

## ERGO pojišťovna

# ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ÚNOR 2017

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



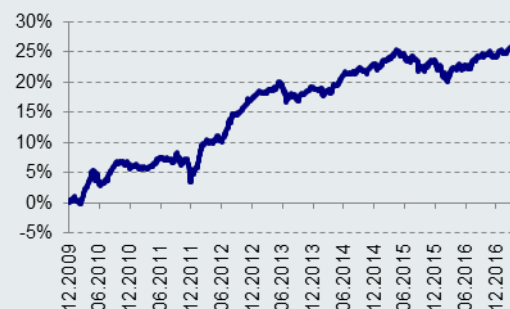
## Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **147,5343**  
 Výkonnost za poslední měsíc **2,18%**



## Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **137,8348**  
 Výkonnost za poslední měsíc **1,40%**



## Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **125,5928**  
 Výkonnost za poslední měsíc **0,68%**

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

### ▣ DLUHOPISY – USA, EMU

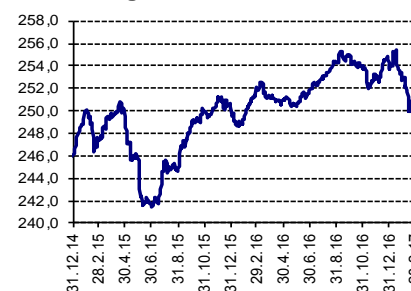
Podobně jako leden byl i únor na trhu vládních dluhopisů v Americe poměrně stabilní. V segmentu krátkodobých dluhopisů vlivem jestřábích vyjádření představitelů Fedu koncem února a tím způsobeného následného růstu (trhem vnímané) pravděpodobnosti zvýšení sazeb již na březnovém zasedání došlo k růstu výnosů o zhruba 10 bps. Výnosy dluhopisů delších splatností proti tomu zůstaly ukotvené, respektive i mírně klesly, v rozsahu cca 5 - 10 bps; desetiletý výnos končil únor pod úrovní 2,40%.

V Evropě se na radary investorů dostala opět politika, tentokrát francouzské prezidentské volby. Vzhledem k posilujícím preferencím Le Penové a vzhledem ke skandálům provázejícím její protikandidáty se dluhopisoví investoři znovu en masse „nahrnuli“ do německých dluhopisů, které tak klesly na dlouhém konci až na 20 b.b. (letos nejnižší) a na krátkém konci až na historická minima na dohled -1 %. Že se jednalo primárně o politiku je zřejmé i z toho, že došlo k rozšíření rizikové prémie francouzských desetiletých výnosů nad německými na nejvyšší hodnoty za více než 4 roky. Holubičí zápis z lednového zasedání ECB, který byl zveřejněn v únoru, však také přispěl svou částí k poklesu německých výnosů. Na samém konci února pak růst evropské (a německé) inflace na (resp. nad) cíl ECB („poblíž ale pod 2 %“) znovu vyvolal spekulace, že ultra uvolněná měnová politika ECB, která dlouho podporuje ceny dluhopisů, se nebude dát dlouho udržet. Výnosy tak zamířily opět nahoru, v měsíčním úhrnu nicméně v Německu skončily o 10-15 bps níže proti lednu.

### ▣ DLUHOPISY – ČR

Po lednovém, spekulacemi (na brzké ukončení intervenčního režimu) hnaném poklesu výnosů se v únoru situace otočila. České výnosy, zejména na dlouhém konci, zamířily nahoru, riziková prémie nad německými se tak výrazně zvýšila – na krátkém konci na 50 bodů (nejvíce od léta 2016), na dlouhém konci na; 40 bazických bodů (nejvíce od října). Na konci měsíce se tak český desetiletý výnos vyšplhal nad 60 bps, kde nebyl od ledna 2016. Příčinou uvedeného vývoje byl určitý pokles nákupní aktivity zahraničních investorů při naopak zesíleném zájmu domácích hráčů české státní dluhopisy prodávat. Cenovému sestupu pomohl i poměrně našlapaný aukční kalendář, v rámci kterého se Ministerstvo financí snaží předfinancovat v rámci letošního emisního plánu ještě před exitem ČNB. Únorové aukce se však setkaly pouze s chladným zájmem investorů, což korespondovalo s vývojem na sekundárním trhu. Výsledkem uvedeného byl posun křivky vzhůru při zvýšení sklonu, růst výnosů dosahoval až 30 bps.

