index PX 5,1 %) akciím. Polské těžily z pokračujícího zájmu investorů po propadech proběhlých v loňském roce a z velice dobré ekonomické kondice. Dvouciferných zisků dosáhly především akcie těžařských a ropných společností jako těžař černého uhlí JSW, matka Unipetrolu PKN Orlen nebo plynařská společnost PGNiG. Solidní zhodnocení předvedly také některé bankovní instituce. V rámci akcií obchodovaných na pražské burze vyčnívaly především akcie mediální skupiny CME (+33 %) a chemické společnosti Unipetrol (+21,5 %), jež zveřejnily dobré čtvrtletní výsledky a poskytly optimistické odhady na následující čtvrtletí.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Dynamickému portfoliu se i v průběhu dubna dařilo dobře. Cena podílové jednotky fondu vzrostla o 1,41 %. Drtivá většina akciových trhů si připsala kladné zhodnocení. Za růstem akciových trhů stojí především solidní makroekonomická data a optimistická očekávání investorů. Na výnos portfolia měřený v korunách mělo v dubnu negativní vliv posílení koruny, a to jak vůči dolaru, tak vůči euru.

V rámci rozvíjejících se trhů východní Evropy jsme se v dubnu rozhodli zvýšit zastoupení ruských akcií, a naopak snížit zastoupení Turecka. K tomuto rozhodnutí nás vedla hrozící politická nestabilita v Turecku, horší makroekonomické údaje a zajímavá cena pro realizaci zisků. Ruský trh je stále relativně laciný a dle našeho názoru má také v současnosti větší potenciál než Turecko.

Nejvýkonnějším fondem Dynamického portfolia se stal fond Parvest Equity Turkey, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení v měně fondu ve výši 7,70 procenta. Na druhém konci spektra byl fond HSBC GIF Latin American Equity A Cap, jenž odepsal 3,43 %.

Přehled podílových listů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					0,19%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,09%	0,09%	0,19%
Dluhopisy v měně portfolia					1,76%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,28%	0,28%	1,76%
Dluhopisy - ostatní					3,02%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,96%	0,96%	1,51%
Templeton Global Bond	Globální	USD	-0,57%	-3,14%	0,54%
PARVEST Bond Euro High Yield	Evropa	EUR	0,99%	0,58%	0,49%
Conseq korporátních dluhopisu, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,11%	0,11%	0,47%
Nemovitosti a alternativní investice					4,14%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,08%	0,08%	4,14%
Akcie					90,90%
Conseq Invest Akciový - Třída A	Středoevropský region	CZK	5,49%	5,49%	13,49%
Parvest Equity USA	Spojené Státy	USD	1,01%	-1,60%	9,73%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	0,63%	-1,97%	9,61%
FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	2,69%	0,04%	5,82%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	2,45%	2,03%	5,80%
NN (L) European Equity	Evropa	EUR	2,79%	2,37%	5,78%
Franklin Mutual European	Evropa	EUR	1,18%	0,77%	5,76%
Templeton Asian Growth	Asie (bez Japonska)	USD	1,06%	-1,55%	5,75%
PARVEST Equity Best Selection Asia ex-Japan	Asie (bez Japonska)	EUR	0,21%	-0,20%	4,88%
Parvest Equity Japan	Japonsko	JPY	0,79%	-1,44%	3,93%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap	Latinská amerika	USD	-0,87%	-3,43%	3,71%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	0,20%	-2,39%	3,40%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	6,00%	5,57%	3,24%
Templeton Asian Smaller Companies Fund (1009) USD	Asie (bez Japonska)	USD	3,22%	0,55%	2,96%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	-2,87%	-3,27%	2,55%
Templeton Frontier Markets Fund	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	1,82%	-0,81%	2,18%
Parvest Equity Russia Opportunity	Rusko	USD	0,11%	-2,48%	0,86%
Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	Japonsko	JPY	2,38%	0,11%	0,79%
Parvest Equity Turkey	Turecko	EUR	8,14%	7,70%	0,66%

Vyvážené portfolio

Vyváženému portfoliu se v průběhu dubna opět dařilo. Cena podílové jednotky fondu vzrostla o 0,70 %. Drtivá většina akciových trhů si připsala kladné zhodnocení. Za růstem akciových trhů stojí především solidní makroekonomická data a optimistická očekávání investorů. Na výnos portfolia měřený v korunách mělo v dubnu negativní vliv posílení koruny, a to jak vůči dolaru, tak vůči euru. Ceny německých a amerických dluhopisů skončily na konci měsíce na podobných hodnotách, jakých dosahovaly na jeho začátku.

