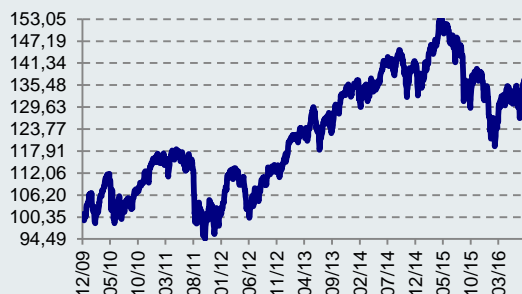


## ERGO pojišťovna

## ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ČERVENEC 2016

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH .....	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ .....	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ .....	7

### Dynamické portfolio



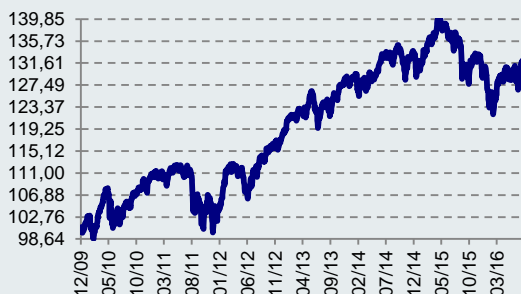
Hodnota jednotky portfolia

**136,7050**

Výkonnost za poslední měsíc

**3,68%**

### Vyvážené portfolio



Hodnota jednotky portfolia

**132,0652**

Výkonnost za poslední měsíc

**2,01%**

### Konzervativní portfolio



Hodnota jednotky portfolia

**123,6684**

Výkonnost za poslední měsíc

**0,69%**

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

### □ DLUHOPISY – USA, EMU

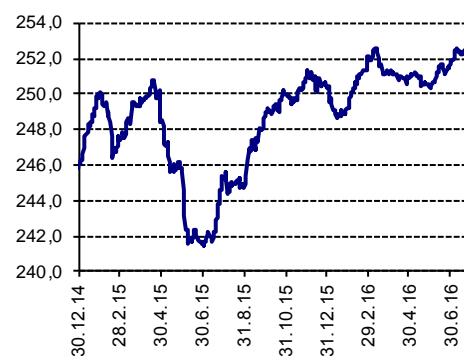
Po výrazných poklesech výnosů (růstu cen), které jsme viděli po britském referendu koncem června, se v červenci situace stabilizovala a pohyby během měsíce byly minimální. V USA se tak desetiletý výnos ustálil na úrovni kolem 1,5%, u dvouletého došlo vlivem zasedání FEDu, které vrátilo letošní utážení sazeb do hry, k růstu na 0,7 % (v reakci na britské referendum jsme zaznamenaly hodnoty pod 0,6 %).

Podobná situace byla v eurozóně. Německé dluhopisy se ještě v první dekádě července na splatnosti 10 let chvílemi obchodovaly i pod -0,2%. Nad očekávání vysoký přírůstek nových pracovních míst v USA (po předchozím zklamání) však znovu probudil k životu debaty o pokračování cyklu zvyšování úrokových sazeb ze strany Fedu, a poměrně citelně zkorigoval předchozí cenové zisky vládních dluhopisů. Přesto však přetrvávala očekávání dodatečných měnověpolitických stimulů ze strany ECB, Bank of Japan a nově též Bank of England, obligační výnosy se tak do konce měsíce stabilizovaly na nízkých úrovních. Německý desetiletý výnos tak skončil červenec na úrovni -0,1 %, dvouletý na úrovni -0,6 %.

### □ DLUHOPISY – ČR

České dluhopisy během července doháněly své německé protějšky poté, co v červnu po britském referendu nenásledovaly výnosový sestup Bundů. V červenci tak české výnosy na krátkém i dlouhém konci přece jenom poklesly, u dvouletého zhruba na -0,15%, u desetiletého výnosu k úrovni 0,30%, což bylo dokonce o něco nižší než dosavadní historické minimum z března tohoto roku. Vedle příznivého zahraničního vývoje hrála roli přetrvávající omezená nabídka nových státních dluhopisů vlivem (zatím) příznivého rozpočtového plnění a přetlaku volné likvidity v domácím bankovním systému.

