

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ŘÍJEN 2016

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	7



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **138,8526**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,15%**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **133,5137**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,15%**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **124,7288**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,24%**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

▣ DLUHOPISY – USA, EMU

Po několika měsících, kdy se výnosy pohybovaly pouze směrem dolů či stagnovaly, zaměřily dluhopisové výnosy na vyspělých trzích během října poměrně viditelně vzhůru.

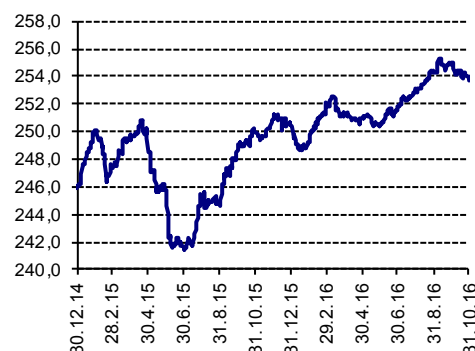
Pohyb na evropském dluhopisovém trhu odstartovaly na začátku měsíce spekulace, že se v ECB mluví o „taperingu“, tj. o postupném utlumování programu odkupu aktiv, který ECB provádí. Ačkoliv ECB nic takového neřekla (toliko potvrdila samozřejmý fakt, že *když* se rozhodne program ukončit, bude tak činit postupně, nikoliv náhle), výnosy vládních dluhopisů delších splatností zaměřily nahoru. Následně, po dobrých datech z Velké Británie, kde ekonomika ve třetím čtvrtletí navzdory pesimistickým predikcím vzrostla o solidních 0,5% q/q a kde se vlivem dalšího oslabení libry přestalo očekávat další uvolnění měnové politiky, vzrostly na před-Brexitovou úroveň britské výnosy (10Y na 1,25 %). To s sebou samozřejmě přineslo i další růst výnosů v Eurozóně. Oproti začátku října tak německé desetileté výnosy vzrostly o skoro 30 b.b. a vrátily se nad nulu (0,15 %). Ještě výraznější byl růst např. v Itálii, kde výnosy vzrostly o 60 b.b. na nejvyšší hodnoty (1,75%) od letošního února. Tento vývoj se samozřejmě nemohl neprojevit na výnosech na druhé straně Atlantiku – na krátkém konci byly změny minimální, na dlouhém konci však vzrostly americké výnosy během října o 25 b.b. na 1,8 %.

▣ DLUHOPISY – ČR

Vývoj na českých státních dluhopisech byl v říjnu, podobně jako v září, velmi zajímavý.

Krátký konec křivky se vlivem pokračujících spekulací na ukončení intervenčního režimu ČNB ponořil ještě hlouběji do záporných hodnot: český dvouletý výnos se dokonce propadl pod výnos švýcarského dvouletého dluhopisu a dosáhl historického světového minima -1,2%! Na dlouhém konci byla situace jiná, když výnosy kopírovaly výnos německých výnosů a na splatnosti 10 let vzrostly na dohled 50 b.b. , tj. o 25 bodů nad úroveň z konce září.

Bloomberg Effas Czech Index



▣ DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Polská křivka během října mírně vzrostla a zvýšila svůj sklon. Výnosy na krátkém konci vzrostly na konci října ve srovnání s koncem září o zhruba 5 b.b. na 1,8 %, na dlouhém konci se díky růstu v okolních zemích, zejména Německu, vrátily poprvé od konce června nad 3 %, což bylo o zhruba o 20 b.b. výš než na začátku října. Domácí data se na křivce nijak neprojevila, celý pohyb byl v důsledku vývoje v zahraničí.

