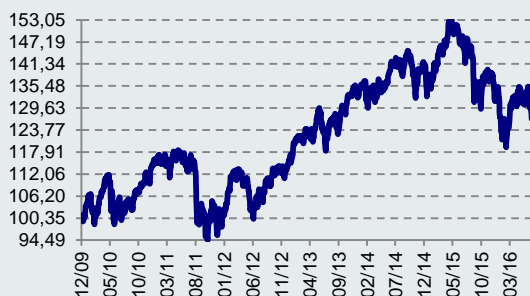


ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ČERVEN 2016

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

Dynamické portfolio



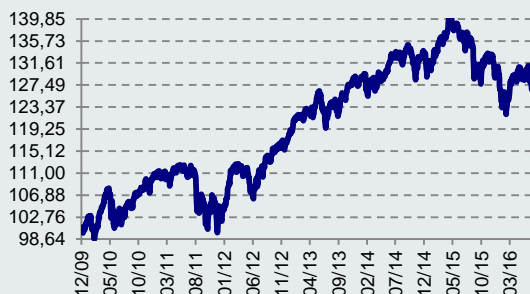
Hodnota jednotky portfolia

131,8516

Výkonnost za poslední měsíc

-1,62%

Vyvážené portfolio



Hodnota jednotky portfolia

129,4653

Výkonnost za poslední měsíc

-0,73%

Konzervativní portfolio



Hodnota jednotky portfolia

122,8210

Výkonnost za poslední měsíc

0,06%

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

□ DLUHOPISY – USA, EMU

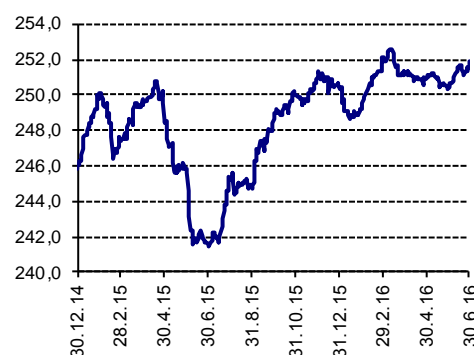
Překvapivý výsledek britského referenda v důsledku nárůstu rizikové averze stlačil výnosy na historická minima. Ve Spojených státech se desetiletý výnos propadl na historické minimum 1,38 %, třicetiletý výnos pak spadl pod 2,2 %. Kromě Brexitu zde samozřejmě svou roli hrálo ustupující přesvědčení, že Fed utáhne v letošním roce měnovou politiku.

V Evropě byla situace ještě „zajímavější“. Švýcarská křivka vládních dluhopisů se ponořila do záporu celá, včetně třicetiletého (!) výnosu, pod nulu se propadly na chvíli i některé krátké britské výnosy. V EMU se samozřejmě po britském hlasování dále propadly výnosy německé dluhopisy, desetiletý se tak dostal až na -0,15 %. Zajímavějším však byl vývoj periferního dluhu, kde nejdřív po hlasování došlo (v Itálii, ve Španělsku) k roztažení rizikových premií (na desetileté splatnosti k německým výnosům na 150 resp. 170 b.b.), poté však hlad po výnosu převládl i zde a desetileté výnosy zaměřily na nová historická minima (pod 1,20 %).

□ DLUHOPISY – ČR

Ačkoliv německé výnosy pod vlivem britského hlasování propadly, české je příliš nenásledovaly. Na krátkém konci i na dlouhém konci jenom velmi neochotně poklesly o zhruba 5-7 b.b. aby se dostaly na -10 b.b. resp. + 45 b.b. Překvapivě nepomohla ani malá emisní aktivita MF ČR v posledním půlroce, snižující nabídka české desetileté dluhopisy tak k německým vykazovaly nejvyšší marži od března 2014. České banky jakožto historicky největší nákupce českých dluhopisů totiž zřejmě raději ukládají peníze do ČNB (za repo sazbu +0,05%) než do mizerně úročených vládních dluhopisů s úrokovým rizikem: volná likvidita v bankovním sektoru vzrostla na konci května na historické maximum 1112 mld. korun.

Bloomberg Effas Czech Index



□ DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Polská křivka se v červnu na rozdíl od té české hýbala o poznání více. Došlo ke snížení sklonu, když výnosy na krátkém konci zůstaly kvůli neměnnému výhledu měnové politiky beze změny (dvouletý výnos na 1,7 %), zatímco na dlouhém konci následovaly polské výnosy své německé protějšky a poklesly o zhruba 20 b.b. (desetileté se dostaly pod 3 %).