V rámci rozvíjejících se trhů východní Evropy jsme se v dubnu rozhodli zvýšit zastoupení ruských akcií, a naopak snížit zastoupení Turecka. K tomuto rozhodnutí nás vedla hrozící politická nestabilita v Turecku, horší makroekonomické údaje a zajímavá cena pro realizaci zisků. Ruský trh je stále relativně laciný a dle našeho názoru má také v současnosti větší potenciál než Turecko.

Nejvýkonnějším fondem Dynamického portfolia se stal fond Parvest Equity Turkey, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení v měně fondu ve výši 7,70 procenta. Na druhém konci spektra byl fond HSBC GIF Latin American Equity A Cap, jenž odepsal 3,43 %.

Přehled podílových listů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					17,24%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,09%	0,09%	17,24%
Dluhopisy v měně portfolia					11,17%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,28%	0,28%	11,17%
Dluhopisy - ostatní					21,00%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,11%	0,11%	11,35%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,96%	0,96%	5,70%
PARVEST Bond Euro High Yield	Evropa	EUR	0,99%	0,58%	2,03%
Templeton Global Bond	Globální	USD	-0,57%	-3,14%	1,93%
Nemovitosti a alternativní investice					4,23%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,08%	0,08%	4,23%
Akcie					46,36%
Conseq Invest Akciový - Třída A	Středoevropský region	CZK	5,49%	5,49%	6,53%
Parvest Equity USA	Spojené Státy	USD	1,01%	-1,60%	4,92%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	0,63%	-1,97%	4,87%
FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	2,69%	0,04%	3,09%
Franklin Mutual European	Evropa	EUR	1,18%	0,77%	2,97%
NN (L) European Equity	Evropa	EUR	2,79%	2,37%	2,95%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	2,45%	2,03%	2,95%
Templeton Asian Growth	Asie (bez Japonska)	USD	1,06%	-1,55%	2,94%
PARVEST Equity Best Selection Asia ex-Japan	Asie (bez Japonska)	EUR	0,21%	-0,20%	2,66%
Parvest Equity Japan	Japonsko	JPY	0,79%	-1,44%	1,95%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap	Latinská amerika	USD	-0,87%	-3,43%	1,91%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	0,20%	-2,39%	1,73%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	6,00%	5,57%	1,63%
Templeton Asian Smaller Companies Fund (1009) USD	Asie (bez Japonska)	USD	3,22%	0,55%	1,57%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	-2,87%	-3,27%	1,34%
Templeton Frontier Markets Fund	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	1,82%	-0,81%	1,19%
Parvest Equity Russia Opportunity	Rusko	USD	0,11%	-2,48%	0,48%
Parvest Equity Turkey	Turecko	EUR	8,14%	7,70%	0,35%
Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	Japonsko	JPY	2,38%	0,11%	0,34%

Konzervativní portfolio

Hodnota Konzervativního portfolia se v dubnu prakticky nezměnila, hodnota podílové jednotky poklesla o nepatrných 0,05 %. Do konzervativní ani akciové složky portfolia jsme v dubnu aktivně nezasahovali.

Nejvýkonnějším dluhopisovým fondem Konzervativního portfolia se stal fond Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení v měně portfolia ve výši 0,96 procenta. Významněji zastoupené fondy připsaly zisky: Conseq korporátních dluhopisů 0,11 % a Conseq Invest Konzervativní 0,09 %. Akciím zastoupených ve fondu se dařilo, a to především na středoevropských trzích. Na výnos portfolia měřený v korunách mělo v dubnu negativní vliv posílení koruny, a to jak vůči dolaru, tak vůči euru.

Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	MTD Výkonnost		Rozložení portfolia
			v z. měně	v měně portfolia	
Krátkodobé investice					27,03%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,09%	0,09%	27,03%
Dluhopisy v měně portfolia					23,80%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,28%	0,28%	23,80%
Dluhopisy - ostatní					38,04%
Conseq korporátních dluhopisu, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,11%	0,11%	23,97%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,96%	0,96%	6,67%
PARVEST Bond Euro High Yield	Evropa	EUR	0,99%	0,58%	5,14%
Templeton Global Bond	Globální	USD	-0,57%	-3,14%	2,27%
Nemovitosti a alternativní investice					4,66%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,08%	0,08%	4,66%
Akcie					6,47%
NN (L) Emerging Markets High Dividend	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-2,18%	-2,18%	1,90%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	0,63%	-1,97%	1,42%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	2,45%	2,03%	1,27%
Conseq Invest Akciový - Třída A	Středoevropský region	CZK	5,49%	5,49%	0,80%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	0,20%	-2,39%	0,34%
NN (L) Japan Equity	Japonsko	CZK	0,42%	0,42%	0,34%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	6,00%	5,57%	0,20%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	-2,87%	-3,27%	0,19%

□ DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 28.04.2017



Struktura portfolia ke dni 31.03.2017



□ VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 28.04.2017



Struktura portfolia ke dni 31.03.2017

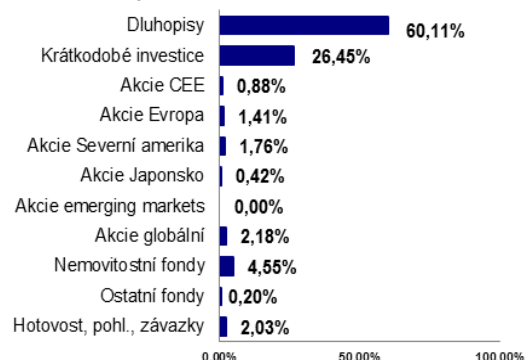


□ KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 28.04.2017



Struktura portfolia ke dni 31.03.2017



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Z delšího horizontu určujícím pro české výnosy nadále zůstává vývoj v EMU. Postupem času, s tím, jak se přibližuje moment začátku normalizace měnové politiky ECB (s ohledem na zakořeňující sílu evropské ekonomiky a množící se signály probouzející se inflace), německé výnosy a v reakci i jejich české protějšky porostou. Signál pro setrvalejší růstový trend výnosů dle nás přijde v momentě, kdy ECB oznámí, že začne utlumovat program odkupu aktiv – tj. ve druhé polovině roku.

Krátkodobý a střednědobý výhled českých dluhopisů zamlžuje situace na devizovém trhu, konkrétně překoupenost české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž nadále uložena právě v českých dluhopisech – růst podílu zahraničních investorů a pokles podílu českých držitelů státních dluhopisů na celkové držbě (v únoru 2016 činil 79%, v únoru 2017 už jenom 63,5%) je odrazem tohoto vývoje v minulých čtvrtletích. Pokud by tedy mělo dojít ke snaze zahraničních investorů rychle a ve větším objemu z těchto pozic vystoupit – například v reakci na silící signály ČNB, že brzy začne s cyklem zvyšování úrokových sazeb s ohledem na robustnost domácí ekonomické konjunktury, generující inflační tlaky – vedlo by to k výrazné volatilitě a propadu cen domácích dluhopisů. Tímto úprkem vyvolaný výrazný a rychlý růst výnosů by sice tlumilo obnovení zájmu domácích investorů o český vládní dluh, bylo by to však až se zpožděním. Vzhledem k tomu, že dle nás dřív nebo později investoři částečně vzdají čekání na silnější korunu, se tento scénář může kdykoliv v dalších měsících odehrát.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Dle našeho očekávání z minulých měsíců se polská riziková prémie nad německými desetiletými dluhopisy utáhla do okolí 315 bodů. Další pokles rizikové premie lze ještě očekávat, zejména v situaci, kdy polská centrální banka růst celkové inflace ignoruje a zůstává v neutrálním či mírně až holubičím módu. Polská vláda už také nemá na trhy žádný odstrašující efekt. Rizikem pro růst výnosů je hlavně negativní globální vývoj, který by vyvolal výprodej na trhu.