Turecké dluhopisy

Turecké dluhopisy během října klesly na ceně, a to jak na krátkém konci (kde se výnosy dostaly znovu nad 9 %), tak na dlouhém konci, kde se vrátily na skoro 10 %. Na krátkém konci nepomohlo ani říjnové pozastavení (poprvé od března) v procesu snižování sazeb, které bylo pravděpodobně motivováno jak oslabujícím kurzem TRY (lira klesla na nové historické minimum proti dolaru), tak hrozbou rostoucích cen komodit, zejména ropy. Na trhu totiž převládla politická nejistota a rostoucí pravděpodobnost zvýšení sazeb v USA v letošním roce.

Firemní dluhopisy

Segment firemních dluhopisů byl relativně odolný růstu delších bezrizikových výnosů. Hůře na tom byly dluhopisy investičního stupně delších splatností, jejichž výnosy rostly v souladu s vyššími výnosy státních benchmarků při zhruba stabilitě kreditních marží. Naproti tomu kreditní marže dluhopisů nižších ratingových kategorií klesaly za podpory přílivu solidních makroekonomických údajů z obou stran Atlantiku, stejně tak jako v úhrnu příznivých

zveřejňovaných firemních výsledků. Koncentrace zájmu investorů souvisí s tím, že zatímco průměrné marže v investičním stupni již nenabízí nijak atraktivní absolutní úroveň výnosů, dluhopisy spekulativních ratingových kategorií prozatím stále ano. To podporuje i nízká očekávaná míra úvěrového selhání pro zbytek roku. Za listopad kreditní marže firemních dluhopisů investičního stupně stagnovala, v případě spekulativního stupně klesla o 31 bps na 342 bps – měřeno indexy iBoxx EUR.

Index Markit iTraxx Europe (mapující marže CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) taktéž stagnoval (73 bodů). Marže CDS kontraktů na společnosti s neinvestičním ratingem dle indexu iTraxx Xover klesly o 3 body na 330 b.

AKCIE

Globální trhy

Globální akciové trhy jakoby se postupně připravovaly na blížící se volby amerického prezidenta. Americký akciový index S&P 500 téměř celý měsíc vyklesával, přičemž poslední týden s rostoucími preferencemi Donalda Trumpa byla nervozita investorů cítit nejvíce. K jestřábímu kroku v podobě zvýšení základní úrokové sazby se v takovém prostřední neodvážila ani americká centrální banka FED a tak si americké akcie, i přes relativně dobré výsledky hospodaření společností za 3. čtvrtletí, od konce září odepsaly 1,9 %. Menší nervozita panovala také v Evropě, na kterou by v případě

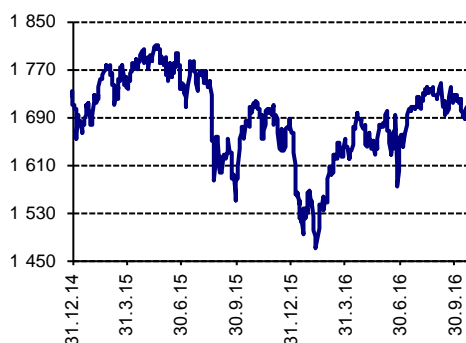
vítězství Trumpa mohl negativně dopadnout vyšší americký protekcionismus, popřípadě méně predikovatelná zahraniční politika USA. Zároveň se novinové titulky vracely k tématu Brexitu, což znamenalo 1,2 % propad evropských akcií (měřeno indexem DJ STOXX 600).

V říjnu se opět akciím obchodovaných na rozvíjejících se trzích dařilo více než v rozvinutých zemích. Hodnota indexu MSCI Emerging Markets, který reflektuje jejich vývoj, vzrostl o 2,2 procenta v korunovém vyjádření. Nejvíce se dařilo brazilským akciím. Místní akciový index poskočil o 13,3 procent v dolarovém vyjádření a je tak nejvýkonnějším akciovým indexem na světě v této metrice, a je o více než 80 procent výše než na konci loňského roku.

