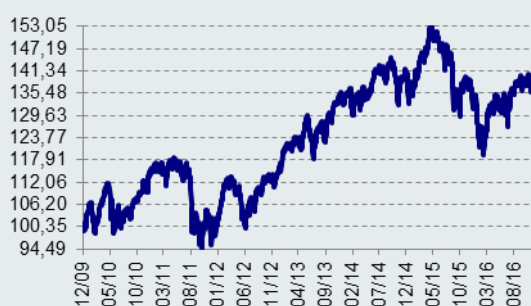


ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC LISTOPAD 2016

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	7



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **139,2420**
Výkonnost za poslední měsíc **0,28%**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **133,4372**
Výkonnost za poslední měsíc **-0,06%**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **124,3940**
Výkonnost za poslední měsíc **-0,27%**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

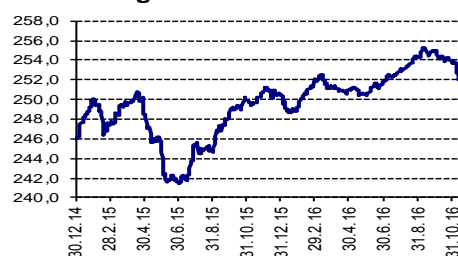
DLUHOPISY – USA, EMU

Výnosy evropských dluhopisů si sice prodělaly růst již v říjnu (spekulace na postupné utlumování programu odkupu aktiv ECB, dobrá ekonomická data z Británie), v listopadu však vyrostly ještě dále. Desetiletý německý výnos se dostal na hodnoty (+0,3 %) neviděné od února letošního roku, italský výnos dokonce nad 2 %, kde nebyl od léta 2015. Z toho, že ještě větším výnosovým růstem prošly dlouhé americké výnosy (desetiletý výnos se vyšplhal z 1,8% až na dohled 2,4 %) je zřejmé, že se muselo v listopadu něco podstatného stát, a že to musela být událost americké provenience. Tou událostí byly samozřejmě americké volby, ve kterých zvítězil Donald Trump. Vzhledem k jeho ekonomickému plánu založenému na fiskální expanzi došlo totiž k růstu inflačních očekávání, který se pak projevil v (nominálních) výnosech dluhopisů. V Eurozóně pak byla ve druhé polovině měsíce vidět drobná korekce, když ECB naznačila, že bude pokračovat v odkupu aktiv i po březnu 2017.

DLUHOPISY – ČR

Podobně jako v říjnu i v listopadu kopírovaly dlouhé výnosy vývoj německých Bundů. Výnos desetiletého dluhopisu se vlivem Trumpova vítězství dostal až nad +0,6%, kde nebyl od února tohoto roku. Po předchozích 2 měsících intenzivních spekulací na brzké ukončení kurzového závazku došlo v listopadu k jejich utlumení, což zmírnilo tlak na krátký konec křivky.

Bloomberg Effas Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Polská křivka během listopadu výrazně zvýšila svůj sklon. Výnosy na krátkém konci vzrostly na konci listopadu ve srovnání s koncem října pouze o necelých 10 b.b. na 1,9%, na dlouhém konci se díky růstu výnosů na vyspělých trzích dostaly během listopadu i na hodnoty (3,7 %), kde nebyly od léta roku 2014. Měsíc pak dlouhé výnosy ukončily na úrovni 3,65 %, co představovalo meziměsíční nárůst o 55 bps.

Turecké dluhopisy

Pokles cen tureckých dluhopisů v listopadu výrazně akceleroval. Tento vývoj iniciovaly především prezidentské volby v Americe; v důsledku pak očekávání růstu americké inflace, a tudíž rychlejšího růstu měnověpolitických sazeb Fedu (výprodej aktiv rozvíjejících trhů, který odstartovalo vítězství Donalda Trumpa, se Turecku nemohl vyhnout). Situaci vedle toho zhoršovaly jak nedobré vnější vztahy, tak nízká důvěra investorů v nezávislost centrální banky. Ta vedla trh ke spekulacím, že navzdory masivnímu propadu liry (nové historické minimum vůči dolaru 3,36) nedovolí politický tlak ze strany prezidenta Erdogana centrální bance zvednout sazby a odliv kapitálu zastavit. Nakonec se však taková očekávání nevyplnila, když centrální banka překvapivě (a poprvé po třech letech) zvýšila klíčovou repo sazbu o 50 bps na 8 %. Na stabilizaci měny to však prozatím nestačilo. Výnosy skončily měsíc nad 10 %, na dlouhém konci na dohled úrovně 11% a meziměsíčně vzrostly o výrazných 100 – 130 bps.

