

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC PROSINEC 2016

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	6



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **141,8322**
 Výkonnost za poslední měsíc **1,86%**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **134,9340**
 Výkonnost za poslední měsíc **1,12%**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **125,0333**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,51%**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

□ DLUHOPISY – USA, EMU

Vývoj na hlavních dluhopisových trzích byl v prosinci diametrálně rozdílný. Poté, co se v listopadu nastartovala korekce na amerických dluhopisech, pokračoval jejich výnosový růst (byť mírnějším tempem) i v prosinci. Desetiletý výnos se tak z úrovní kolem 2,40 % na konci listopadu vyšplhal koncem prosince až na dohled 2,60 %; mírná korekce skoku (o skoro 20 b.b.) způsobeného zasedáním FEDU, kterou jsme viděli v poslední dekádě měsíce, byla důsledkem nižší než očekávané inflace. Podobný vývoj byl i na krátkém konci, kde se po zasedání FEDu dostaly výnosy až na 1,30 % (nejvýše od roku 2009), koncem měsíce však poklesly zpátky k 1,20 Dluhopisy – ČR.

V Evropě byl vývoj odlišný, a to v důsledku ECB. Ta, jak bylo zmíněno, v prosinci prodloužila program odkupu aktiv nejméně do prosince 2017 a provedla některé další změny v parametrech programu. Na krátkém konci křivky se podepsalo odstranění požadavku na minimální výnosy nakupovaných dluhopisů, což mělo dopad zejména na krátké německé výnosy, které se propadly na nová výnosová minima (-80 b.b.). Pokles o 10 b.b. však zaznamenal i dlouhý konec křivky. Spread mezi německými a americkými dlouhými výnosy tak roztáhl na historicky extrémních 235 b.b.

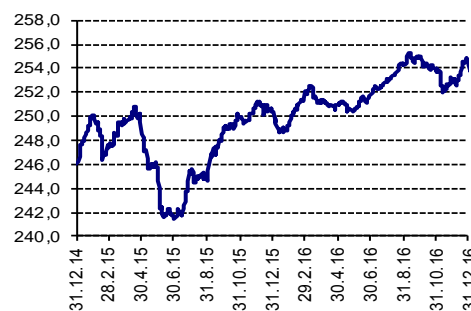
□ DLUHOPISY – ČR

Výnosy delších českých dluhopisů kopírovaly

– jak je zvykem - výnosy Německa.

Výnos desetiletého dluhopisu se vrátil pod 45 b.b., na krátkém konci pak výnosy klesly k -90 b.b. Že za tímto vývojem lokální faktory nebyly lze odůvodnit i z toho, že výrazně vyšší než očekávaná inflace se na českých výnosech nejenom neprojevila očekávatelným způsobem (tj. jejich růstem), ale neprojevila se vůbec nijak. Krátké výnosy klesaly také – tentokrát to spíše nebylo kvůli spekulacím na kurzový závazek ČNB (forwardový kurz koruny vůči euru byl v prosinci stabilní) ale snahou investorů optimalizovat objem volné hotovosti s blížícím se koncem roku (jež určuje výši příspěvků do rezolučního fondu pojištění bank).

Bloomberg Effas Czech Index



□ DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Poté, co delší polské výnosy v listopadu vzrostly na úroveň neviděnou od léta roku 2014 a vzhledem k tomu, jaký byl vývoj na evropských dluhopisových trzích, nepřekvapí, že během prosince poklesly, a to na střední části křivky i na jejím delším konci (rozsahem 15-25 b.b.). Z domácích faktorů se na výnosech podobně jako v ČR nepodepsalo nic a neprojevalo se zde ani zvýšení sazeb americkou centrální bankou.

Turecké dluhopisy

Kratší turecké dluhopisy se po cenových poklesech v předcházejících měsících (FED, nestabilita, terorismus) stabilizovaly s tím, jak centrální banka ponechala po překvapivém listopadovém zvýšení v prosinci sazby bez změny. Centrální banka však upozornila, že inflace, která je tak jako tak dlouhodobě nad jejím cílem (5 %), v nejbližších měsících zřejmě vzroste, a to kvůli daňovým změnám i rostoucím cenám energií a potravin. Na dlouhém konci se však neaktivita centrální banky tváří v tvář inflaci stále vysoce nad cílem a slabé liře (vůči dolaru 3,53; v září byl kurs ještě pod 3) projevila růstem inflačních očekávání a tedy nominálních výnosů. Desetiletý výnos vzrostl až přes 11 %. Dále, ruku v ruce s rostoucími inflačními očekáváními a odlivem dolarové likvidity, ztrácela i turecká lira. Po sedmi procentním propadu v listopadu odepsala v prosinci další dvě procenta.