Středoevropské trhy

Středoevropské akcie jakoby stály stranou světového dění a připsaly si solidní zisky. Nadále se velice dobře vedlo maďarským akciím (index BUX +7,7%) a to bance OTP, ropné společnosti MOL nebo farmaceutickému Gedeonu Richteru. V Polsku (index WIG 30 +6,2%) si výkonnostní bonanzu užívaly firmy z těžařského sektoru, konkrétně těžař koksovatelného uhlí JSW a hnědé uhlí Bogdanka. Dobrá důvěra polského spotřebitele se pozitivně materializovala do výkonnosti retailových společností LPP a CCC. V Praze (index PX +6,7%) se velice slušně dařilo celému finančnímu sektoru. Nejvyšších zisků, při pravděpodobném zařazení do indexu MSCI, dosáhla Moneta bank (+12,1%), akcie Erste bank pak více méně reflektovaly pozitivní sentiment na celý evropský bankovní sektor. Při rostoucích cenách silové elektřiny se dařilo také akciím ČEZu.

MSCI World Index



STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

V průběhu října jsme se rozhodli v rámci Dynamického portfolio zvýšit podíl akciových fondů investujících v Turecku oproti těm, které investují v Ruské Federaci, kde se obáváme větších geopolitických rizik než v Turecku. Druhým důvodem je i rychlý růst akciového trhu v Ruské Federaci v průběhu posledních několika měsíců. Koruna oslabila vůči americkému dolaru, což lehce zvýšilo objem závazků z operací měnového zajištění.

Většinou fondů Dynamického portfolio se v průběhu října dařilo. V čele výkonnostního pelotonu se pohybovaly fondy investující v Latinské Americe a v Japonsku. Nejvýkonnějším fondem Dynamického portfolio byl fond HSBC Latin American Equity, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení ve výšince 8,74 procenta.

Výkonnost fondů portfolio byla v říjnu v měně fondu následující:

Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. (JPY)	5,23%	PARVEST Bond Euro High Yield (EUR)	0,26%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	0,23%	PARVEST Equity Best Sel. Asia ex-Japan (EUR)	0,02%
Conseq korporátních dluhopisu, OPF CFIS, a.s. A	0,16%	PARVEST Equity Best Selection Europe (EUR)	-1,08%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	0,19%	PARVEST Equity USA Small Cap (USD)	-4,34%
Conseq Invest Akciový - Třída A	3,68%	Parvest Equity Japan (JPY)	4,76%
FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD	-1,86%	Parvest Equity Russia Opportunity	1,57%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	-3,30%	Parvest Equity Turkey (EUR)	2,47%
Franklin Mutual Beacon	-0,60%	Parvest Equity USA (USD)	-2,46%
Franklin Mutual European (EUR)	0,32%	Templeton Asian Smaller Companies (1009) USD	-0,94%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap (USD)	8,74%	Templeton Asian Growth	0,68%
NN (L) European Equity (EUR)	-0,75%	Templeton Frontier Markets Fund (USD)	0,48%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	-0,77%	Templeton Global Bond (USD)	4,08%
Parvest Equity Australia Classic EUR	-3,07%		

Vyvážené portfolio

V průběhu října jsme se rozhodli v rámci Vyváženého portfolio zvýšit podíl akciových fondů investujících v Turecku oproti těm, které investují v Ruské Federaci, kde se obáváme větších geopolitických rizik než v Turecku. Druhým důvodem je i rychlý růst akciového trhu v Ruské Federaci v průběhu posledních několika měsíců. Koruna oslabila vůči americkému dolaru, což lehce zvýšilo objem závazků z operací měnového zajištění.

Většinou fondů Vyváženého portfolio se v průběhu října dařilo. V čele výkonnostního pelotonu se pohybovaly fondy investující v Latinské Americe a v Japonsku. Nejvýkonnějším fondem Dynamického portfolio byl fond HSBC Latin American Equity, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení ve výšince 8,74 procenta.