Bloomberg Effas Czech Index



### ▣ DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

#### Polské dluhopisy

Že se u českých dluhopisů nejednalo o nějaký regionální pohyb, je zřejmé také z vývoje jejich polských protějšků. Výnosy polských dluhopisů zůstaly na dlouhém konci v podstatě beze změn, když celý měsíc výnosově oscilovaly kolem 3,80-3,85 %. Ani na krátkém konci výraznější pohyby nenastaly: celý měsíc se výnosy držely kolem 2,25 %, až počátkem března klesly lehce pod 2,20 %.

#### Turecké dluhopisy

Posílení (z 3,90 na 3,70) liry proti dolaru v první polovině února s sebou přineslo i stabilizaci výnosů, které během první dvou dekád února klesly z 11% místy i pod 10,5%. Hlavním důvodem byla korekce měnového kurzu (rizikové averze vůči tureckým aktivům) a mj. také dlouho neviděná aktivita centrální banky, která na sekundárním dluhopisovém trhu zvýšila nákupní aktivitu a jejíž držba státních dluhopisů se vyšplhala až na nejvyšší hodnotu od roku 2008. Centrální banka tak na jedné straně (ač v únoru samotném žádnou změnu v tomto směru neudělala) zpřísňuje, skrze O/N sazbu, diskontní okno či likviditní podmínky pro bankovní sektor za účelem podpory liry, na druhé straně se však snaží snížit náklady financování státu

na dlouhém konci. V poslední dekádě měsíce však tento efekt na dlouhém konci převážila obava, následně potvrzená daty, z pokračujícího růstu inflace. Ta se v únoru 2017 poprvé od dubna 2012 (11,1% ) vrátila na dvouciferné tempo ( 10,1%), a to za současného růstu i jádrové inflace (z 7,7 na 8,6%). Další zpřísnění měnové politiky tak je na místě, otázkou je, zda se k němu centrální banka skutečně odhodlá.

## Firemní dluhopisy

Korporátní dluhopisy neinvestičního i investičního stupně na obou stranách Atlantiku v únoru cenově vzrostly a jejich kreditní marže se dále mírně utahovaly. U investičního ratingu byl na obou stranách Atlantiku růst indexu agentury Bloomberg stejný (1,13%), u neinvestičního ratingu pak byl růst v Americe vyšší (1,45%) než u dluhopisů denominovaných v EUR (0,88%). Pozitivní rizikový sentiment, podporovaný zveřejňovanými solidními firemními výsledky (zejména v USA) a makroekonomickými údaji (jak USA, tak Evropa, ale i většina rozvíjejících se ekonomik) a pokračující nákupy firemních dluhopisů v rámci programu QE Evropskou centrální bankou byly určujícími faktory příznivého vývoje v tomto segmentu.

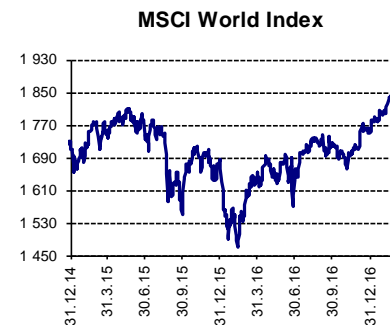
Kreditní marže na trhu CDS se v únoru ubíraly obdobným vývojem, když zhruba stagnovaly v investičním a klesly ve spekulativním segmentu. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) stagnoval na 73 bodech, zatímco index iTraxx Crossover (spekulativní stupeň v segmentu syntetických kreditních derivátů) ubral 8 bodů na 292 b.