Turecké dluhopisy

Politická nejistota (květnové odstoupení premiéra Ahmeta Davutoglua kvůli neshodám s prezidentem Erdoganem a jeho nahrazení ministrem dopravy a komunikací Binali Yıldirimem) rychle vyprchala. Do popředí se tak dostalo další snížení jednodenní sazby (o 50 b.b. na 9%, tj. nejnižší od srpna 2013), ke kterému centrální banka přistoupila den před britským referendem. Brexit sice na chvíli vystřelil výnosy nahoru, to však trvalo jenom pár dní. Posléze převládl efekt odkladu utážení měnové politiky v USA a snižování sazeb turecké centrální banky - vládní výnosy tak klesly až na hodnoty neviděné od května 2015, tj. pod 9 % na 10-leté splatnosti.

Firemní dluhopisy

Vývoj na trhu korporátních dluhopisů byl v měsíci, jemuž dominoval Brexit, překvapivě stabilní a solidní. Šok z výsledku britského referenda se do cen firemních dluhopisů (mimo Británii) promítl omezenou měrou, opačným směrem naopak působil odstartovaný začátek programu nákupů korporátních dluhopisů ze strany ECB (realizované počáteční objemy převýšily tržní očekávání). Vyjádření představitelů hlavních centrálních bank po britském referendu navíc posílilo očekávání trhu na další možné měnověpolitické stimuly. Ve výsledku působení těchto faktorů se index Bloomberg mapující ceny korporátních dluhopisů investičního stupně oproti

konci května zvýšil o 2,3 % resp. o 0,8 % (v USA resp. v Eurozóně), u neinvestičního ratingu pak o 1,1 % resp. o -0,4 %.

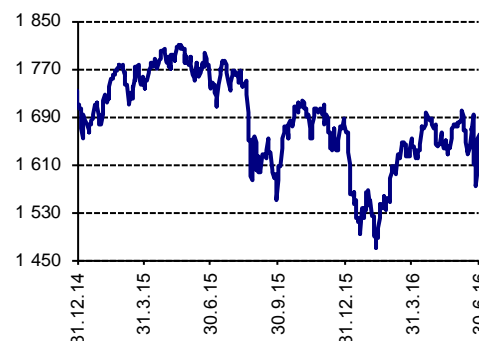
Kreditní marže na trhu CDS v uplynulém měsíci stoupaly. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) vzrostl o 7,5 bodu. CDS kontrakty na dluhopisy s neinvestičním ratingem pak narostly o 40 bodů (když několik prvních dní po výsledku hlasování činil rozdíl až 110 bodů).

AKCIE

Globální trhy

Akciovým trhům v červnu uškodilo referendum o odchodu Británie z EU – první reakcí byl samozřejmě výrazný propad, poté se situace uklidnila a akciové trhy část ztrát umazaly. Americký index S&P 500 tak byl koncem června dokonce o 0,1 % výš než koncem května. V kontinentální Evropě to však tak neplatilo – německý index DAX uzavřel měsíc se ztrátou přes 4 %. V červnu se akciovým trhům v rozvíjejících se zemích dařilo. Hodnota jejich indexu MSCI Emerging Markets vzrostla o 3,3 procent v dolarovém vyjádření, když jednoznačným vítězem byly akcie obchodované v Sao Paulu. Místní index Bovespa zažil raketový růst, když jeho hodnota vylétla o více než 20 procent v dolarovém vyjádření. Veliký vliv na tom měl posilující reál, který zpevnil k dolaru o více než 12 procent.

MSCI World Index



Středoevropské trhy

Ani regionálním burzám Brexit nevyhovoval. Pražská burza poklesla o 8,6 %, když výrazně ztrácely téměř všechny významné tituly. Nejvíce padaly akcie finančních institucí Erste Bank a pojišťovny Vienna Insurance Group, překvapivě následované defenzivními akciemi společností ČEZ a O2. Polský index WIG30 klesl o něco méně (-2,5%). Také se nedařilo především bankovním titulům jako Bank PEKAO nebo PKO BP, meziměsíční zisky si připsaly akcie těžařů a utilit. Nejmenší ztrátu 0,7% utrpěl maďarský index BUX. I pro něj platilo, že největší brzdou byly opět akcie banky, tentokrát OTP.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

V průběhu června jsme se v rámci struktury Dynamického portfolio rozhodli navýšit zastoupení fondů investujících v Latinské Americe. Hlavním důvodem je ten, že věříme, že se v Brazílii bude ekonomická situace zlepšovat. Což lze pozorovat na některých zveřejněných hospodářských ukazatelích. Naopak jsme snižovali akciové fondy investující do akcií obchodovaných ve Spojených státech. Dolar a jen v průběhu června posílily vůči koruně, což zvýšilo objem závazků z operací měnového zajištění.