Výkonnost fondů portfolio byla v říjnu v měně fondu následující:

Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. (JPY)	5,23%	PARVEST Bond Euro High Yield (EUR)	0,26%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	0,23%	PARVEST Equity Best Sel. Asia ex-Japan (EUR)	0,02%
Conseq korporátních dluhopisu, OPF CFIS, a.s. A	0,16%	PARVEST Equity Best Selection Europe (EUR)	-1,08%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	0,19%	PARVEST Equity USA Small Cap (USD)	-4,34%
Conseq Invest Akciový - Třída A	3,68%	Parvest Equity Japan (JPY)	4,76%
FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD	-1,86%	Parvest Equity Russia Opportunity	1,57%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	-3,30%	Parvest Equity Turkey (EUR)	2,47%
Franklin Mutual Beacon	-0,60%	Parvest Equity USA (USD)	-2,46%
Franklin Mutual European (EUR)	0,32%	Templeton Asian Smaller Comp. Fund USD	-0,94%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap (USD)	8,74%	Templeton Asian Growth	0,68%

NN (L) European Equity (EUR)	-0,75%	Templeton Frontier Markets Fund (USD)	0,48%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	-0,77%	Templeton Global Bond (USD)	4,08%
Parvest Equity Australia Classic EUR	-3,07%		

Konzervativní portfolio

V průběhu října jsme do Konzervativního portfolia aktivně nezasahovali, veškeré změny vah tak měly čistě tržní příčiny. Dařilo se fondům zahraničních dluhopisů a akciovým fondům, které zvýšily své zastoupení v rámci Konzervativního portfolia. Koruna oslabila vůči americkému dolaru, což lehce zvýšilo objem závazků z operací měnového zajištění

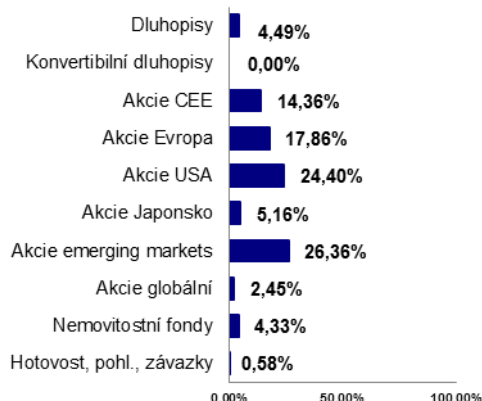
Většinu fondů Konzervativního portfolia se v průběhu října dařilo. Nejvýkonnějším fondem Konzervativního portfolia byl fond NN Japan, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení ve výši 5,4 procenta.

Výkonnost fondů portfolia byla v říjnu v měně fondu následující:

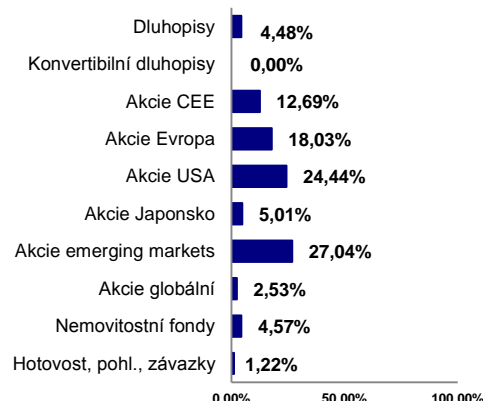
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	0,23%	NN (L) Japan Equity (CZK)	5,36%
Conseq korporátních dluhopisu, OPF CFIS, a.s. A	0,16%	Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	-0,77%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	0,19%	Parvest Equity Australia Classic EUR	-3,07%
Conseq Invest Akciový - Třída A	3,68%	PARVEST Bond Euro High Yield (EUR)	0,26%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	-3,30%	PARVEST Equity Best Sel. Europe (EUR)	-1,08%
Franklin Mutual Beacon	-0,60%	PARVEST Equity USA Small Cap (USD)	-4,34%

□ DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.10.2016



Struktura portfolia ke dni 30.09.2016

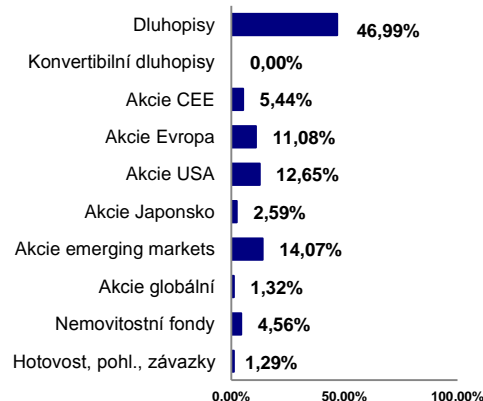


□ VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.10.2016

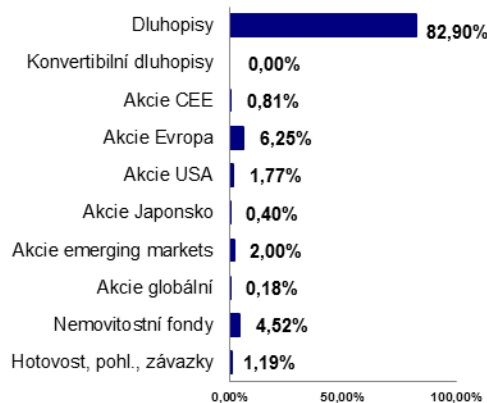


Struktura portfolia ke dni 30.09.2016

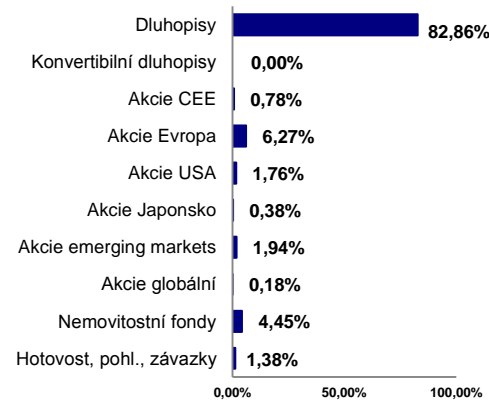


□ KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.10.2016



Struktura portfolia ke dni 30.09.2016



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Klíčovým pro další směřování výnosů českých státních dluhopisů je a v dalším období dále bude zahraniční vývoj. Po překvapivém výsledku amerických voleb a zvolení D. Trumpa prezidentem investoři začali do cen středně- a zejména dlouhodobých dluhopisů zahrnovat očekávání silnější fiskální expanze (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 oblihačních 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 vlivem 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 oblihačních výnosů, zejména v segmentu delších splatností (pokles cen dluhopisů).

Z českého prostředí nicméně výraznější impuls k růstu výnosů nemá proč přijít. Domácí bankovní trh je v masivním a rostoucím přebytku likvidity, ministerstvo financí má nyní díky silně rostoucí ekonomice rychle rostoucí příjmy a klesající kapitálové výdaje (za prvních 10 měsíců roku byl rozpočet v nejvyšším přebytku od roku 1993, 98,7 mld. Kč, tj. o 127,5 mld. Vyšší než v roce 2015), takže jeho emisní aktivita je pochopitelně nízká (a převážně beztak jenom na krátkém konci). I když se dá očekávat zvýšení emisní aktivity s blížícími se volbami v roce 2017 a jistým zpomalením ekonomiky v příštím roce, vzhledem k masivní likviditě zde i v zahraničí bude tlak na růst výnosů primárně z vývoje na zahraničních trzích.