## AKCIE

### Globální trhy

Akciové trhy pokračovaly v růstovém trendu započatém prezidentskými volbami v USA. Americké akcie (index S&P 500) si meziměsíčně připsaly 3,7%, evropské (index DJ STOXX 600) pak 2,8%. Zprávám nadále dominovaly titulky ohledně očekávaných kroků nového amerického prezidenta, přičemž k pozitivní náladě přispěly i zveřejněné výsledky hospodaření společností za poslední čtvrtletí uplynulého roku nebo příchozí makroekonomická data. Právě dobrá data ve spojení se zvyšujícími se inflačními tlaky přiměly zástupce FED

k několika jestřábím komentářům o možném blížícím se zvyšování základních úrokových sazeb. Slušnou ochranou před inflací jsou, vedle komodit, právě akcie. Evropské akcie se svezly na globálním pozitivním sentimentu. K růstu, i přes blížící se prezidentské volby ve Francii, přispěla silná čísla z ekonomik a solidní výsledky hospodaření společností.



Středoevropským trhům se také dařilo. Nejvyšších zisků opět dosáhl polský trh (index WIG 30 +6,2 %), který dohání propady z loňského roku zapříčiněných vládní stranou PiS a jejími netržními kroky. Hlavním důvodem k růstu polských akcií je také výrazné podvážení mnoha zahraničních fondů, které tak neutralizují pozice ve svých portfoliích. Dvouciferných zisků, na základě dobré kondice polské ekonomiky a utrácejícího spotřebitele, dosáhly akcie společností ze spotřebitelského (LPP, CCC, CD Project) a ropného sektoru (PKN Orlen, Lotos). Zajímavý dvouprocentní růst předvedly také české akcie (index PX +2,3%). Premiantem byly po dobrých hospodářských výsledcích akcie Unipetrolu (+10,4%), jež byly následovány akciemi mediální skupiny CME (+8,6%), Fortuna (+5,9%) a O2 Czech Republic (+5,4%). Menší výběr zisků proběhl u akcií Erste Bank (-2,6%). Bez výrazných zpráv pak ve ztrátě skončily maďarské akcie (index BUX -1,3%).

### Středoevropské trhy

## STRUKTURA PORTFOLIÍ

### Dynamické portfolio

V průběhu února cena podílové jednotky fondu vzrostla o 2,18 %. Nejvyšší zisky si připsaly opět rozvíjející se trhy (index MSCI EM +4,53 %), asijské akcie rostly o více než 5 %. Dobré výsledky zaznamenaly i americké a evropské akcie. Nejvýkonnějším fondem Dynamického portfolio se stal fond Parvest Equity Turkey, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení v měně fondu ve výši 7,03 procenta. Na druhém konci spektra byl fond Parvest Equity Russia Opportunity, jenž odepsal 3,14 %.

Přehled podílových listů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>0,19%</b>
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,11%	0,11%	0,19%
<b>Dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>1,67%</b>
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,23%	0,23%	1,67%
<b>Dluhopisy - ostatní</b>					<b>2,90%</b>
PARVEST Bond Euro High Yield	Evropa	EUR	1,19%	1,19%	0,49%
Templeton Global Bond	Globální	USD	2,67%	4,21%	0,56%
Conseq korporátních dluhopisu, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,83%	0,83%	0,48%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,21%	2,21%	1,37%
<b>Nemovitosti</b>					<b>4,16%</b>
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,09%	0,09%	4,16%
<b>Akcie a podíly</b>					<b>91,08%</b>
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	3,28%	3,28%	2,90%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	0,68%	0,68%	4,26%
Franklin Mutual European	Evropa	EUR	1,52%	1,52%	6,27%
NN (L) European Equity	Evropa	EUR	3,40%	3,40%	4,29%
Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	Japonsko	JPY	0,33%	2,96%	0,80%
Parvest Equity Japan	Japonsko	JPY	0,88%	3,53%	4,25%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	5,21%	5,21%	2,43%
Parvest Equity USA	Spojené Státy	USD	3,26%	4,81%	10,97%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	2,52%	4,06%	11,04%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	0,74%	2,25%	3,81%
Conseq Invest Akciový - Třída A	Středoevropský region	CZK	1,85%	1,85%	13,15%
Templeton Asian Growth	Asie (bez Japonska)	USD	2,97%	4,52%	6,16%
Templeton Asian Smaller Companies Fund (1009) USD	Asie (bez Japonska)	USD	4,30%	5,87%	2,76%
PARVEST Equity Best Selection Asia ex-Japan	Asie (bez Japonska)	EUR	3,09%	3,09%	4,60%
FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	2,31%	3,85%	5,42%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap	Latinská amerika	USD	4,75%	6,32%	3,87%
Templeton Frontier Markets Fund	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	0,73%	2,24%	2,15%
Parvest Equity Russia Opportunity	Rusko	USD	-4,57%	-3,14%	0,87%
Parvest Equity Turkey	Turecko	EUR	7,03%	7,03%	1,08%