Bloomberg Effas Czech Index



### □ DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

#### Polské dluhopisy

Polská křivka byla naopak v červenci víceméně nehybná, což nepřekvapí, protože na výsledek referenda na rozdíl od té české reagovala už v červnu. Na desetileté splatnosti tak během celého července výnos osciloval v úzkém pásmu 2,85 % - 2,95 %, aby měsíc skončil v jeho prostředku, na dvouleté splatnosti pak v pásmu 1,65-1,7%, přičemž červenec dvouletý výnos uzavřel na spodním okraji tohoto pásma.

#### Turecké dluhopisy

Klíčovou událostí v Turecku byl nezdařený pokus o státní převrat v polovině července, provedený částí turecké armády a bezpečnostních složek. To samozřejmě výnosy, které do té doby v podstatě od poloviny května non-stop klesaly, okamžitě vystřelilo vzhůru. Desetiletý výnos se na chvíli dostal až nad 10% (pohyb vzhůru o více než 100 bps), dvouletý až ke 9,4 %. Poté, co vláda loajální jednotky pokus o puč potlačily, vrátily se výnosy zhruba o 50 bps zpět dolů.

#### Firemní dluhopisy

Velmi úspěšný měsíc si připsaly k dobru korporátní dluhopisy na obou stranách Atlantiku. Solidní kvartální výsledky firem, pozitivní sentiment v segmentu rizikových aktiv a v neposlední řadě probíhající nákupy firemních dluhopisů ze strany ECB a očekávání dalšího uvolnění měnověpolitických stavidel ze strany centrálních bank – to byly hlavní důvody příznivého červencového vývoje. Obavy z následků Brexitu počátkem měsíce doléhaly na dluhopisy bank, později však i tyto vyprchaly a obligace finančního sektoru se přidaly k trendu utahování

kreditních marží. Ty v segmentu EUR firemních dluhopisů investičního stupně v průměru klesly o 23 bps na 81 bps.

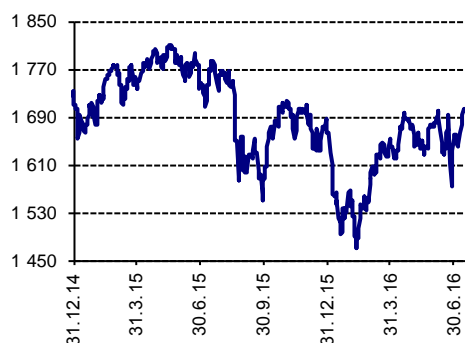
Také na trhu Credit Default swapů kreditní marže v podobné míře klesaly. Index Markit iTraxx Europe (mapující marže CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) klesl o 16 bodů na 67 b. Marže CDS kontraktů na dluhopisy s neinvestičním ratingem dle indexu iTraxx Xover ubraly 43 bodů na 322 b.

## AKCIE

### Globální trhy

Titulky novin již neplnily hlavně zprávy ohledně červnového referenda o vystoupení Velké Británie z EU, což se pozitivně promítlo do zisků akciových trhů. Jak **akcie obchodované v Evropě** (index DJ STOXX 600), **tak USA** (index S&P 500), **si připsaly pěkných 3,6%**. K dobrým výkonnostem akcií přispěla také probíhající výsledková sezóna za druhé čtvrtletí letošního roku. Jak je již zvykem americkým společnostem se dařilo překonávat odhady analytiků, zvláště pak na úrovni čistých zisků. Nejpozitivnější údaje vykazovaly především společnosti ze sektoru zdravotnictví a technologií.

MSCI World Index



Akciové trhy v rozvíjejících se zemích výkonnostně opět překonaly trhy vyspělé. Hodnota jejich indexu MSCI Emerging Markets posílila v dolarovém vyjádření o 4,7 procenta, když **se nejvíce dařilo brazilskému trhu**. Místní index Bovespa vylétl o 11,2 procenta, když jak index nákupních manažerů, tak i důvěra spotřebitele naznačují obrat v ekonomice. Naopak ztrácel turecký trh v důsledku proběhlého pokusu o puč.