Výkonnost jednotlivých fondů Dynamického portfolio byla značně rozličná. Nejvýkonnějším fondem byl Templeton Latin America, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení ve výši 9,4 procent.

Výkonnost fondů portfolio byla v červnu v měně fondu následující:

Aberdeen Global - Russian Equity Fund (EUR)	0,30%	Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	2,23%
Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	-9,20%	Parvest Equity Australia Classic EUR	-0,63%
Aberdeen Global - Indian Equity Fund (USD)	1,78%	PARVEST Bond World High Yield (USD)	0,57%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	-0,04%	PARVEST Equity Best Sel. Asia ex-Japan	3,22%
Conseq korporátních dluhopisu, A	0,36%	PARVEST Equity Best Sel. Europe (EUR)	-5,23%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	-0,23%	PARVEST Equity USA Small Cap (USD)	0,11%
Conseq Invest Akciový - Třída A	-3,61%	Parvest Equity Japan (JPY)	-8,40%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	-13,06%	Parvest Equity Turkey (EUR)	1,63%
Franklin Mutual Beacon	-0,45%	Parvest Equity USA (USD)	-1,10%
Franklin Mutual European (EUR)	-7,54%	Templeton Asian Growth	3,89%
HSBC GIF Asia ex Japan Equity Small Comp	3,67%	Templeton Frontier Markets Fund (USD)	-0,19%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap (USD)	9,44%	Templeton Global Bond (USD)	0,26%
NN (L) European Equity (EUR)	-6,41%	Templeton China	1,71%

Vyvážené portfolio

V průběhu června jsme se v rámci struktury Vyváženého portfolio rozhodli navýšit zastoupení fondů investujících v Latinské Americe. Hlavním důvodem je ten, že věříme, že se v Brazílii bude ekonomická situace zlepšovat. Což lze pozorovat na některých zveřejněných hospodářských ukazatelích. Naopak jsme snižovali akciové fondy investující do akcií obchodovaných ve Spojených státech. Dolar a jen v průběhu června posílily vůči koruně, což zvýšilo objem závazků z operací měnového zajištění.

Výkonnost jednotlivých fondů Vyváženého portfolio byla značně rozličná. Nejvýkonnějším fondem byl Templeton Latin America, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení ve výši 9,4 procent.

Výkonnost fondů portfolio byla v červnu v měně fondu následující:

Aberdeen Global - Russian Equity Fund (EUR)	0,30%	Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	2,23%
Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	-9,20%	Parvest Equity Australia Classic EUR	-0,63%
Aberdeen Global - Indian Equity Fund (USD)	1,78%	PARVEST Bond World High Yield (USD)	0,57%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	-0,04%	PARVEST Equity Best Sel. Asia ex-Japan	3,22%
Conseq korporátních dluhopisu, A	0,36%	PARVEST Equity Best Sel. Europe (EUR)	-5,23%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	-0,23%	PARVEST Equity USA Small Cap (USD)	0,11%
Conseq Invest Akciový - Třída A	-3,61%	Parvest Equity Japan (JPY)	-8,40%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	-13,06%	Parvest Equity Turkey (EUR)	1,63%
Franklin Mutual Beacon	-0,45%	Parvest Equity USA (USD)	-1,10%
Franklin Mutual European (EUR)	-7,54%	Templeton Asian Growth	3,89%
HSBC GIF Asia ex Japan Equity Small Comp	3,67%	Templeton Frontier Markets Fund (USD)	-0,19%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap (USD)	9,44%	Templeton Global Bond (USD)	0,26%

Konzervativní portfolio

V průběhu června jsme se v rámci struktury Konzervativního portfolia rozhodli navýšit zastoupení fondů investujících do akcií obchodovaných na rozvíjejících se trzích. Naopak jsme snižovali objem akciových fondů investujících do akcií obchodovaných ve Spojených státech. Dolar a jen v průběhu června posílily vůči koruně, což zvýšilo objem závazků z operací měnového zajištění.