## Vyvážené portfolio

Vyvážené portfolio za měsíc únor přidalo kladné zhodnocení 1,40 %. Nejvyšší zisky si připsaly opět rozvíjející se trhy (index MSCI EM +4,53 %), asijské akcie rostly o více než 5 %. Dobré výsledky zaznamenaly i americké a evropské akcie. Nejvýkonnějším fondem Vyváženého portfolia se stal fond Parvest Equity Turkey, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení v měně fondu ve výši 7,03 procenta. Na druhém konci spektra byl fond Parvest Equity Russia Opportunity, jenž odepsal 3,14 %.

Přehled podílových listů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>16,88%</b>
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,11%	0,11%	16,88%
<b>Dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>11,02%</b>
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,23%	0,23%	11,02%
<b>Dluhopisy - ostatní</b>					<b>20,66%</b>
PARVEST Bond Euro High Yield	Evropa	EUR	1,19%	1,19%	2,04%
Templeton Global Bond	Globální	USD	2,67%	4,21%	1,98%
Conseq korporátních dluhopisu, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,83%	0,83%	11,07%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,21%	2,21%	5,57%
<b>Nemovitosti</b>					<b>4,26%</b>
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,09%	0,09%	4,26%
<b>Akcie a podíly</b>					<b>47,18%</b>
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	3,28%	3,28%	1,30%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	0,68%	0,68%	2,20%
Franklin Mutual European	Evropa	EUR	1,52%	1,52%	2,91%
NN (L) European Equity	Evropa	EUR	3,40%	3,40%	2,13%
Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	Japonsko	JPY	0,33%	2,96%	0,52%
Parvest Equity Japan	Japonsko	JPY	0,88%	3,53%	2,17%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	5,21%	5,21%	1,37%
Parvest Equity USA	Spojené Státy	USD	3,26%	4,81%	5,43%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	2,52%	4,06%	5,35%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	0,74%	2,25%	1,89%
Conseq Invest Akciový - Třída A	Středoevropský region	CZK	1,85%	1,85%	6,68%
Templeton Asian Growth	Asie (bez Japonska)	USD	2,97%	4,52%	3,23%
Templeton Asian Smaller Companies Fund (1009) USD	Asie (bez Japonska)	USD	4,30%	5,87%	1,65%
PARVEST Equity Best Selection Asia ex-Japan	Asie (bez Japonska)	EUR	3,09%	3,09%	2,63%
FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD	Asie (bez Japonska)	USD	2,31%	3,85%	3,20%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap	Latinská amerika	USD	4,75%	6,32%	2,24%
Templeton Frontier Markets Fund	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	0,73%	2,24%	1,17%
Parvest Equity Russia Opportunity	Rusko	USD	-4,57%	-3,14%	0,49%
Parvest Equity Turkey	Turecko	EUR	7,03%	7,03%	0,59%

