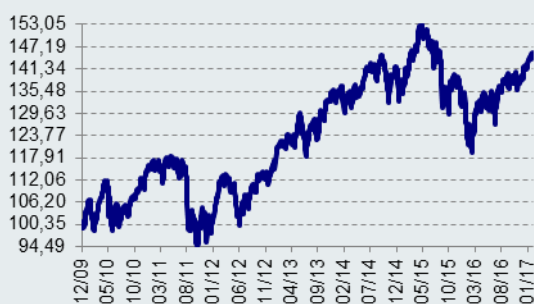


ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC LEDEN 2017

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **144,3905**
 Výkonnost za poslední měsíc **1,80%**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **135,9312**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,74%**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **124,7458**
 Výkonnost za poslední měsíc **-0,23%**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Vývoj na hlavních dluhopisových trzích byl v lednu diametrálně rozdílný.

Po divokém konci roku 2016 byl leden na americkém trhu vládních dluhopisů o poznání klidnější. Výnosy desetiletých vládních dluhopisů oscilovaly mezi 2,35% a 2,50%. Koncem měsíce se pak desetiletý výnos nacházel na zhruba shodné úrovni jako na konci prosince 2016 (2,45%). Na krátkém konci byla situace také klidná, dvouletý výnos osciloval jen pár bazických bodů kolem hranice 1,20%.

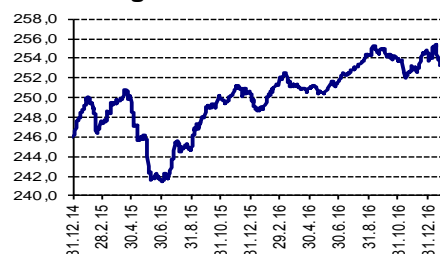
V Evropě byl vývoj odlišný, a to v důsledku překvapivého růstu inflace. Desetiletý německý výnos od zveřejnění inflačních dat nonstop rostl, z pouhých 20 bazických bodů se koncem měsíce dostal až skoro na 50 b.b. Podobný vývoj byl samozřejmě i na krátkém konci, kde se výnosy z -80 b.b. dostaly na -65 b.b. Tomuto trendu nemohly uniknout ani další země – španělský desetiletý výnos vzrostl o cca 25 b.b. na 1,60 %, italský o zhruba 40 b.b. na 2,25%.

DLUHOPISY – ČR

Na výnosech českého vládního dluhu se v lednu nejvíce projevilo znovuobnovení devizových intervencí ČNB. V reakci na vyšší prosincovou inflaci se v první polovině ledna spustila doposud nejsilnější lavina spekulací na brzké ukončení intervenčního režimu. Tyto

přítoky EUR, které do svých devizových rezerv nakupovala ČNB proti emisi korun, se následně přetavily do silné poptávky po vládních dluhopisech a v důsledku růstem jejich cen (pokles výnosů do splatnosti). Ten byl markantnější na krátkém konci, kde se výnosy opět dostaly na světová minima – jednoletý výnos se propadl na -1,6%, dvouletý výnos na -1 %. Ani dlouhý konec výnosové křivky však nezůstal tlak ušetřen – pokles výnosů až k hranici 0,3 % v polovině měsíce znamenal, že se riziková prémie vůči německým dluhopisům zcela uzavřela a místy byla dokonce záporná.

Bloomberg Effas Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Růst německé inflace, v jejím důsledku německých výnosů a výrazný růst polské inflace se nemohl neprojevit na polských výnosech. Na dlouhém konci výnosy vyrostly až na dohled 4 %, tj. na hodnoty, na kterých se naposledy nacházely v květnu 2014. Ani slabý růst ekonomiky USA ve 4. čtvrtletí, který byl zveřejněn koncem měsíce, od čehož by se dalo čekat utlumení očekávání na růst amerických sazeb (a tedy tlak na pokles polských výnosů), s obligačním trhem prozatím moc nezahýbal – koncem měsíce se dlouhodobé výnosy nacházely kolem hranice 3,9%.