### Středoevropské trhy

Výborně se rovněž dařilo středoevropským akciím, které zřejmě těžily i z odsunu finančního kapitálu z Turecka, ve kterém se prezident Erdogan vypořádával s, dle jeho názoru, příznivci proběhlého puče. Nejvyšší zisky si tak připsala domácí pražská burza (index PX +7,9%). Pobrexitová rally vytáhla akcie Erste bank o vysokých 18,6% nahoru, druhá nejvyšší výkonnost pak patřila energetické společnosti Čez, jež se vezla na vlně rostoucích cen uhlí. Solidními zisky se mohla pochlubit také maďarská burza (index BUX +4,95%). I zde se dařilo akciím banky OTP a, i při klesajících cenách surové ropy a rafinérských maržích, ropné společnosti MOL. Solidní meziměsíční výkonosti dosáhly také polské akcie (index WIG30 +2,3%). Těžce uvěřitelné meziměsíční zhodnocení 50% dosáhly, v indexu málo zastoupených, akcie těžařů uhlí Bogdanka a JSW. V mínusu, před oznámením chystané konverze půjček ve švýcarských francích, skončila drtivá většina polských bank.

## STRUKTURA PORTFOLIÍ

### Dynamické portfolio

V průběhu července jsme se v rámci struktury Dynamického portfolio rozhodli vyprodat veškerou pozici v akciových fondech investujících v Turecku, neboť se obáváme, že Erdoganova reakce na proběhlý puč se promítne i do ekonomiky a tím i zisků tureckých společností. Oproti tomu jsme se rozhodli navýšit pozice v akciových fondech investujících v Asii. Dolar v průběhu července oslabil vůči koruně, což zvýšilo objem pohledávek z operací měnového zajištění.

Drtivá většina fondů Dynamického portfolio skončila v černých číslech díky pozitivním trendům na světových kapitálových trzích. Nejvýkonnějším fondem Dynamického portfolio byl fond Conseq Akciový, který meziměsíčně zhodnotil vložené prostředky o 7,1 procenta.

Výkonnost fondů portfolio byla v červenci v měně fondu následující:

Aberdeen Global Japan Sm, Comp. Fund (JPY)	5,07%	Parvest Equity Australia Classic EUR	6,30%
Aberdeen Global - Indian Equity Fund (USD)	5,38%	PARVEST Bond World High Yield (USD)	2,33%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	0,42%	PARVEST Eq Best Sel Asia ex-Japan (EUR)	5,52%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	0,36%	PARVEST Equity Best Se Europe (EUR)	2,66%
Conseq Invest Akciový - Třída A	7,06%	PARVEST Equity USA Small Cap (USD)	6,49%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	2,28%	Parvest Equity Japan (JPY)	3,83%
Franklin Mutual Beacon	2,80%	Parvest Equity Russia Opportunity	3,73%
Franklin Mutual European (EUR)	2,45%	Parvest Equity USA (USD)	3,94%
HSBC GIF Asia ex Japan Smaller Companies (U	4,74%	Templeton Asian Growth	5,34%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap (USD)	3,56%	Templeton Frontier Markets Fund (USD)	2,43%
NN (L) European Equity (EUR)	3,68%	Templeton Global Bond (USD)	-0,93%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	-0,36%	Templeton China	3,80%

### Vyvážené portfolio

V průběhu července jsme se v rámci struktury Vyváženého portfolio rozhodli vyprodat veškerou pozici v akciových fondech investujících v Turecku, neboť se obáváme, že Erdoganova reakce na proběhlý puč se promítne i do ekonomiky a tím i zisků tureckých společností. Oproti tomu jsme se rozhodli navýšit pozice v akciových fondech investujících v Asii. Dolar v průběhu července oslabil vůči koruně, což zvýšilo objem pohledávek z operací měnového zajištění.

Drtivá většina fondů Vyváženého portfolio skončila v černých číslech díky pozitivním trendům na světových kapitálových trzích. Nejvýkonnějším fondem Vyváženého portfolio byl fond Conseq Akciový, který meziměsíčně zhodnotil vložené prostředky o 7,1 procenta.