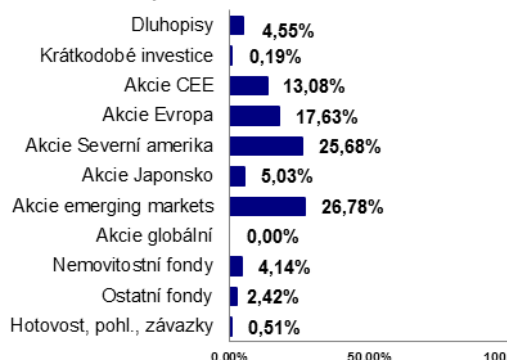
### Konzervativní portfolio

Konzervativní portfolio v únoru obrátilo a po lednové mírné ztrátě připsalo tento měsíc 0,68 %. V únoru jsme do portfolia aktivně nezasahovali. Nejvýkonnějším dluhopisovým fondem Konzervativního portfolia se stal fond Templeton Global Bond, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení v měně fondu ve výši 4,21 procenta. Z významněji zastoupených fondů se nejlépe vedlo fondu Conseq korporátních dluhopisů (+0,83 %). Akciím zastoupených ve fondu se rovněž dařilo, a to především na rozvojových trzích.

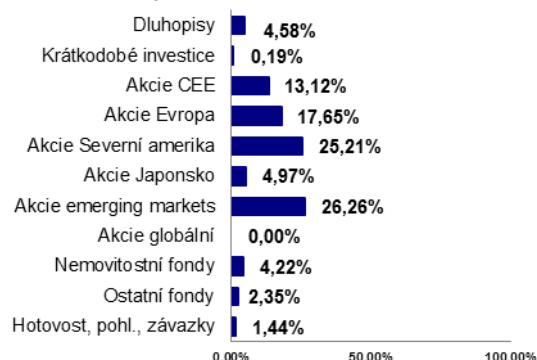
Přehled podílových listů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>26,77%</b>
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,11%	0,11%	26,77%
<b>Dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>23,74%</b>
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	Středoevropský region	CZK	0,23%	0,23%	23,74%
<b>Dluhopisy - ostatní</b>					<b>37,89%</b>
PARVEST Bond Euro High Yield	Evropa	EUR	1,19%	1,19%	5,14%
Templeton Global Bond	Globální	USD	2,67%	4,21%	2,33%
Conseq korporátních dluhopisů, OPF CFIS, a.s. A	Středoevropský region	CZK	0,83%	0,83%	23,84%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,21%	2,21%	6,58%
<b>Nemovitosti</b>					<b>4,67%</b>
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	Středoevropský region	CZK	0,09%	0,09%	4,67%
<b>Akcie a podíly</b>					<b>6,93%</b>
Franklin European Small-Mid Cap Growth	Evropa	EUR	3,28%	3,28%	0,19%
PARVEST Equity Best Selection Euro	Evropa	EUR	0,68%	0,68%	1,18%
NN (L) Japan Equity	Japonsko	CZK	0,68%	0,68%	0,44%
Parvest Equity Australia Classic EUR	Austrálie	EUR	5,21%	5,21%	0,20%
PARVEST Equity USA Small Cap	Spojené Státy	USD	0,74%	2,25%	0,35%
Franklin Mutual Beacon	Spojené Státy	USD	2,52%	4,06%	1,49%
Conseq Invest Akciový - Třída A	Středoevropský region	CZK	1,85%	1,85%	0,89%
NN (L) Emerging Markets High Dividend	Globální rozvíjející se trhy	CZK	4,88%	4,88%	2,19%