Turecké dluhopisy

V lednu pokračoval nemilosrdný propad turecké liry, která se proti dolaru dostala z úrovně 3,53 koncem prosince na téměř 3,90 koncem ledna, aby měsíc uzavřela se ztrátou přes 7%. Oslabování měny v první polovině měsíce korespondovalo s výprodejem tureckých dluhopisů, který dotlačil desetiletý vládní výnos na chvíli až na 11,6%. Ačkoliv se ve druhé polovině měsíce s tím, jak centrální banka konečně přikročila k utážení měnové politiky (byť svým nekonvenčním způsobem, když o 0,75% na 9,25% zvýšila jednodenní sazbu ale ponechala klíčovou týdenní repo sazbu bez změny na 8 %), dluhopisové výnosy vrátily na 11%, na slabosti liry se do konce měsíce moc nezměnilo. Centrální banka také provedla další operace směřující k utážení měnové politiky (zrušila týdenní aukce likvidity za 8%), z pohledu kurzu liry se tyto kroky začaly příznivě projevovat až během února. Příběh totiž zůstal komplikovaný: nezkrocená inflace, neochota centrální banky tvář v tvář politickému tlaku razantně a konvenčně utáhnout měnovou politiku, nejistá bezpečnostní situace v souvislosti s válkou v Sýrii a s pučem minulý rok.

Firemní dluhopisy

Korporátní dluhopisy neinvestičního stupně na obou stranách Atlantiku cenově vzrostly a jejich kreditní marže se dále utahovaly, přičemž výraznější byl tento pohyb v USA než v Evropě. Obecně se tomuto segmentu dařilo vlivem nízké nabídky nových emisí při sílící poptávce po vyšším výnosu a solidním firemním výsledkům. U investičního stupně (IG), zejména v Evropě, byla situace odlišná – kreditní marže IG společností mírně vzrostly, pod tlakem jednak vyšší nabídky nových emisí a vedle toho též v reakci na překvapivě vysokou evropskou inflaci na základě spekulací, že by ECB mohla program odkupu dluhopisů začít utlumovat respektive ukončit dříve.

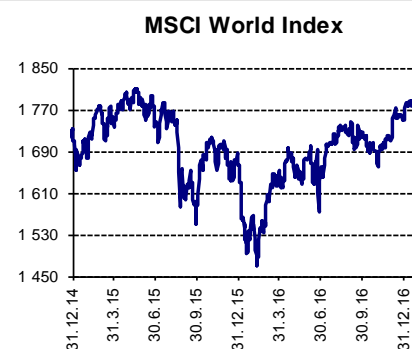
Kreditní marže na trhu CDS v lednu v zásadě stagnovaly v IG segmentu, když index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) kosmeticky stoupl o 1 bod. V případě spekulativního stupně v segmentu syntetických kreditních derivátů naopak převládla tendence k mírně širším maržím (po jejich prosincovém výrazném snížení).

AKCIE

Globální trhy

Akciovým trhům se relativně dařilo, zvláště pak ve srovnání s výraznými propady začátkem loňského roku. Nejvyšší zisky si připsaly rozvíjející se trhy (index MSCI EM +5,5 %), následované americkými (index S&P 500 +1,8 %) a evropskými (index DJ STOXX 600 -0,4 %) akciemi. Pro mnohé nečekané první kroky amerického prezidenta Donalda Trumpa byla v podstatě ponechána bez odezvy, což poskytlo prostor pro monitorování příchozích kvartálních hospodářských výsledků amerických korporací.

Ty vyzněly opět pozitivně, když i tentokrát v průměru došlo k překonání odhadů analytiků na úrovni čistých zisků o zhruba 4 %. Evropské akcie skončily meziměsíčně téměř beze změny. I přes zveřejněná dobrá makro ekonomická data zřejmě převládla nejistota ohledně blížících se voleb v evropských zemích.



Středoevropské trhy

Středoevropským trhům se dařilo. Nejvyšších zisků dosáhl polský trh (index WIG 30 +6,7 %), který dohání propady z minulých měsíců zapříčiněných vládní stranou PiS a jejími netržními kroky. Výrazných zisků dosáhly především komoditní společnosti. Lídrem se stal těžař mědi KGHM (+34 %), následovaný agrární společností Kernel (+25 %) nebo chemickou firmou Synthos (+32 %). Hůře se dařilo, z valuačního pohledu drahým, retailovým společnostem LPP nebo CCC. Pozitivní výhled na ekonomickou aktivitu ve spojení s možným pozvolným růstem úrokových sazeb znamenal v průměru 8 % zhodnocení pro akcie bank. Výkonnost akcií na burzách v Praze a Budapešti v průměru nepřekročila 2 %. V Maďarsku se dařilo akciím OTP Bank a Magyar Telekom, v Praze pak spíše akciím společností s menší kapitalizací jako Kofola (+12 %), Fortuna (+9%), Pegas Nonwovens nebo Unipetrol.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Dynamickému portfoliu se v průběhu prosince opět dařilo. Cena podílové jednotky fondu vzrostla o 1,80%. Nejvyšší zisky si připsaly rozvíjející se trhy (index MSCI EM +5,5 %), následované americkými akciemi. Nejvýkonnějším fondem Dynamického portfolia se stal fond HSBC Latin America, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení v měně fondu ve výši 6,89 procenta. Na druhém konci spektra byl fond Conseq Dluhopisy Nové Evropy, jenž odepsal 1,60 %.