Polskou rizikovou prémii nad německými dluhopisy (nyní již na úrovni skoro 300 b.b. na 10-leté splatnosti) **pokládáme za atraktivní**. Prodloužení programu odkupu aktiv v EMU dle nás povede k jejímu utažení a k mírnému poklesu polských výnosů. Ekonomice se vede dobře, vláda navíc provádí a hodlá dále provádět fiskálně expansivní politiku, což růst v dalším roce podpoří, byť za cenu mírného nárůstu zadlužení. Na politickou nejistotu si investoři zvykli, velmi nízké (byť již rostoucí) bezrizikové výnosy v Evropě pak z Polska i přes nevábnou vládu dělají atraktivní dluhopisovou investiční destinaci. Dokud bude ECB provádět expansivní měnovou politiku (tj., dokud se nezvedne inflační výhled v Eurozóně) ani nestandardní chování polské vlády, pokud nebude skutečně excesivní, by investory hladové po výnosu nemělo odradit.

Turecké výnosy nadále zůstávají rizikovou sázkou. Zhoršení ratingu, geopolitická nejistota či výhled utážení sazeb FEDu a nyní také zvýšená nejistota po amerických prezidentských volbách nás vedou k opatrnosti. Na druhou stranu, oblihační výnosy začátkem listopadu a po amerických volbách citelně vzrostly (nad 10,5% na dlouhodobých dluhopisech), což při současném poklesu inflace k 7% pomohlo k růstu reálných výnosů na atraktivní úrovni. Hlad globálních investorů po vyšším výnosu v prostředí vysoké likvidity na finančních trzích a často záporných bezrizikových sazeb však může za předpokladu opatrného Fedu a ztlumení obav po zvolení D. Trumpa (tzn. pouze umírněného růstu USD výnosů) tureckým dluhopisům pomáhat na vyšší cenové úrovni, pokud to umožní dlouhodobější inflační vývoj.

Euro může proti dolaru v dalších měsících spíše ztrácet a pohybovat se v oblasti 1,05 - 1,10; rizika jsou směrem k silnějšímu dolaru, zejména nyní, po překvapivé volbě v amerických prezidentských volbách, s ohledem na ekonomické plány, jež Trump ve volební kampani prezentoval (podpora ekonomického růstu infrastrukturními investicemi, snížení daní, celkově uvolnění fiskální politiky, na což by byl Fed pravděpodobně nucen reagovat rychlejším/výraznějším zvyšováním úrokových sazeb).

U koruny bude nadále pokračovat nudný vývoj, většinu času bude na hranici 27,025 a bude tudíž nutit ČNB k intervencím. Kompletní exit z intervenčního režimu je dle nás nadále otázkou nejdřív roku 2018, byť rizika jsou směrem k (parciálnímu) dřívějšímu ukončení intervenčního režimu. **Polský zlotý** se dle nás vrátí ke 4,30, v dalších měsících čekáme

*Dluhopisové trhy
střední a východní
Evropy*

Měny

Globální akciové trhy

oscilaci kolem této úrovně, častěji pak pod ní. Posílení pod 4,20 však vzhledem k politice nečekáme. **Maďarský forint** dle nás bude profitovat z velmi dobrého makro obrázku – posílení ke hranici 300 je tak dle nás nadále reálné i navzdory volnějším měnové politice centrální banky.

Akciovým trhů by se dle atraktivity jednotlivých aktiv mělo v následujících kvartálech dařit. Akcie se jeví levné zvláště v prostředí ultra nízkých úrokových sazeb, kdy by se valuace mohly oproti historickým průměrům pohybovat výše. Velice **nízkých valuačních hodnot** dosahují akciové **rozkvíjející se trhy**, které v posledních měsících probouzí rostoucí zájem ze strany investorů. 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 mírnou 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, listopadové prezidentské volby v USA, prosincové referendum v Itálii nebo smršť parlamentních voleb v Evropě. Volatilita může být způsobena, a tedy rizika nyní vidíme například v geopolitických rizicích, zvláště na východě Evropy nebo Asie, relativně nízkých cen ropy, což má negativní dopad na fiskální situaci většiny těžařských zemí nebo nevhodných krocích centrálních bank.

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 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. Naopak negativní výhled máme na většinu bankovního sektoru, zvláště pak toho polského. Opatrní jsme zároveň na společnosti s vysokým vlivem státu.

Vojtěch Železný
Portfolio manager