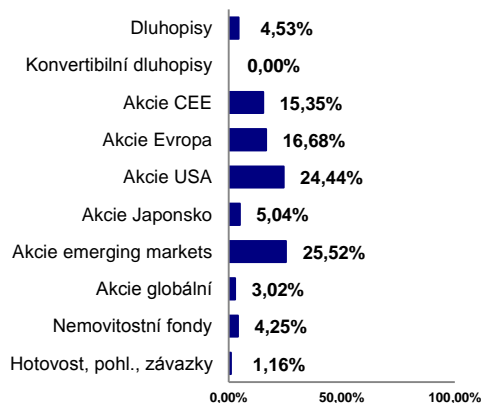
Nejvýkonnějším fondem portfolia byl *ING Emerging Markets High Dividend*, který si připsal investorům 4,6 procenta.

Výkonnost fondů portfolia byla v červnu v měně fondu následující:

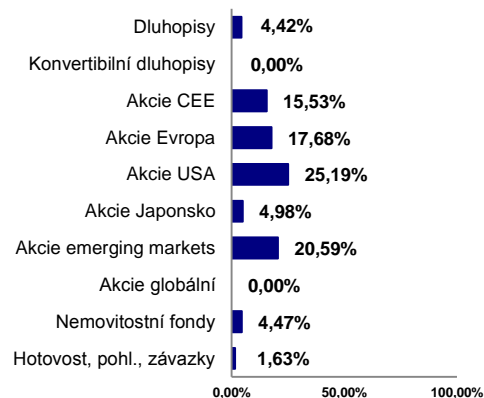
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	-0,04%	NN (L) Emerging Markets High Div. (CZK)	4,62%
Conseq korporátních dluhopisu,. A	0,36%	NN (L) Japan Equity (CZK)	-11,57%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	-0,23%	Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	2,23%
Conseq Invest Akciový - Třída A	-3,61%	PARVEST Equity Best Sel. Europe (EUR)	-5,23%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	-13,06%	PARVEST Equity USA Small Cap (USD)	0,11%
Franklin Mutual Beacon	-0,45%	Templeton Global Bond (USD)	0,26%

DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 30.06.2016

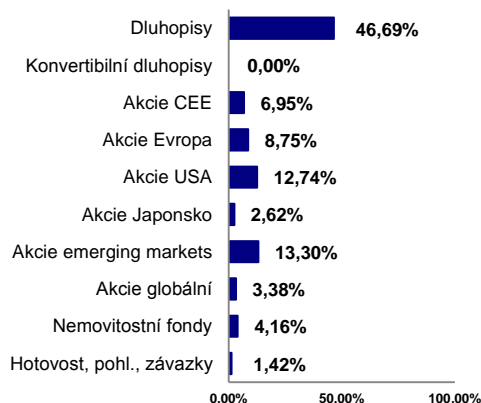


Struktura portfolia ke dni 31.05.2016

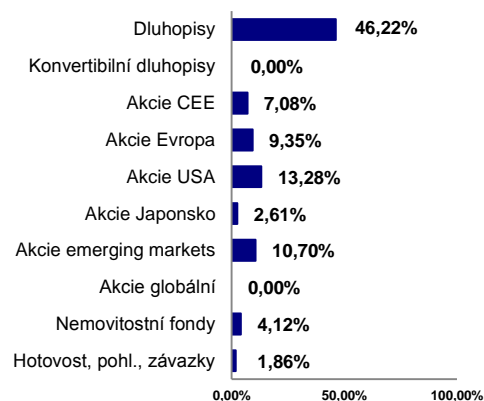


VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 30.06.2016

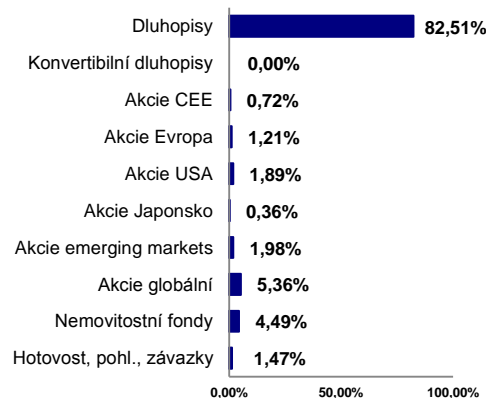


Struktura portfolia ke dni 31.05.2016

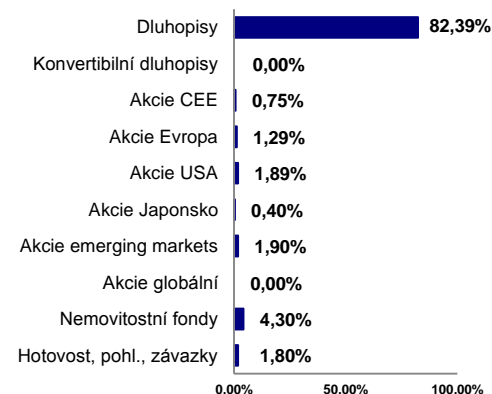


KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 30.06.2016



Struktura portfolia ke dni 31.05.2016



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

V delším horizontu stále čekáme růst výnosů, ovšem vzhledem k probíhajícím odkupům dluhopisů ze strany ECB a nyní i vzhledem k tomu, že Brexit představuje dodatečné protiinflační riziko, spíše pomalejší a odsunutý o něco dále do budoucna. Z českého prostředí impuls k růstu výnosů nemá příliš důvodů, proč přijít – domácí bankovní trh je v masivním a stále rostoucím přebytku likvidity, ministerstvo financí má nyní díky silně rostoucí ekonomice rychle rostoucí příjmy (za prvních 6 měsíců roku byl rozpočet v nejvyšším přebytku od roku 1993), takže jeho emisní aktivita je nadále 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 jakýkoliv náznak tlaku na růst výnosů tlumen již v zárodku. Vývoj v EMU tak zůstává klíčový – zde sice čekáme, že nynější nesmyslně nízké výnosy nevydrží, růst v nejbližších letech však bude kvůli slabému inflačnímu výhledu spíše pozvolný a opatrný.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

V Polsku zůstává v platnosti náš výhled stabilní rizikové prémie nad německými dluhopisy. Politická nejistota sice nahlodává investory, 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 reálně 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 výrazněji nevyplaší. Rizikem zůstává možný pokles sazeb (vzhledem k následné reakci polského zlotého), ke kterému se však zatím polská centrální banka staví velice rezervovaně.

Turecké výnosy profitují z poklesu celkové inflace a z odkladu zvýšení sazeb v USA.

V souvislosti s poslední změnou rétoriky představitelů Fedu a externím vývojem (Brexit) se domníváme, že růst sazeb tak rychle, jak Fed prognózuje, nebudou, u turecké inflace si myslíme, že její pokles, který jsme v posledních měsících viděli a který vyústil do snížení sazeb centrální banky, je jenom přechodný. Pokles je totiž způsoben toliko cenami ropy a potravin, jádrová inflace ale zůstává stále vysoko a vysoko jsou i inflační očekávání. Efekt cen ropy i cen potravin přitom postupně od začátku roku 2017 z čísel vypadne a uvolněná měnová politika (od konce března klesla O/N sazba turecké centrální banky o 1,5 p.b.) se znovu ukáže jako nevhodná pro tureckou ekonomiku. Očekáváme tak inflaci hnaný nárůst výnosů.

Měny

Euro proti dolaru se v dalších měsících nejspíš udrží nad 1,10, eventuálně se bude posouvat mírně vzhůru. Důležitými faktory bude ekonomický vývoj v USA a případné nové kroky ECB v reakci na rizika plynoucí z Brexitu pro ekonomický výhled Eurozóny.

U koruny bude nadále pokračovat nudný vývoj. V nejbližších týdnech se vrátí z po-referendového „výletu“ nad 27,10 zase zpátky ke 27 korunám za euro, kde bude ČNB nucena proti ní občas intervenovat. Exit z intervenčního režimu je po Brexitu dle nás otázkou nejdřív roku 2018. **Polský zlotý** je stále příliš slabý, zde očekáváme návrat ke 4,30, trvalé posílení pod 4,20 však vzhledem k politickým poměrům nečekáme. Maďarský forint dle nás bude pokračovat v oscilaci lehce nad 310, a to i pokud dojde k dalšímu uvolnění měnové politiky skrze nestandardní nástroje, jak naznačila centrální banka.

Globální akciové trhy

Na akciové trhy jsme nadále pozitivní a považujeme je za jedny z nejatraktivnějších finančních aktiv. Velice nízkých valuačních hodnot dosahují akciové rozvíjející se trhy, které, v posledních několika čtvrtletích, stály stranou zájmu 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.

*Akciové trhy
střední a východní
Evropy*

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.

Atraktivnost většiny střeoevropských akcií nyní vidíme selektivně v některých akciích, zvláště pak těch dividendových. Riziko v roce 2016 pro polské akcie se může materializovat v možné úpravě tamního penzijního systému vládnoucí stranou PiS. Negativně může v následujících měsících působit také naplňování volebního programu, který je pro akcie negativní, nebo oznámení nových neočekávaných kroků. Pozitivní jsme 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 a elektrárenské společnosti Transelectrica, v Rakousku akcie pojišťovny Uniqa a realitních společností Atrium a UBM, ve Slovinsku jsou to akcie výrobce domácích spotřebičů Gorenje.

Vojtěch Železný
Portfolio manager