Přehled podílových listů obsažených v portfoliu						
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	1M výkonnost		Rozložení portfolia	
			v z. měně	V Kč	Neutrální	31. 01. 17
Fondy velmi krátkodobých investic v Kč					2%	0,19%
Conseq Konzervativní Dluhop.	Česká republika	CZK	-0,07%	-0,07%	--	0,19%
Dluhopisové fondy v Kč					5%	2,21%
Conseq Invest Dluhopisový	Česká republika	CZK	-0,21%	-0,21%	--	1,72%
Conseq Korporátních Dluhopisů	Česká republika	CZK	-0,34%	-0,34%	--	0,49%
Dluhopisové fondy – zahraniční dluhopisy					3%	2,44%
Conseq Dluhop. Nové Evropy	Východní Evropa	CZK	-1,60%	-1,60%	--	1,39%
Parvest Bond Euro High Yield	Evropa	EUR	0,56%	0,56%	--	0,50%
Templeton Global Bond	Svět	USD	-0,56%	-2,57%	--	0,55%
Nemovitostní fondy					5%	4,29%
Conseq Realitní OPF	Česká republika	CZK	0,07%	0,07%	--	4,29%
Akciové fondy					85%	90,87%
Franklin Mutual Beacon	USA	USD	2,03%	-0,04%	--	10,94%
Parvest Equity USA Small Cap	USA	USD	2,26%	0,19%	--	3,85%
Parvest Equity USA (USD)	USA	USD	3,01%	0,92%	--	10,79%
Franklin European Small-Mid Cap	Evropa	EUR	1,47%	1,47%	--	2,89%
Franklin Mutual European (EUR)	Evropa	EUR	-0,42%	-0,42%	--	6,37%
NN (L) European Equity (EUR)	Evropa	EUR	-0,90%	-0,90%	--	4,28%
Parvest Equity Best Selection	Evropa	EUR	0,31%	0,31%	--	4,36%
Aberdeen Global Japanese	Japonsko	JPY	1,03%	2,19%	--	0,81%
Parvest Equity Japan (JPY)	Japonsko	JPY	0,73%	1,88%	--	4,23%
Conseq Invest Akciový - Třída A	Střední Evropa	CZK	4,83%	4,83%	--	13,31%
Parvest Australia EUR	Austrálie	EUR	-0,30%	-0,30%	--	2,38%
FF - Emerging Asia Fund A-ACC-	Asie	USD	4,69%	2,57%	--	5,38%
Parvest Equity Best Selection	Asie	EUR	3,51%	3,51%	--	4,60%
Templeton Asian Sm. Companies	Asie	USD	6,44%	4,29%	--	2,69%
Templeton Asian Growth	Asie	USD	6,06%	3,91%	--	6,08%
HSBC Latin America	Latinská Amerika	USD	6,89%	4,73%	--	3,76%
Parvest Equity Russia Opportunity	Rusko	USD	2,80%	0,72%	--	0,93%
Parvest Equity Turkey (EUR)	Rozvíjející se trhy	EUR	-0,65%	-0,65%	--	1,04%
Templeton Frontier Markets Fund	Rozvíjející se trhy	USD	3,44%	1,35%	--	2,17%

Vyvážené portfolio

Vyváženému portfoliu se v průběhu prosince opět dařilo. Cena podílové jednotky fondu vzrostla o 0,74%. Nejvyšší zisky si připsaly rozvíjející se trhy (index MSCI EM +5,5 %), následované americkými akciemi. Nejvýkonnějším fondem Vyváženého portfolia se stal fond HSBC Latin America, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení v měně fondu ve výši 6,89 procenta. Na druhém konci spektra byl fond Conseq Dluhopisy Nové Evropy, jenž odepsal 1,60 %.