## □ DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 28.02.2017



Struktura portfolia ke dni 31.01.2017



## □ VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 28.02.2017

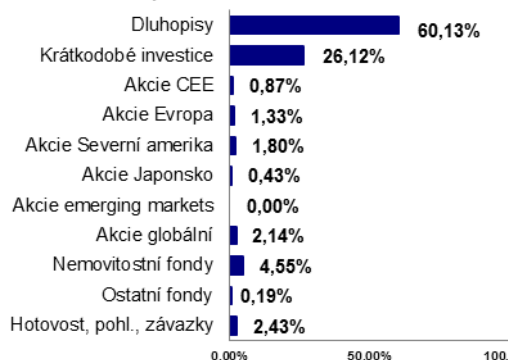


Struktura portfolia ke dni 31.01.2017



## □ KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 28.02.2017



Struktura portfolia ke dni 31.01.2017





## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### České dluhopisy

Během února došlo k znatelnému růstu českých výnosů a tento trend může dle našeho názoru v dalším průběhu letošního roku pokračovat. Hlavní bezprostřední riziko pro český obligační trh spatřujeme v ukončení intervenčního režimu ČNB, po němž můžeme vidět výraznou volatilitu a i výrazný růst výnosů pokud by došlo ke snaze zahraničních investorů, kteří dle posledních dat ČNB za leden 2017 nyní drží již skoro 40 % (čímž se ČR zařadilo na druhé místo v rámci rozvíjejících se trhů!) státních dluhopisů denominovaných v Kč, rychle z těchto pozic alespoň částečně vystoupit.

Na druhou stranu, domácí bankovní trh je v trvajícím přebytku likvidity, ministerstvo financí má nyní díky silně rostoucí ekonomice rostoucí příjmy a tudíž nižší emisní potřebu. Nicméně i přesto je letos emisní kalendář výrazně nabitější a potřeba MF získat na primárním trhu nové financování o poznání vyšší proti roku 2016 (blíží se volby, kapitálové výdaje stejným tempem jako v roce 2016 už klesnout nemůžou, sazby z dluhopisů také ne atd.).

Důležitým pro české výnosy, samozřejmě, zůstane také vývoj v EMU. Tam v únoru výnosy – u Německa, které je pro nás určující - klesly. Domníváme se však, že vzhledem k růstu inflace a také nad očekávání vysoké ekonomické aktivitě bude ze strany jestřábích členů EMU (Německo, Nizozemí) postupně sílit volání po rychlejší neutralizaci/utažení měnové politiky v podobě ohlášení neproduktování programu odkupu aktiv za prosinec 2017. To podle nás v průběhu roku povede k trvalejšímu růstu německých výnosů a v důsledku také výnosů českých.

### Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

**Polské dlouhé výnosy jsou na stávajících úrovních nedaleko hranice 4% atraktivní, a to jak z pohledu nominálního výnosu samotného, tak z pohledu slabého polského zlotého, u kterého čekáme postupné posílení.** Ekonomika by letos měla vlivem fiskální expanze urychlit, na polskou vládu a její excesy si už trhy zvykly a neřeší je a povaha nedávného vzednutí se inflace není poptávková, a tedy per se udržitelná (tj., růst sazeb centrální banky zatím určitě nehrozí, což potvrdil ve svém vystoupení guvernér po březnovém zasedání NBP). Postupně sice výnosy ve vnějším prostředí narostou, prostor ke kompresi rizikové prémie k německým dluhopisům vnímáme jako dostatečný.

**Turecké výnosy jsou na dvouciferných úrovních atraktivní, problémem však zůstává (nyní dvouciferná) inflace** při relativně křehkém ekonomickém oživení následující citelné ochlazení hospodářského růstu v 2. pololetí loňského roku. Centrální banka kvůli politickému tlaku (poměrně neochotně) zpřísnila měnové podmínky v posledních měsících o cca 250 bps, s ohledem na turecká rizika a také očekávané zvyšování sazeb Fedu to nemusí stačit. Domníváme se nicméně, že centrální banka ve snaze kredibilně zkotit inflaci přísné měnové podmínky udrží (či dále utáhne) a výnosy turecký aktiv (i vlivem jejich výrazného podvážení v portfoliích globálních investorů) postupně klesnou. Tomu by měla pomoci i stabilizace a určité posílení kurzu liry, která je nyní fundamentálně nejslabší měnou mezi rozvíjejícími se zeměmi.