Firemní dluhopisy

Korporátní dluhopisy na obou stranách Atlantiku následovaly vývoj svých vládních protějšků, cenové propady však byly u dluhopisů investičního stupně větší ve Spojených státech (-2,7 % dle indexu Bloomberg) nežli v Evropě (-1 %). To bylo dáno výraznějším růstem inflačních očekávání v USA, primárně v důsledku výsledku prezidentských voleb. U neinvestičního stupně byl naopak vývoj cenově příznivější v USA, kde díky váze energetického sektoru a vývoji cen ropy byl cenový pokles menší (-0,2 %) než v Evropě (-0,7%). Index Markit iTraxx Europe (mapující marže CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) vzrostl relativně mírně (+6 bodů; 80 bps). Marže CDS kontraktů na společnosti s neinvestičním ratingem dle indexu iTraxx Xover vzrostly o 8,5 bodů na 338 b.

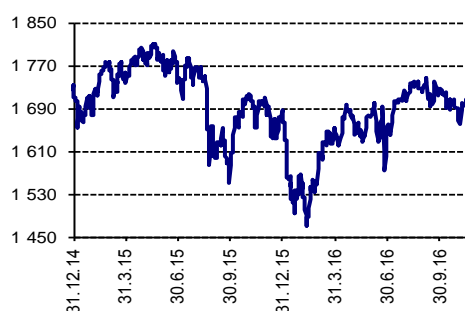
Celkově je zejména v USA patrná nervozita z pokročilé fáze ekonomického cyklu, zvyšování sazeb FEDem. Stejně tak již delší dobu mírně rostou i marže CDS kontraktů v EU (od září zhruba z úrovně 300 bps pro Xover; z úrovně kolem 65 bps pro IG).

AKCIE

Globální trhy

Před prezidentskými volbami v USA byla na akciových trzích znát určitá nervozita. Většina trhů tak začala se ztrátami, které se v průběhu dne po sečtení hlasů ještě více prohloubily. Pro mnohé překvapivé vítězství Donalda Trumpa však bylo rychle bráno jako příležitost pro oživení americké ekonomiky a ještě tentýž den trhy zavřely v plusu. Zisky vyspělých trhů se po zbytek měsíce postupně navyšovaly až americký index S&P 500 zavřel oproti konci října o 3,4% výše.

MSCI World Index



Evropské trhy více méně kopírovaly své americké protějšky. Meziměsíční zisky však byly z obav možných protekcionistických kroků budoucí Trumpovy administrativy nižší (index DJ STOXX 0,9%). Na poli ekonomických dat z jednotlivých zemí ani ze strany centrálních bank jsme se nedočkaly zásadních změn a tak se pozornost většiny investorů točila okolo nově zvoleného amerického prezidenta a pozvolného nastavování portfolií pro rok 2017.

Listopad byl pro rozvíjející se trhy nejhorší měsíc za posledních x měsíců. Hlavní příčinou bylo zvolení Donalda Trumpa americkým prezidentem. Turecký, mexický a brazilský trh ztratily více než 10 procent v dolarovém vyjádření. Překvapivá měnová reforma v Indii pak negativně ovlivnila místní trh. Naopak nejméně ztrácely čínské akcie.