Přehled podílových listů obsažených v portfoliu						
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	1M výkonnost		Rozložení portfolia	
			v z. měně	V Kč	Neutrální	31. 01. 17
Fondy velmi krátkodobých investic v Kč					15%	17,20%
Conseq Konzervativní Dluhop.	Česká republika	CZK	-0,07%	-0,07%	--	17,20%
Dluhopisové fondy v Kč					35%	22,41%
Conseq Invest Dluhopisový	Česká republika	CZK	-0,21%	-0,21%	--	11,21%
Conseq Korporátních Dluhopisů	Česká republika	CZK	-0,34%	-0,34%	--	11,19%
Dluhopisové fondy – zahraniční dluhopisy					5%	9,55%
Conseq Dluhop. Nové Evropy	Východní Evropa	CZK	-1,60%	-1,60%	--	5,56%
Parvest Bond Euro High Yield	Evropa	EUR	0,56%	0,56%	--	2,05%
Templeton Global Bond	Svět	USD	-0,56%	-2,57%	--	1,94%
Nemovitostní fondy					5%	4,34%
Conseq Realitní OPF	Česká republika	CZK	0,07%	0,07%	--	4,34%
Akciové fondy					40%	46,51%
Parvest Equity USA Small Cap	USA	USD	2,26%	0,19%	--	1,88%
Parvest Equity USA (USD)	USA	USD	3,01%	0,92%	--	5,29%
Franklin Mutual Beacon	USA	USD	2,03%	-0,04%	--	5,25%
Parvest Equity Best Selection	Evropa	EUR	0,31%	0,31%	--	2,23%
Franklin European Small-Mid Cap	Evropa	EUR	1,47%	1,47%	--	1,29%
Franklin Mutual European (EUR)	Evropa	EUR	-0,42%	-0,42%	--	2,92%
NN (L) European Equity (EUR)	Evropa	EUR	-0,90%	-0,90%	--	2,10%
Aberdeen Global Japanese	Japonsko	JPY	1,03%	2,19%	--	0,52%
Parvest Equity Japan (JPY)	Japonsko	JPY	0,73%	1,88%	--	2,14%
Conseq Invest Akciový - Třída A	Střední Evropa	CZK	4,83%	4,83%	--	6,68%
Parvest Australia EUR	Austrálie	EUR	-0,30%	-0,30%	--	1,33%
Parvest Equity Best Selection	Asie	EUR	3,51%	3,51%	--	2,60%
Templeton Asian Sm. Companies	Asie	USD	6,44%	4,29%	--	1,59%
Templeton Asian Growth	Asie	USD	6,06%	3,91%	--	3,16%
FF-Emerging Asia Fund A-ACC	Asie	USD	4,69%	2,57%	--	3,15%
HSBC Latin America	Latinská Amerika	USD	6,89%	4,73%	--	2,15%
Parvest Equity Russia	Rusko	USD	2,80%	0,72%	--	0,51%
Parvest Equity Turkey (EUR)	Rozvíjející se trhy	EUR	-0,65%	-0,65%	--	0,56%
Templeton Frontier Markets Fund	Rozvíjející se trhy	USD	3,44%	1,35%	--	1,17%

Konzervativní portfolio

Konzervativní portfolio zažilo v lednu mírnou ztrátu a odepsalo -0,23 %, a to především díky ztrátám dluhopisových fondů. Nejvýkonnějším fondem Konzervativního portfolio se stal fond Conseq Invest Akciový, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení v měně fondu ve výši 4,83 procenta. Na druhém konci spektra byl fond Conseq Dluhopisy Nové Evropy, jenž odepsal 1,60 %.