Firemní dluhopisy

Korporátní dluhopisy na obou stranách Atlantiku cenově rostly, přičemž výraznější byl růst u dluhopisů neinvestičního stupně. Index těchto aktiv v USA v prosinci ve srovnání s koncem listopadu přidal 1,8 %, na opačné straně Atlantiku pak 1,7%. V USA se pozitivně projevil

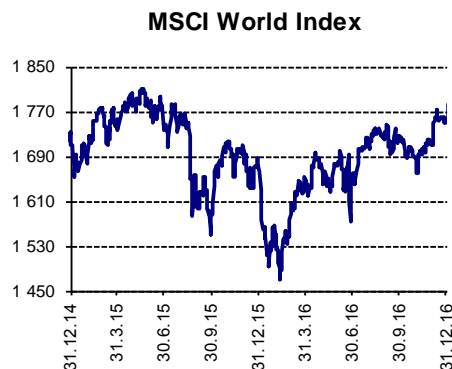
pokračující růst cen ropy, v Evropě pak ohlášení pokračování odkupu aktiv ECB. U investičního stupně byly pohyby menší, ale také pozitivní - +0,7 % a +0,5 %.

Kreditní marže na trhu CDS v prosinci v reakci na zmíněné kroky ECB a pozitivní sentiment klesly o 7,4 bodu v případě dluhopisů investičního stupně. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů neinvestičního stupně) klesl o výrazných 50 bodů. I v případě syntetických derivátů tak byl patrný větší pohyb v segmentu neinvestičního stupně.

AKCIE

Globální trhy

Vyspělé akciové trhy se v prosinci nadále vezly na pozitivní vlně po zvolení Trumpa americkým prezidentem. K dobrým meziměsíčním výkonnostem zřejmě technicky přispěl i konec roku, kdy investoři připravují svá portfolia do nového roku. Americké akcie (index S&P500) si tak připsaly pěkných 1,8 %. Při očekávaném růstu požadovaných výnosů u státních dluhopisů se lépe dařilo akciím růstových společností, o něco hůře se pak vedlo dividendovým akciím např. reprezentantům realitního trhu. Výrazně lépe se vedlo evropským akciím (index DJ STOXX 600), které si v prosinci připsaly pěkných 5,7 %. Hlavním tahounem byl bankovní sektor s premiantem italským Unicredit (meziměsíčně +35,2 %). Zaostávaly opět společnosti s menším provázáním na hospodářský cyklus. Z korporátních zpráv jsme se nedočkaly ničeho důležitého, zveřejňování výsledků hospodaření za čtvrté čtvrtletí uplynulého roku začne v druhém lednovém týdnu.



Středoevropské trhy

Středoevropským akciím se v prosinci dařilo. Téměř všechny indexy se výkonnostně pohybovaly okolo 6 %. Při očekávání rostoucích požadovaných výnosů se dařilo akciím pojišťoven Vienna Insurance Group, Uniqa a polské PZU. Nedávný růst cen surové ropy reflektovaly zase akcie rumunského Petromu. Závěr roku však patřil především polským akciím, které byly ve snaze přípravy portfolií zahraničními investory pro příští rok dokupovány. Dvouciferného zisku tak dosáhly například akcie bank Alior a PKO, utility PGE a Energa nebo ropné společnosti PKN Orlen. Na pražské burze se se silným výhledem na ekonomiku v roce 2017 vedlo téměř všem bankám (Erste Bank a Komerční banka). Atraktivní dividendový výnos okolo 10 % zase pomohl akciím O2 Czech Republic k jedenáctiprocentnímu zhodnocení.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Dynamickému portfoliu se v průběhu prosince opět dařilo. Cena podílové jednotky fondu vzrostla o 1,86%. Výborný měsíc zažily evropské akcie, které se zpožděním doháněly růst v USA. Nejvýkonnějším fondem Dynamického portfolia byl fond Parvest Equity Russia Opportunity, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení ve výši 12,23 procenta. Na druhém konci spektra byl fond PARVEST Equity Best Sel. Asia ex-Japan (EUR), jenž odepsal 1,67%

Výkonnost fondů portfolia byla v prosinci v měně fondu následující:

Aberdeen Global Japanese Sm. Comp. (JPY)	2,05%	Parvest Equity Russia Opportunity	12,23%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	0,34%	Parvest Equity Turkey (EUR)	4,08%
Conseq korporátních dluhopisu, OPF CFIS, a.s. A	0,37%	Parvest Equity USA (USD)	0,82%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	0,34%	Templeton Asian Smaller Comp.Fund USD	-1,52%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	0,19%	Templeton Asian Growth	2,90%
Conseq Invest Akciový - Třída A	4,81%	Templeton Frontier Markets Fund (USD)	2,32%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	0,58%	Templeton Global Bond (USD)	3,24%
Parvest Equity Australia Classic EUR	1,89%	FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD	-1,56%
PARVEST Bond Euro High Yield (EUR)	1,53%	Franklin European Small-Mid Cap Growth	4,07%
PARVEST Equity Best Sel. Asia ex-Japan (EUR)	-1,67%	Franklin Mutual Beacon	1,74%
PARVEST Equity Best Selection Euro (EUR)	6,53%	Franklin Mutual European (EUR)	5,93%
PARVEST Equity USA Small Cap (USD)	0,81%	HSBC GIF Latin American Equity A Cap (USD)	1,84%
Parvest Equity Japan (JPY)	3,53%	NN (L) European Equity (EUR)	5,45%

Vyvážené portfolio

Vyváženému portfoliu se v průběhu prosince opět dařilo. Cena podílové jednotky fondu vzrostla o 1,12%. Výborný měsíc zažily evropské akcie, které se zpožděním doháněly růst v USA. Nejvýkonnějším fondem Vyváženého portfolia byl fond Parvest Equity Russia Opportunity, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení ve výši 12,23 procenta. Na druhém konci spektra byl fond PARVEST Equity Best Sel. Asia ex-Japan (EUR), jenž odepsal 1,67%

Výkonnost fondů portfolia byla v prosinci v měně fondu následující:

Aberdeen Global Japanese Sm. Comp. (JPY)	2,05%	Parvest Equity Australia Classic EUR	0,0189
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	0,34%	PARVEST Bond Euro High Yield (EUR)	1,53%
Conseq korporátních dluhopisu, OPF CFIS, a.s. A	0,37%	PARVEST Equity Best Sel. Asia ex-Japan (EUR)	-1,67%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	0,34%	PARVEST Equity Best Selection Euro (EUR)	6,53%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	0,19%	PARVEST Equity USA Small Cap (USD)	0,81%
Conseq Invest Akciový - Třída A	4,81%	Parvest Equity Japan (JPY)	3,53%
FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD	-1,56%	Parvest Equity Russia Opportunity	12,23%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	4,07%	Parvest Equity Turkey (EUR)	4,08%
Franklin Mutual Beacon	1,74%	Templeton Asian Smaller Comp.Fund USD	-1,52%
Franklin Mutual European (EUR)	5,93%	Templeton Asian Growth	2,90%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap (USD)	1,84%	Templeton Frontier Markets Fund (USD)	2,32%
NN (L) European Equity (EUR)	5,45%	Parvest Equity USA (USD)	0,82%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	0,58%	Templeton Global Bond (USD)	3,24%

Konzervativní portfolio

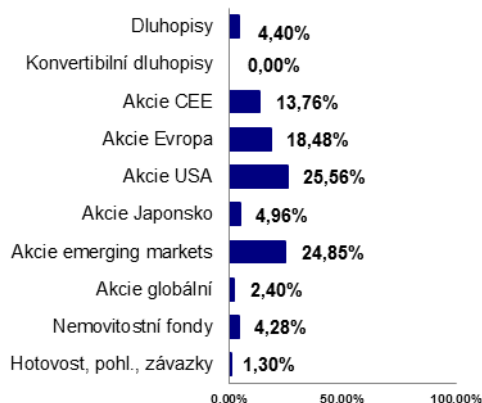
Konzervativní portfolio zažilo v prosinci úspěšný měsíc a připsalo 0,51%, především díky výkonnosti fondů zaměřených na evropské akcie. Nejvýkonnějším fondem Konzervativního portfolia byl fond PARVEST Equity Best Selection Euro, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení ve výši 6,53 procenta.