Středoevropské trhy

Středoevropské akcie jakoby stály stranou světového dění a nezaznamenaly větších změn. Téměř jedno procento si připsal maďarský index BUX, když se při oznámeném plánovaném uvolnění zdanění dařilo především telekomunikační společnosti Magyar Telekom (+5,8%). Polský index WIG 30 zůstal nezměněn. Pěkného dvouciferného zisku dosáhl těžař mědi KHGM, jenž jen reflektoval růst cen světové mědi. Základem pro to bylo opět zvolení Trumpa prezidentem s jeho velkým plánem na zvýšení výdajů na infrastrukturní projekty. Solidní růst ceny akcie si připsal také těžař koksovateľného uhlí JSW, jehož základem byl i v tomto případě výrazný růst cen uhlí. Nedařilo se utilitám (PGE, Enea, Energa) nebo bankám (MBank, Millennium Bank, BZ WBK, Alior, PKO BP). Nejhuře dopadl český index PX (-4,4%). Důvodem byly propady všech velikých společností. ČEZ s cenami silové elektřiny korigoval předchozí zisky, Erste Bank i Komerční banky se pak týkaly spíše technické faktory. Radost s mírným růstem požadovaných výnosů u státních dluhopisů dělaly akcie pojišťovny Vienna Insurance Group, přičemž nesmíme opomenout ani výrazné 14% zhodnocení akcií CETV (majitele televize Nova, Markíza,...).

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

V průběhu listopadu jsme se rozhodli v rámci Dynamického portfolio nahradit fond PARVEST Equity Best Selection Europe za fond PARVEST Equity Best Selection Euro (eurozóna). Za touto změnou stojí, dle našeho názoru, příliš vysoká valuace akciového trhu ve Spojeném království, který ještě plně nerefletoval případné dopady brexitu. Koruna oslabila vůči americkému dolaru, což zvýšilo objem závazků z operací měnového zajištění.

V průběhu listopadu cena podílové jednotky fondu vzrostla o 0,28%. Nejlépe se dařilo akciím v USA, které se nejprve propadly po překvapivém vítězství Donalda Trumpa v amerických volbách, poté však svůj vývoj otočily. Nejvýkonnějším fondem Dynamického portfolio byl fond PARVEST Equity USA Small Cap, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení ve výši 9,33%. Na druhém konci spektra byl fond HSBC GIF Latin American Equity A Cap (USD), jenž odepsal 10,87%

Výkonnost fondů portfolio byla v listopadu v měně fondu následující:

Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	1,65%	PARVEST Bond Euro High Yield (EUR)	-0,50%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	-0,34%	PARVEST Equity Best Sel. Asia ex-Japan	1,53%
Conseq korporátních dluhopisu, OPF CFIS, a.s. A	-0,46%	PARVEST Equity Best Selection Euro (EUR)	-0,10%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	-0,06%	PARVEST Equity USA Small Cap (USD)	9,33%
Conseq Invest Akciový - Třída A	-3,30%	Parvest Equity Japan (JPY)	5,04%
FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD	-5,56%	Parvest Equity Russia Opportunity	3,11%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	3,29%	Parvest Equity Turkey (EUR)	-10,75%
Franklin Mutual Beacon	4,80%	Parvest Equity USA (USD)	3,77%
Franklin Mutual European (EUR)	1,54%	Templeton Asian Smaller Comp. Fund USD	-6,84%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap (USD)	-10,87%	Templeton Asian Growth	-0,37%
NN (L) European Equity (EUR)	0,66%	Templeton Frontier Markets Fund (USD)	-0,30%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	-3,35%	Templeton Global Bond (USD)	0,84%
Parvest Equity Australia Classic EUR	2,12%		

Vyvážené portfolio

V průběhu listopadu jsme se rozhodli v rámci Vyváženého portfolio nahradit fond PARVEST Equity Best Selection Europe za fond PARVEST Equity Best Selection Euro (eurozóna). Za touto změnou stojí, dle našeho názoru, příliš vysoká valuace akciového trhu ve Spojeném království, který ještě plně nerefletoval případné dopady brexitu. Koruna oslabila vůči americkému dolaru, což zvýšilo objem závazků z operací měnového zajištění.

Vyvážené portfolio za měsíc listopad přidalo lehce kladné zhodnocení -0,06%. Nejlépe se dařilo akciím v USA, které se nejprve propadly po překvapivém vítězství Donalda Trumpa v amerických volbách, poté však svůj vývoj otočily. Nejvýkonnějším fondem Vyváženého portfolio byl fond PARVEST Equity USA Small Cap, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení ve výši 9,33%. Na druhém konci spektra byl fond HSBC GIF Latin American Equity A Cap (USD), jenž odepsal 10,87%.