Přehled podílových listů obsažených v portfoliu						
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	1M výkonnost v z. měně		Rozložení portfolia	
					Neutrální	31. 01. 17
Fondy velmi krátkodobých investic v Kč					30%	26,96%
Conseq Konzervativní Dluhop.	Česká republika	CZK	-0,07%	-0,07%	--	26,96%
Dluhopisové fondy v Kč					56%	47,70%
Conseq Invest Dluhopisový	Česká republika	CZK	-0,21%	-0,21%	--	23,87%
Conseq Korporátních Dluhopisů	Česká republika	CZK	-0,34%	-0,34%	--	23,83%
Dluhopisové fondy – zahraniční dluhopisy					5%	13,86%
Conseq Dluhop. Nové Evropy	Východní Evropa	CZK	-1,60%	-1,60%	--	6,49%
Parvest Bond Euro High Yield	Evropa	EUR	0,56%	0,56%	--	5,12%
Templeton Global Bond	Svět	USD	-0,56%	-2,57%	--	2,25%
Nemovitostní fondy					4%	4,67%
Conseq Realitní OPF	Česká republika	CZK	0,07%	0,07%	--	4,70%
Akciové fondy					5%	6,65%
Franklin Mutual Beacon	USA	USD	2,03%	-0,04%	--	1,44%
Parvest Equity USA Small Cap	USA	USD	2,26%	0,19%	--	0,35%
Franklin European Small-Mid Cap	Evropa	EUR	1,47%	1,47%	--	0,18%
Parvest Equity Best Selection	Evropa	EUR	0,31%	0,31%	--	1,18%
NN Invest Japan (CZK)	Japonsko	CZK	0,38%	0,38%	--	0,44%
Conseq Invest Akciový - Třída A	Střední Evropa	CZK	4,83%	4,83%	--	0,88%
Parvest Australia EUR	Australie	EUR	-0,30%	-0,30%	--	0,19%
NN Emerging Markets High Div.	Rozvíjející se trhy	CZK	2,69%	2,69%	--	2,11%

□ DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.01.2017



Struktura portfolia ke dni 30.12.2016



□ VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.01.2017

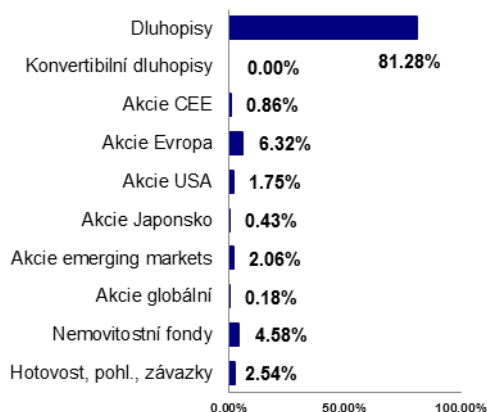


Struktura portfolia ke dni 30.12.2016

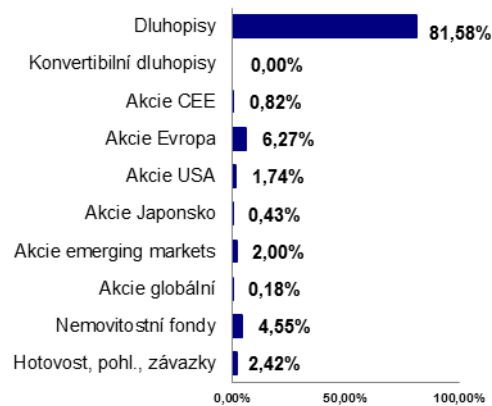


□ KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.01.2017



Struktura portfolia ke dni 30.12.2016



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Zejména v USA začali investoři do svých očekávání promítat avizovanou fiskální expanzi vedoucí k vyššímu ekonomickému růstu a rychlejší akceleraci inflace. Byť nová americká administrativa prozatím hýří pouze dekrety omezující mezinárodní obchod či migraci, opatření zaměřená na fiskální expanzi (snížení daní), eventuálně uvolnění regulace budou dle nás následovat v dalších měsících či čtvrtletích. Ve výsledku se domníváme, že současná situace (zejména utažený trh práce) a ekonomický výhled v USA scénář rychlejší inflace umožní, a to i v důsledku rostoucích cen ropy a potravin. V případě, že dojde v USA k fiskální expanzi, Fed je připraven zareagovat zrychlením (prozatím pomalého) tempa zvyšování úrokových sazeb. Ve výsledku proto nadále očekáváme, že postupný růst obligačních výnosů delších splatností bude, s ohledem na ekonomické tendence v USA, pokračovat. Co se týče Evropy, pravděpodobným scénářem (i s ohledem na politické cykly) je přesun aktivity od měnové, směrem k fiskální politice (jinými slovy, tendence k vyšším rozpočtovým deficitům). Byť ECB prodloužila svůj program odkupu dluhopisů minimálně do konce letošního roku, s ohledem na solidní ekonomické údaje a zejména nárůst inflace nemusí být možnost dřívějšího ukončení/utlumení programu vyloučena. Postupem času by tak i vliv evropské měnové politiky mohl přestat být pro bezrizikové výnosy podpůrný a naopak zvýšená emisní aktivita jednotlivých zemí eurozóny by působila ve směru rostoucích bezrizikových obligačních výnosů (pokles cen dluhopisů). Pro setrvalý růst bude nicméně potřeba vidět nárůst inflace a inflačních očekávání – hlavními faktory možného výraznějšího růstu inflace by mohly být ceny ropy, potravin a slábnoucí kurz eura vůči USD.