Výkonnost fondů portfolio byla v červenci v měně fondu následující:

Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	5,07%	Parvest Equity Australia Classic EUR	6,30%
Aberdeen Global - Indian Equity Fund (USD)	5,38%	PARVEST Bond World High Yield (USD)	2,33%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	0,42%	PARVEST Equity Best Selection Asia ex-Japan	5,52%
Conseq korporátních dluhopisu, OPF CFIS, A	0,46%	PARVEST Equity Best Selection Europe (EUR)	2,66%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	0,36%	PARVEST Equity USA Small Cap (USD)	6,49%
Conseq Invest Akciový - Třída A	7,06%	Parvest Equity Japan (JPY)	3,83%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	2,28%	Parvest Equity Russia Opportunity	3,73%
Franklin Mutual Beacon	2,80%	Parvest Equity USA (USD)	3,94%
Franklin Mutual European (EUR)	2,45%	Templeton Asian Growth	5,34%
HSBC GIF Asia ex Japan Equity Smaller Comp	4,74%	Templeton Frontier Markets Fund (USD)	2,43%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap (USD)	3,56%	Templeton Global Bond (USD)	-0,93%
NN (L) European Equity (EUR)	3,68%	Templeton China	3,80%

## Konzervativní portfolio

V průběhu července jsme se do struktury Konzervativního portfolia aktivně nezasahovali, veškeré změny tak měly na svědomí tržní příčiny. Akciové fondy výkonnostně překonaly ostatní typy aktiv a tím zvýšily své zastoupení v portfoliu. Dolar v průběhu července oslabil vůči koruně, což zvýšilo objem pohledávek z operací měnového zajištění.

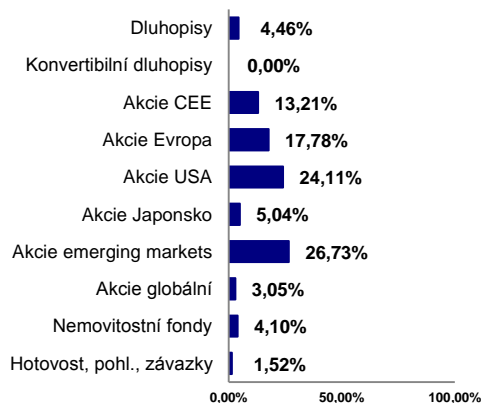
Drtivá většina fondů Konzervativního portfolia skončila v černých číslech díky pozitivním trendům na světových kapitálových trzích. Nejvýkonnějším fondem portfolia byl *ING Japan Equity*, který připsal investorům 7,4 procenta.

Výkonnost fondů portfolia byla v červenci v měně fondu následující:

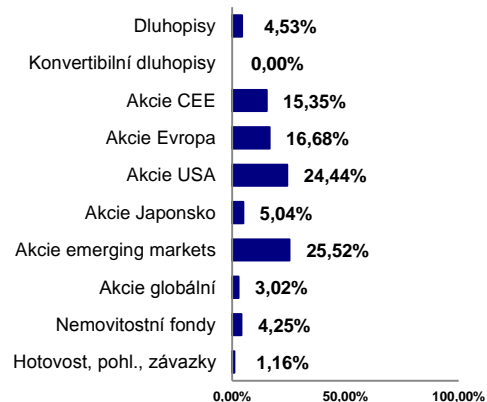
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	0,42%	NN (L) Emerging Markets High Div (CZK)	5,40%
Conseq korporátních dluhopisu, A	0,46%	NN (L) Japan Equity (CZK)	7,43%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	0,36%	Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	-0,36%
Conseq Invest Akciový - Třída A	7,06%	PARVEST Equity Best Sel Europe (EUR)	2,66%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	2,28%	PARVEST Equity USA Small Cap (USD)	6,49%
Franklin Mutual Beacon	2,80%	Templeton Global Bond (USD)	-0,93%

## DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 29.07.2016

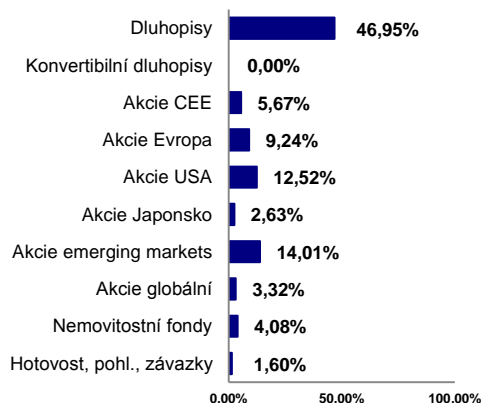


Struktura portfolia ke dni 30.06.2016

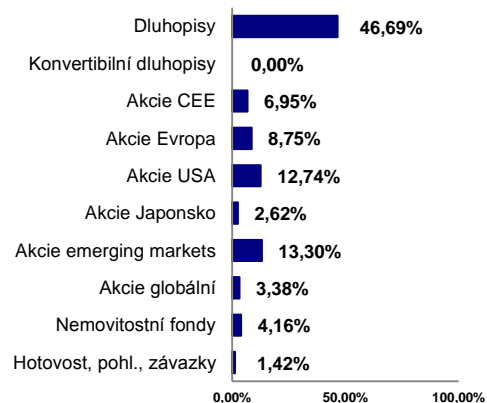


## VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 29.07.2016

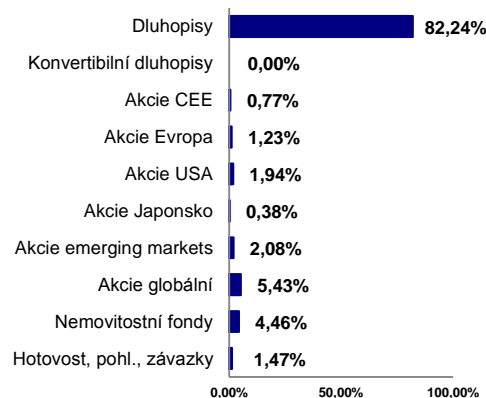


Struktura portfolia ke dni 30.06.2016

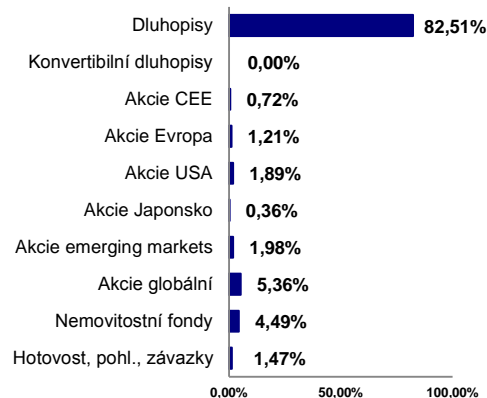


## KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 29.07.2016



Struktura portfolia ke dni 30.06.2016



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### České dluhopisy

**V delším horizontu nadále očekáváme postupný vzestup požadovaných výnosů** a zvýšení sklonu výnosové křivky – nejvíce by tak měly poklesnout ceny dlouhodobých dluhopisů. Pro nejbližší období však důvody pro viditelnější růst výnosů příliš nejsou. 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 (za prvních 7 měsíců roku byl rozpočet v nejvyšším přebytku od roku 1993, 75,6 mld. Kč), takže jeho emisní aktivita je pochopitelně nízká. I když se dá očekávat zvýšení emisní aktivity s blížícími se volbami v roce 2017, vzhledem k masivní likviditě zde i v zahraničí bude tlak na růst výnosů spíše tlumený. Klíčovým tak zůstává vývoj na hlavních zahraničních trzích – v USA a EMU.

Zde budou hlavními determinanty vývoj měnových politik hlavních centrálních bank, respektive globální ekonomický vývoj (zejména inflace). Obnovený příznivý vývoj zaměstnanosti ve Spojených státech dle nás potvrdil tezi o probíhajícím široce zakořeněném hospodářském růstu v největší ekonomice světa, jež postupně začíná generovat viditelnější inflační tlaky. Spolu s očekávaným urychlením růstu v druhém pololetí by tento vývoj měl přesvědčit dosud váhající Fed opět zvýšit úrokové sazby a zvednout očekávání v tomto směru i do budoucna. Byť opačným směrem bude prozatím působit dodatečná měnověpolitická expanze dalších hlavních centrálních bank, výsledný efekt by dle našeho názoru měl být v dalších měsících ve směru rostoucích bezrizikových obligačních výnosů, zejména v segmentu delších splatností (pokles cen dluhopisů).

### Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

**V Polsku také zůstává v platnosti náš výhled stabilní rizikové premie nad německými dluhopisy.** Politická nejistota sice investory netěší, naproti tomu však stojí alternativa záporných výnosů v Německu či jinde v Evropě (ve světě se nyní s negativním výnosem obchodují dluhopisy za zhruba 12 000 mld. EUR). Dokud bude ECB provádět expansivní měnovou politiku (což může být ještě další 2 roky) a tedy dokud se nezvedne inflační výhled v Eurozóně, ani případné nestandardní chování polské vlády, pokud nebude skutečně excesivní, investory hladové po výnosu nevyplaší. Rizikem zůstává možný pokles sazeb, ke kterému se však zatím polská centrální banka staví velice rezervovaně.