Výkonnost fondů portfolio byla v listopadu v měně fondu následující:

Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	1,65%	PARVEST Bond Euro High Yield (EUR)	-0,50%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	-0,34%	PARVEST Equity Best Sel. Asia ex-Japan	1,53%
Conseq korporátních dluhopisu, OPF CFIS, a.s. A	-0,46%	PARVEST Equity Best Selection Euro (EUR)	-0,10%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	-0,06%	PARVEST Equity USA Small Cap (USD)	9,33%
Conseq Invest Akciový - Třída A	-3,30%	Parvest Equity Japan (JPY)	5,04%
FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD	-5,56%	Parvest Equity Russia Opportunity	3,11%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	3,29%	Parvest Equity Turkey (EUR)	-10,75%
Franklin Mutual Beacon	4,80%	Parvest Equity USA (USD)	3,77%
Franklin Mutual European (EUR)	1,54%	Templeton Asian Smaller Comp. Fund USD	-6,84%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap (USD)	-10,87%	Templeton Asian Growth	-0,37%
NN (L) European Equity (EUR)	0,66%	Templeton Frontier Markets Fund (USD)	-0,30%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	-3,35%	Templeton Global Bond (USD)	0,84%
Parvest Equity Australia Classic EUR	2,12%		

Konzervativní portfolio

V průběhu listopadu jsme se rozhodli nahradit fond PARVEST Equity Best Selection Europe za fond PARVEST Equity Best Selection Euro (eurozóna). Za touto změnou stojí, dle našeho názoru, příliš vysoká valuace akciového trhu ve Spojeném království, který ještě plně nerefletoval případné dopady brexitu. Koruna oslabila vůči americkému dolaru, což lehce zvýšilo objem závazků z operací měnového zajištění

Konzervativní portfolio zažilo v měsíci listopadu mírnou ztrátu -0,27%, především kvůli výkonnosti fondů zaměřených na rizikové dluhopisy. Nejvýkonnějším fondem Konzervativního portfolio byl fond PARVEST Equity USA Small Cap (USD), který dosáhl meziměsíčního zhodnocení ve výši 9,33 procenta.

Výkonnost fondů portfolio byla v listopadu v měně fondu následující:

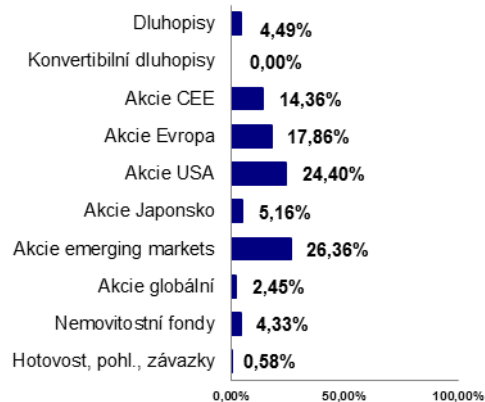
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	-0,34%	NN (L) Japan Equity (CZK)	5,58%
Conseq korporátních dluhopisu, OPF CFIS, a.s. A	-0,46%	Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	-3,35%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	-0,06%	Parvest Equity Australia Classic EUR	2,12%
Conseq Invest Akciový - Třída A	-3,30%	PARVEST Bond Euro High Yield (EUR)	-0,50%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	3,29%	PARVEST Equity Best Selection Euro (EUR)	-0,10%
Franklin Mutual Beacon	4,80%	PARVEST Equity USA Small Cap (USD)	9,33%

□ DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 30.11.2016

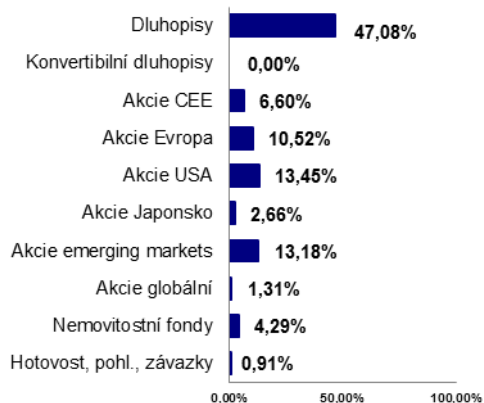


Struktura portfolia ke dni 31.10.2016

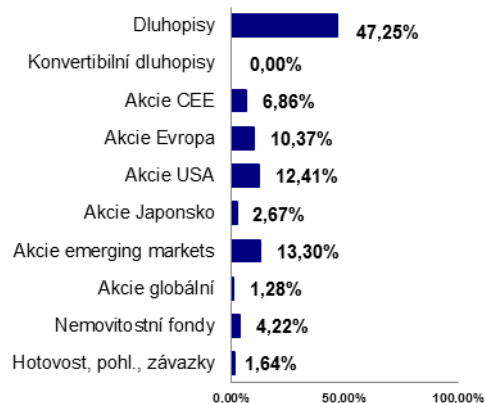


□ VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 30.11.2016

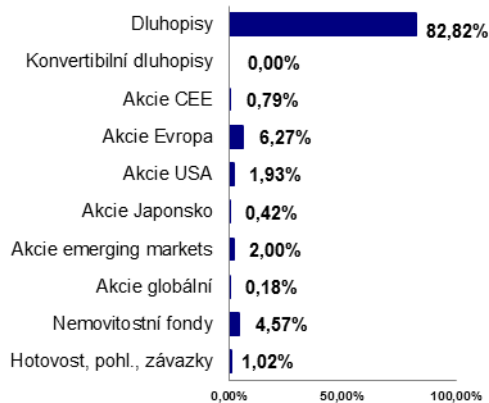


Struktura portfolia ke dni 31.10.2016

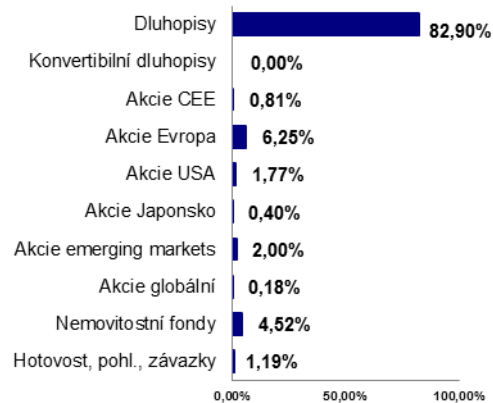


□ KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 30.11.2016



Struktura portfolia ke dni 31.10.2016



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 prvních 11 měsíců roku byl rozpočet v nejvyšším přebytku (55,5 mld. Kč) od roku 1993, což je meziroční zlepšení o 85 mld. Emisní aktivita MF ČR tak pochopitelně zůstávala nízká a převážně na krátkém konci. I když se dá očekávat zvýšení emisní aktivity (zhoršení rozpočtového vývoje) s blížícími se volbami v roce 2017, vzhledem k masivní likviditě zde i v zahraničí bude eventuální tlak na růst výnosů relativně omezený. Klíčový tak i nadále bude vývoj na hlavních zahraničních dluhopisových trzích. Zejména v USA začali investoři do svých očekávání promítat avizovanou fiskální expanzi vedoucí k vyššímu ekonomickému růstu a rychlejší akceleraci inflace. Požadované dluhopisové výnosy tak v reakci na volby citelně vzrostly. Zda budoucí vývoj naplní tato očekávání je otázka, my se nicméně domníváme, že současná situace (zejména utažený trh práce) a ekonomický výhled v USA scénář rychlejší inflace podporovaly již předtím. Očekáváme proto, že postupný růst obligačních výnosů delších splatností bude, s ohledem na ekonomické tendence v USA, pokračovat. Co se týče Evropy, ECB by ráda viděla přesun aktivity od měnové, směrem k fiskální politice (jinými slovy, tendence k vyšším rozpočtovým deficitům). 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, zejména v segmentu delších splatností (pokles cen dluhopisů). Pro setrvalý růst bude také potřeba vidět nárůst inflace a inflačních očekávání: to první sice v nejbližších měsících v Eurozóně uvidíme, ale pouze kvůli bazickému efektu.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Polskou rizikovou prémii nad německými dluhopisy, která během listopadu dosáhla na desetileté splatnosti místy až 340 bodů (nejvíce od roku 2012), pokládáme za velmi atraktivní, protože nevidíme fundamentální důvod k takovému nárůstu. Prodloužení programu odkupu aktiv v EMU dle nás povede k jejímu utažení a k mírnému poklesu polských výnosů. Ekonomice se (navzdory slabému průmyslu) vede dobře, vláda navíc provádí a hodlá dále provádět fiskálně expanzivní politiku, což růst v dalším roce podpoří, byť za cenu mírného nárůstu zadlužení. Dokud bude ECB provádět uvolněnou měnovou politiku (tj., dokud se nezvedne inflační výhled v Eurozóně) ani nestandardní chování polské vlády, pokud nebude skutečně excesivní, investory hladové po výnosu neodradí.