Turecké výnosy jsou sice na dvouciferných úrovních atraktivní, problémem však nadále zůstává zrychlující inflace. Centrální banka sice utahuje měnové podmínky, ale jen specifickým způsobem přes zvyšování nouzové denní výpůjční sazby, který jí umožňuje efektivní úroveň sazeb, za které dodává likviditu bankám výrazně měnit ze dne na den. Stabilizace liry je pro dluhopisy plusem, pozitivním také je, že centrální banka přiznává, že má inflační problém – na posledním zasedání zvýšila prognózu inflace pro letošek i pro rok 2018, lze tedy očekávat, že bude udržovat měnovou politiku utaženou či ji ještě dále zpřísní. Tureckým aktivům by dále měl pomáhat fakt, že tamní vládní dluhopisy zůstávají v portfoliích zahraničních investorů citelně podvážené a dále očekávaná pokračující stabilizace či určité posílení kurzu liry, jež je nyní fundamentálně nejslabší měnou mezi rozvíjejícími se zeměmi.

Měny

Kurz eura proti dolaru se vrátil na dohled 1,10 a dle nás je pravděpodobnější, že ve druhé polovině roku se podívá nad 1,15, než že se vrátí pod 1,05. Za dle nás nejpravděpodobnější scénář oslabení eura nad 1,15 mluví silné cyklické oživení v EMU, které se pomalu začíná promítat i do tvrdých dat, a naše očekávání, že ECB ve druhé polovině roku ohlásí utlumování programu odkupu aktiv (tzv. tapering). Rovněž v první polovině roku minimálně na rok zmizí politická rizika (viz francouzské volby). Naopak, ve Spojených státech dle nás letos FED dodá max. tolik utážení měnové politiky, kolik je zaneseno v tržních očekáváních, případně méně, a ani nedávno nastartovaná debata o snižování bilance nebude mít nijak dramatické praktické konsekvence. Z rozložení těchto rizik tak vidíme jako pravděpodobnější silnější euro.

U koruny se nepotvrdilo naše očekávání přechodného období vysoké volatility, potvrdilo se nicméně, že koruna nijak výrazně po ukončení intervencí neposílí. Nadále si myslíme, že je velmi pravděpodobné, že koruna v horizontu měsíců oslabí přes 27, a to i celkem výrazně – stane se tak v případě, že dostatečné množství spekulantů bude chtít své dlouhé korunové

pozice rychle uzavřít, což se vzhledem k tomu, že se nevyplnilo jejich očekávání rychlého po-
exitového posílení, jeví jako reálný scénář. Výraznější oslabení (k hranici 29 CZK/EUR) však
dle nás bude pak prodejem devizových rezerv tlumit ČNB. Dlouhodobým trendem kvůli vyššímu
růstu produktivity zde než v EMU nadále zůstává posilování koruny, tempem zhruba 1,5 - 2%
ročně.

U polského zlatého se odehrálo posílení ke 4,25, které jsme očekávali. Věříme, že
v dalších měsících se kurz PLN může podívat ještě na silnější úroveň, vzhledem
k očekávanému oživení ekonomické aktivity v dalších kvartálech a silících diskusích na téma
možného růstu úrokových sazeb. Rizikem ve směru slabší měny je zhoršení globálního
investičního sentimentu. **Maďarský forint** dle nás má potenciál posílit k hranici 300 HUF/EUR.
Spouštěčem – vedle příznivých makro fundamentů – by mohla 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.

Akciovým trhům by se mělo nadále **dařit**, avšak bez zvýšené volatility se neobejdeme. Jedním
z hlavních témat v následujících kvartálech bude realizace předvolebních slibů amerického
prezidenta Donalda Trumpa. Část pozitivních očekávání byla již v amerických akcích
zaceněna, přesto by bylo snížení korporátních daní ze současných 35 % na až 15-20 %
výraznou vzpruhou pro zisky amerických korporací. Zároveň šetřící program na investice
do infrastruktury spolu s rostoucí inflací by měly podpořit výkonnost amerických akcí. **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 **zhruba 10% pod svými 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 akcí však **musíme počítat se zvýšenou
volatilitou**, která nás, při současných úrovních akciových indexů, bude v následujících letech
provázet. Důležitými událostmi bude vyjednávání podmínek Brexitu s možnými dopady na EU
jako celek, smršť parlamentních voleb v Evropě, zavedení nečekaných protekcionistických
opatření, možné odpisy čínských bank či některé geopolitické události.

Atraktivnost většiny **středoevropských akcí** 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