Výkonnost fondů portfolia byla v prosinci v měně fondu následující:

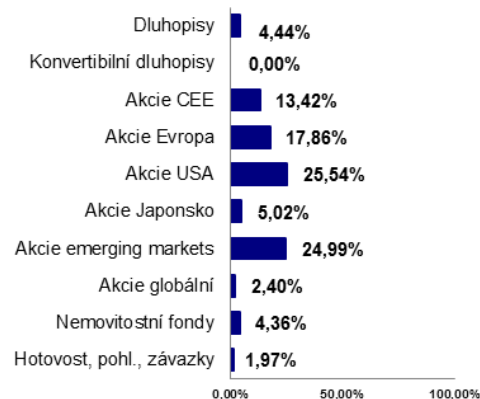
Conseq korporátních dluhopisu, OPF CFIS, a.s. A	0,37%	PARVEST Bond Euro High Yield (EUR)	1,53%
Conseq realitní, OPF CFIS, a.s.	0,15%	PARVEST Equity Best Selection Euro (EUR)	6,53%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	0,19%	PARVEST Equity USA Small Cap (USD)	0,81%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	0,34%	Franklin European Small-Mid Cap Growth	4,07%
Conseq Invest Akciový - Třída A	4,81%	Templeton Global Bond (USD)	3,24%
Franklin Mutual Beacon	1,74%	PARVEST Bond Euro High Yield (EUR)	1,53%

□ DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 30.12.2016

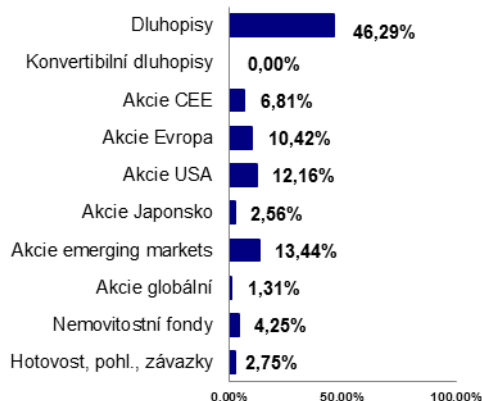


Struktura portfolia ke dni 30.11.2016



□ VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 30.12.2016

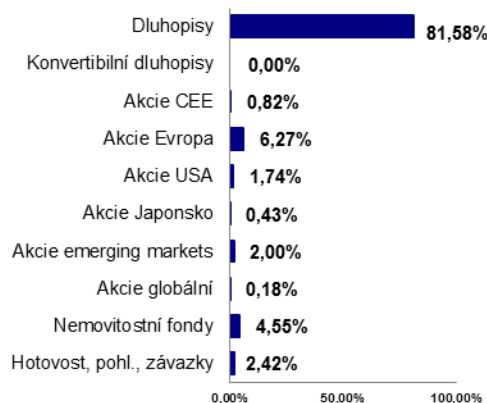


Struktura portfolia ke dni 30.11.2016

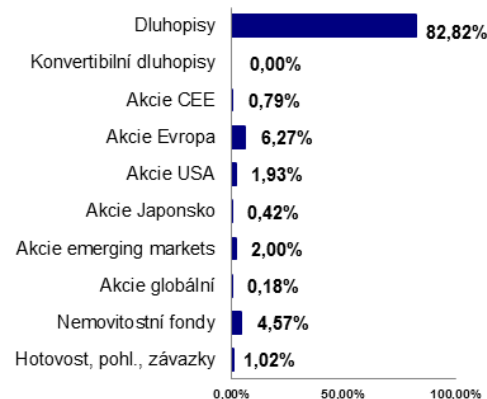


□ KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 30.12.2016



Struktura portfolia ke dni 30.11.2016



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Z českého prostředí impuls k růstu výnosů stále nemá proč přijít. Domácí bankovní trh je v masivním a rostoucím přebytku likvidity, ministerstvo financí má nyní díky silně rostoucí ekonomice rychle rostoucí příjmy. Na druhé straně kvůli menšímu přílivu peněz z EU klesají kapitálové výdaje a kvůli nízkým výnosům klesají náklady na obsluhu dluhu. Výsledkem je, že za rok 2016 byl rozpočet v nejvyšším přebytku (62 mld. Kč) od roku 1993, což je meziroční zlepšení o 125 mld. Emisní aktivita MF ČR je tak pochopitelně nízká a převážně na krátkém konci. I když se dá v letošním roce 2017 očekávat zvýšení emisní aktivity (blíží se volby, ekonomika mírně zpomalí, kapitálové výdaje stejným tempem jako v roce 2016 už klesnout nemůžou atd.), vzhledem k masivní likviditě zde i v zahraničí bude z toho plynoucí tlak na růst výnosů do značné míry tlumený. Klíčovým pro české výnosy tedy nadále bude vývoj v EMU, respektive v USA a dalších rozvinutých trzích.