Turecké výnosy na dvouciferných úrovních, poblíž 11 %, již činí tamní vládní dluhopisy atraktivní, byť rizikovou investicí. Ačkoliv nelze vyloučit ještě určitý růst zejména s ohledem na globální vývoj, nečekáme, že bude dramatický. Podíl státních dluhopisů, držených zahraničními investory, klesl na nejnižší úroveň za posledních několik let. Přetrvávající přebytek likvidity a absolutně atraktivní výnosové úrovně kolem 11 % si však jistě své zájemce najdou, zejména za předpokladu stabilizace inflace na současné snížené úrovni. Riziko vidíme ve výraznějším zatažení Turecka do pokračujícího geopolitického konfliktu v Sýrii, potažmo eskalaci problému ve vztahu ke Kurdské menšině.

Měny

Navzdory našim očekáváním se vítězství D. Trumpa neprojeví oslabením americké měny, právě naopak. Stávající hodnoty kurzu eura vůči dolaru však implikují – podobně jako v listopadu či březnu roku 2015 – příliš velké inflační a úrokové diferenciály mezi USA a EMU, které se dle nás nemusí naplnit. Euru počátkem prosince dále uškodilo italské referendum a společná evropská měna se dostala na dostřel 1,05. Domníváme se, že se eurodolar bude v nadcházejícím období pohybovat v pásmu 1,00 – 1,05, nelze přitom vyloučit atak magické parity, byť fundamentálně pro to spíše důvody nevidíme.

U koruny bude nadále pokračovat nudný vývoj, 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. ECB navíc oznámila snížení objemu odkupů dluhopisů

od dubna 2017 (program bude nicméně pokračovat minimálně do konce 2017). **Polský zlotý** se dle nás postupně vrátí k hladině 4,30 s tím, jak se pozvolna sníží riziková prémie na polských dluhopisech. Listopadový výprodej polských aktiv nedává fundamentálně smysl, posílení pod 4,20 však nadále nečekáme. **Maďarský forint** dle nás bude profitovat z velmi dobrého makro obrázku – posílení k hranici 300 je tak dle nás nadále reálné i navzdory volnější měnové politice centrální banky. Síla listopadového oslabení není podobně jako v Polsku odůvodněná.

Globální akciové trhy

Mnohé akciové trhy nabízí zajímavé **růstové příležitosti**, jejich atraktivita spočívá i z pohledu relativního srovnání s jinými třídami aktiv, jako například dluhopisy. Akcie se jeví levné zvláště v prostředí ultra 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 předvolební kampaň se nesla 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 nebo smršť parlamentních voleb v Evropě.

Akciové trhy střední a východní Evropy

Atraktivnost většiny středoevropských akcií nyní vidíme selektivně v některých akciích, růstových i těch dividendových. Pro polské akcie nadále platí riziko překvapivých kroků vládní strany PiS. 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 Tarczyński 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. Naopak negativní výhled máme na většinu bankovního sektoru, zvláště pak toho polského. Opatrní jsme zároveň na společnosti s vysokým vlivem státu.

Radek Budka
Portfolio manager