### Měny

U kurzu eura proti dolaru stávající hodnoty kurzu eura vůči dolaru stále implikují – podobně jako v listopadu či březnu roku 2015 – příliš velké inflační a úrokové diferenciály mezi USA a EMU, které se dle nás nevyplní. Očekáváme, že se kurz postupně vzhledem k dobrému růstovému tempu EMU v 1. polovině 2017, které naznačují předstihové indikátory, a vzhledem k našemu očekávání, že ECB bude muset alespoň naznačit konec odkupů aktiv, vrátí na úroveň bližší (nicméně pod) 1,10. Rizikem jsou však nadále úrovně výrazně nižší, zejména pokud by politika v roce 2017 (německé, nizozemské a zejména francouzské volby) do hry opět vrátily redenominační riziko.

**U koruny** se vzhledem k inflačnímu vývoji v posledních měsících domníváme, že centrální banka přistoupí letos k opuštění kurzového závazku. Je tomu tak i navzdory tomu, že inflační obrázek se moc nezměnil a že růst inflace v posledním čtvrtletí roku 2016 byl hlavně důsledkem



cen energií a potravin (a zavedení EET). Dle nás se totiž ČNB bude snažit využít „okénko příležitosti“ otevřené nedávným nárůstem inflace a opustit režim, která zdědila po předchozí Radě. Vzhledem k masivnímu přílivu spekulativních peněz před opuštěním režimu, sázejících na posílení koruny po jeho skončení a vzhledem k tomu, že se dá očekávat, že většina exportéru bude v době exitu zajištěná, není automatické, že koruna po exitu posílí, jak většina investorů věří. Dle nás bude po exitu následovat období vysoké volatility a koruna na přechodnou dobu výrazněji neposílí – a může dokonce v případě, že dostatečné množství spekulantů bude chtít své dlouhé korunové pozice rychle uzavřít, oslabit nad stávající úrovně. Dlouhodobým trendem kvůli vyššímu růstu produktivity v ČR oproti EMU nadále zůstává posilování koruny.

**U polského zlatého se naše očekávání z minulých měsíců nemění.** Dle našeho očekávání se kurz zlatého vůči euru vrátil k hladině 4,30 a nadále čekáme, že se v horizontu půlroku vrátí i pod 4,25. **Maďarský forint** dle nás bude profitovat z velmi dobrého makro obrázku – posílení ke hranici 300 je tak dle nás nadále reálné i navzdory stále volné měnové politice centrální banky.

## Globální akciové trhy

Na **akciové trhy** jsme **pozitivní**, avšak pro tento rok musíme počítat se zvýšenou volatilitou. Jedním z hlavních témat v následujících kvartálech bude realizace ambiciózního programu nového amerického prezidenta Trumpa. Část pozitivních očekávání byla již v amerických akcích zaceněna koncem loňského roku. Avšak možné snížení korporátních daní ze současných 35 % na až 15-20 % by bylo výraznou vzpruhou pro zisky amerických korporací. Zároveň štedrý program na investice do infrastruktury spolu s rostoucí inflací by měla podpořit výkonnost amerických akcií. **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. Akcie se jeví levné zvláště v prostředí nízkých úrokových výnosů, kdy by se valuace mohly oproti historickým průměrům pohybovat výše. Velice **nízkých valuačních hodnot** dosahují akciové **rozvíjející se trhy**, nic se dle našeho názoru nemění ani po zvolení prezidenta Trumpa, jehož rétorika se nese v protekcionistickém stylu. Také **evropské akciové trhy** se nachází **zhruba 15% 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 zdravějším 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. 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, popřípadě některé geopolitické události.

## Akciové trhy střední a východní Evropy

**Atraktivnost většiny střeoevropských akcií** nyní vidíme selektivně v některých akcích, růstových i těch dividendových. V Polsku jsou stále rizika spojená s neočekávanými kroky strany PiS, u českých společností pak vidíme potenciál i vzhledem k pravděpodobnému upuštění od intervenčního režimu Českou národní bankou. Pozitivní jsme v střeoevropském regionu především na některé české, rumunské a selektivně některé polské akcie. Nyní mezi nejatraktivnější akciové tituly řadíme pojišťovnu Vienna Insurance Group, CETV, 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, fondu SIF1, plynárenskou společnost Romgaz a Petrom, v Rakousku na akcie pojišťovny Uniqa a 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

Strana 9