Zejména v USA začali investoři do svých očekávání promítat avizovanou fiskální expanzi vedoucí k vyššímu ekonomickému růstu a rychlejší akceleraci inflace. My 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. Očekáváme proto, 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, 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 taktéž působila ve směru rostoucích bezrizikových obligačních výnosů (pokles cen dluhopisů). Pro setrvalý růst bude také 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.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Ceny polských dluhopisů ještě začátkem prosince pokračovaly v poklesu a jejich riziková prémie nad německé dluhopisy tak dále vzrostla až nad 350 bodů (nejvíce od roku 2012), následně se vývoj otočil. Úrovně výnosů polských dluhopisů delších splatností pokládáme za atraktivní a očekáváme jejich částečný pokles (růst cen dluhopisů) směrem k výnosům eurové křivky. Ekonomice se (navzdory slabému průmyslu) vede dobře, v dalších měsících aktivitu znovu podpoří obnovení čerpání prostředků z fondů EU. Vláda navíc provádí a hodlá dále provádět expanzivní fiskální politiku, což růst v dalším roce podpoří, byť za cenu mírného nárůstu zadlužení. Dokud bude ECB provádět vysoce uvolněnou měnovou politiku (tj., dokud se výrazněji nezvedne inflační výhled v Eurozóně) ani nestandardní chování polské vlády, pokud nebude skutečně excesivní, by investory hladové po výnosu nemělo odradit.

Turecké výnosy na dvouciferných úrovních již dávají fundamentálně více smysl než úrovně z prvních devíti měsíců letošního roku. Hlavní scénář je návrat delších výnosů směrem k 10 %, což ale předpokládá, že v příštím roce zasáhne centrální banka a stabilizuje inflační očekávání, a že FED zvedne sazby jenom mírně. Rizika jsou však vzhledem k politice a jejím vlivům na ekonomiku i měnovou politiku asymetrická a směrem k vyšším výnosům.

Turecké výnosy na dvouciferných úrovních, nad úrovní 11 %, činí tamní vládní dluhopisy atraktivní, byť nadále rizikovou investicí. Ačkoliv nelze vyloučit ještě určitý růst výnosů (pokles cen dluhopisů) zejména s ohledem na globální vývoj, nedomníváme se, že by měl být dramatický. Podíl státních dluhopisů, držенých zahraničními investory, klesl na nejnížší úroveň za posledních několik let. Přetrvávající přebytek globální likvidity a atraktivní úroveň reálných výnosů by měly postupem času posílit zájem globálních investorů. Důležitým předpokladem je rozhodná reakce Turecké centrální banky na poslední vlnu oslabování kurzu TRY, což by umožnilo stabilizaci opětovně zvýšených inflačních očekávání a investičního sentimentu. Rizika zůstávají zejména (geo) politická, z ekonomických pak primárně výrazné zvýšení úrokových sazeb Fedu (jež je však do cen tureckých dluhopisů do značné míry zahrnuto).

Měny

U kurzu eura proti dolaru implikují stávající hodnoty kurzu – 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 vrátí na úroveň bližší (nicméně pod) 1,10, rizikem jsou však výrazně nižší úrovně, zejména pokud by politika v roce 2017 (německé, francouzské, nizozemské volby) do hry opět vrátila redenominační riziko.

U koruny bude nadále pokračovat nudný vývoj (na spotovém trhu; forwardové kurzy budou proti tomu o poznání volatilnější), většinu času bude na hranici 27,025, a bude tudíž nutit ČNB k intervencím. Exit z intervenčního režimu je s ohledem na velmi dobrý ekonomický vývoj, vyšší inflační údaje, zesilující mzdový růst a nízkou nezaměstnanost dle nás reálný již v průběhu 2. kvartálu 2017. V případě výraznějšího posílení koruny však ČNB pravděpodobně zasáhne a dalšími intervencemi apreciační tlaky zkoriguje. Výsledné posílení koruny by tak v roce 2017 nemuselo být výrazné, pouze v řádu jednotek procent. **Polský zlotý** se dle nás postupně vrátí (posílí) ke 4,30 s tím, jak se postupně sníží riziková prémie na polských dluhopisech. Listopadový výprodej polských aktiv nedává fundamentálně smysl a jeho korekce v prosinci byla zatím jenom částečná, posílení pod 4,20 však prozatím není pravděpodobné. **Maďarský forint** dle nás bude profitovat z velmi dobrého makro obrázku – posílení ke hranici 300 je tak dle nás nadále reálné i navzdory volnější měnové politice centrální banky.

Globální akciové trhy

Na **akciové trhy** jsme **pozitivní**. 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.

Akciové trhy střední a východní Evropy

Atraktivnost většiny střeoevropských 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 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.

Radek Budka
Portfolio manager

Strana 8