**Turecké výnosy poměrně rychle setřásly dopady nezdařeného pokusu o státní převrat.** V dalších měsících se tak do popředí znovu dostane stále nedobrá inflační výhled. Celková inflace sice poklesla meziročně o 1,5 p.b. (na 6,6 %), ale je to jenom díky cenám potravin (a částečně energií). Jádrová inflace naopak meziročně o více než 1 p.b. vzrostla a zvýšená nadále zůstávají i inflační očekávání. V této situaci nepokládáme snižování sazeb, ke kterému dochází (O/N záůjční sazba klesla v červenci o dalších 25 bps na 8,75 %) za ideální odpověď měnové politiky. Efekt cen ropy i cen potravin přitom postupně od začátku roku 2017 z čísel vypadne a uvolněná měnová politika (od začátku roku klesla O/N sazba turecké centrální banky o 2 p.b.) se může ukázat jako příliš volná pro tureckou ekonomiku. Proti tomu však prozatím bude působit současná vysoká poptávka investorů po vyšších výnosech, Turecko přitom s ohledem na zvýšená zejména geopolitická rizika zůstávalo v poslední době hodně stranou zájmu.

### Měny

**Euro proti dolaru se v dalších měsících udrží kolem 1,10;** vzhledem k tomu, že spíše nečekáme, že Fed zvýší sazby již na zářijovém zasedání a že se domníváme, že ECB zůstane ve svém uvolněném měnově-politickém postoji, neočekáváme výraznější pohyby jedním či druhým směrem.

**U koruny bude nadále pokračovat nudný vývoj.** Po návratu z po-referendového „výletu“ nad 27,10 zase zpátky ke 27 korunám za euro bude občas nyní nutit ČNB k intervencím. Exit z intervenčního režimu prozatím ČNB stále indikuje kolem poloviny 2017, Brexit prozatím tento horizont dále do budoucna neposunul. **Polský zlotý** je i po červencovém posílení příliš slabý, zde očekáváme návrat ke 4,30, trvalé posílení pod 4,20 však vzhledem k politickým poměrům prozatím nečekáme. Maďarský forint dle nás bude pokračovat v oscilaci lehce nad 310, a to

**Globální akciové trhy**

pokud dojde k dalšímu uvolnění měnové politiky skrze nestandardní nástroje, jak naznačila centrální banka.

**Na akciové trhy** jsme zvláště po proběhnuté pobrexítové korekci **pozitivní** a považujeme je za jedny z **nejatraktivnějších finančních aktiv**. Velice nízkých valuačních hodnot dosahují akciové rozvíjející se trhy, které v posledních měsících vzbuzují 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, vyšší inflací 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, jaké jsme nyní svědky, 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, a prezidentské volby v USA.

Volatilita může být způsobena, a tedy rizika nyní vidíme například v neočekávaném výrazném zpomalení hospodářství v USA, geopolitických rizicích, zvláště na východě Evropy nebo Asie, nebo nevhodných krocích centrálních bank.

**Akciové trhy střední a východní Evropy**

**Atraktivnost většiny středoevropských akcií** nyní vidíme selektivně v některých akciích, zvláště pak těch dividendových. Pro polské akcie nadále platí riziko finální podoby konverze půjček ve švýcarských francích, možného dopadu plánované penzijní „reformy“ a v dalších neočekávaných krocích strany PiS. Pozitivní jsme v středoevropském regionu především na některé české a rumunské 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 ryb Graal, zpracovatel masa Tarczynski, leasingovou společnost Prime Car Management nebo výrobce těžebního zařízení Famur. V Rumunsku považujeme za atraktivně oceněné akcie rumunského restitučního fondu Fondul Proprietatea, fondu SIF1, plynárenských společností Transgaz a Romgaz, v Rakousku akcie pojišťovny Uniqa a realitních společností Atrium a UBM, ve Slovinsku jsou to akcie výrobce domácích spotřebičů Gorenje.

*Vojtěch Železný*  
Portfolio manager