V samotném českém prostředí prozatím impuls k růstu výnosů není na pořadu dne, nicméně v delším horizontu vnímáme rizika jednoznačně ve směru růstu požadovaných výnosů (poklesu cen dluhopisů). Každopádně do doby, než bude ukončen intervenční režim, je pravděpodobné, že spekulace na jeho ukončení a na posílení koruny po jeho ukončení budou české výnosy v jejich případném růstu tlumit. V neposlední řadě nelze zapomínat také na pokračující příznivý rozpočtový vývoj (byť ten již letos ve výsledku nemusí zdaleka být tak příznivý jako vloni), který bude držet na uzdě nabídku nově vydávaných státních dluhopisů.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Polské dlouhé výnosy jsou na úrovních z konce ledna (těsně pod 4%) dle našeho názoru velmi atraktivní, a to jak z pohledu nominálního výnosu, 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 příliš je neřeší a povaha nedávného vzednutí inflace není poptávková a tedy per se udržitelná (tj., růst sazeb centrální banky v brzké době nehrozí). Byť jsou rizika růstu obligačních výnosů na zahraničních trzích reálná, domníváme se, že výrazná prémie výnosů polských dluhopisů umožní jejich cenám v dalších měsících postupný růst.

Turecké výnosy na lednových úrovních vnímáme také jako silně atraktivní, důležitým aspektem však bude, aby centrální banka vyřešila problém s kolabující lirou. To, zdá se, již během února zafungovalo. Centrální banka se však nachází pod velkým politickým tlakem (jmenovitě prezidenta Erdogana), aby sazby kvůli zpomalující ekonomice naopak snižovala. Dle nás ale centrální banka v zásadě odolá a udrží či dále zpřísní měnovou politiku, což tamní měně a cenám dluhopisů delších splatností dodá déletrvající podporu. Ta by měla být zvýrazněna tím, že zahraniční investoři byli na začátku roku v tureckých aktivech včetně dluhopisů rekordně podváženi a jakákoliv změna sentimentu k lepšímu se promítne do převisu poptávky nad nabídkou a růstu cen dluhopisů, eventuálně posílení měny.

Měny

U kurzu eura proti dolaru stávající hodnoty kurzu implikují poměrně výrazné inflační a úrokové diferenciály mezi USA a EMU. Ty se v delším horizontu nemusí nevyplnit, což by působilo ve prospěch eura. Nicméně, aktuální tendence a zejména eventuelní naplnění možné fiskální expanze v USA a v reakci restriktivní měnověpolitická odpověď Fedu, mohou kurz dolaru dotlačit vůči euru k paritě či případně i pod ní. Rizikem na evropském poli a v neprospěch eura je navíc nadále politická nejistota v roce 2017 (německé, francouzské, nizozemské volby).

U koruny nadále očekáváme, že centrální banka přistoupí k opuštění kurzového závazku v 2. čtvrtletí, pravděpodobně hned na jeho začátku. V tom nás jen utvrdil inflační obrázek z prosince nejenom v ČR, ale i v eurozóně. Je tomu tak i navzdory tomu, 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 listopadovým a prosincovým nárůstem inflace a opustit režim, která zdělila po předchozí Radě. Navíc, v delším horizontu skutečně očekáváme zesílení inflačních tlaků, dané silnou domácí poptávkou (nízká nezaměstnanost, růst mezd) a inflačními tlaky ze zahraničí. 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 exportérů své existující kontrakty zajistí, není automatické, že koruna po exitu posílí, jak většina investorů spíše čeká. 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 úroveň. Dlouhodobým trendem kvůli vyššímu růstu produktivity zde než v EMU nadále zůstává posilování koruny.

U polského zlotého se naše očekávání z minulého měsíce nemění. Očekáváme, že se kurz zlotého vůči euru postupně vrátí ke 4,30 s tím, jak se dále sníží riziková prémie na polských dluhopisech. V horizontu půl roku by se měl polský zlotý vrátit pod 4,25, poté však další posílení nečekáme. **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 20% 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.

Atraktivnost většiny středoevropských akcií nyní vidíme selektivně v některých akcích, růstových i těch dividendových. V Polsku vidíme 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 středoevropském 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