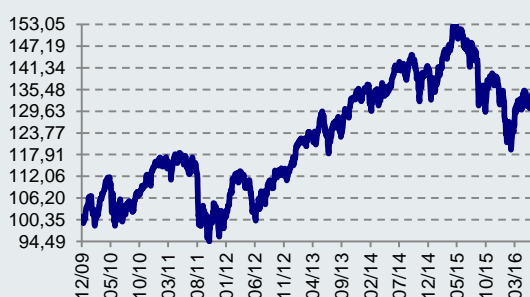


## ERGO pojišťovna

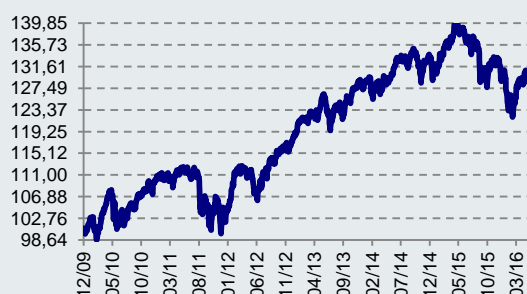
## ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC KVĚTEN 2016

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



### Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **134,0235**  
 Výkonnost za poslední měsíc **0,22%**



### Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **130,4127**  
 Výkonnost za poslední měsíc **0,22%**



### Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **122,7439**  
 Výkonnost za poslední měsíc **0,09%**

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

### DLUHOPISY – USA, EMU

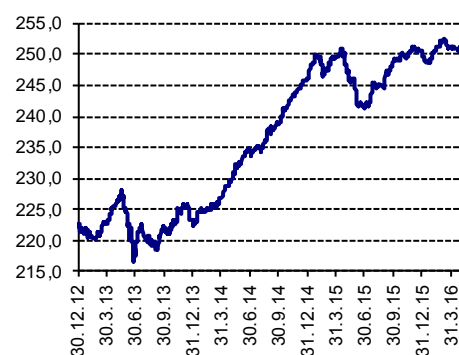
**Výnosová křivka amerických vládních dluhopisů v květnu snížila svůj sklon.** Na dlouhém konci sice zůstaly výnosy bez změny na úrovni 1,8 %, na krátkém konci s tím, jak FED trhu připomenul, že existuje reálná možnost, že sazby půjdou nahoru již v létě, výnosy vzrostly zhruba o 15 b.b. na 0,9 %.

**V EMU křivka vládních dluhopisů během května svůj sklon taktéž snížila,** oproti US ale poklesem dlouhodobých výnosů. Krátký konec se celý měsíc držel stabilně lehce kolem -50 b.b., na dlouhém konci však (desetileté) výnosy, které po dubnovém zasedání vyrostly „až“ na 30 b.b., tento růst v květnu korigovaly. Koncem května se tak německý desetiletý výnos dostal znovu na dohled 10 b.b.

### DLUHOPISY – ČR

**Vývoj na českém dluhopisovém trhu byl i v květnu nezáživný.** Jak na krátkém, tak na dlouhém konci se výnosové pohyby počítaly v jednotkách bazických bodů. Dvouletý výnos tak stále osciluje kolem 0 %, desetiletý kolem 50 b.b. Emisní aktivita MFČR zůstává slabá, a to díky výbornému vývoji rozpočtu (v prvních 5 měsících byl v přebytku 22,4 mld. korun, což je meziroční zlepšení o zhruba 45 mld. Kč a nejlepší výsledek od roku 1993). Vedle toho však zůstávala slabá i poptávka investorů – jak domácích (neochota investovat za záporné, nulové či nízké plusové výnosy, mj. ve světle velmi solidní ekonomické výkonnosti ČR), tak zahraničních (nízký objem intervencí, komparativně neatraktivní úroveň obligačních výnosů).

**Bloomberg Effas Czech Index**



### DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

#### Polské dluhopisy

**Polská křivka na rozdíl od české byla v květnu aspoň trochu v pohybu, i když v rozsahově malém.** Na dlouhém konci se v polovině měsíce výnosy nejprve svezly dolů na 2,9 %, aby se poté navrátily až na 3,1 %, na krátkém konci vzrostly o 10 b.b. na 1,6 %. S výnosy výrazněji nezamávalo ani snížení výhledu ratingu agenturou Moody's z důvodu fiskálních a politických rizik.

#### Turecké dluhopisy

Pozitivní vývoj tureckých dluhopisů z předešlých měsíců, který byl důsledkem stabilizace globálních trhů a větší opatrnosti FEDu ohledně zvyšování sazeb, ukončila domácí politika. Začátkem května totiž oznámil turecký premiér Ahmet Davutoglu, že nebude usilovat o předsednictví vládnoucí AKP, a že tedy končí ve své funkci. Za tímto rozhodnutím stály evidentní neshody s prezidentem Erdoganem; nástupce Davutogla, dosavadní ministr dopravy a komunikací Binali Yildirim, bude k prezidentovi dle všeho loajálnější. Znatelný růst výnosů, který po těchto změnách následoval, zastavily až koncem měsíce zprávy, že (pro-investorsky vnímaný) vicepremiér Mehmet Simsek ve vládě zůstane. I tak však byl výsledný květnový výnosový nárůst na dlouhém konci křivky zhruba 70 b.b. (na 9,7 %).

#### Firemní dluhopisy

Korporátní dluhopisy v květnu žádné změny nevykázaly. Index Bloomberg mapující ceny korporátních dluhopisů neinvestičního stupně se oproti konci dubna změnil pouze o 0,1 % a 0,6 % (Eurozóna, USA), v segmentu investičního ratingu pak změna indexů činila 0,4 % resp. -0,1 %.

Ani kreditní marže na trhu CDS v květnu žádnou volatilitou nehýřily. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) se změnil

o kosmetických 0,5 bodu. V případě množiny evropských korporátních emitentů neinvestičního ratingu šlo o zanedbatelný pohyb 0,3 bodu.

## AKCIE

### Globální trhy

Americké akciové indexy v květnu žádné impresivní výkony nepředvedly. Index S&P v květnu proti konci dubna vzrostl pouze o 1,5 %, i to ale jen díky silnému závěru měsíce, kdy energetické tituly podpořil návrat ropy k 50 dolarům za barel. Podobný růst o 1,7 % zaznamenal i německý index DAX, který se tak stále drží jenom lehce nad hranicí 10 tis. bodů.

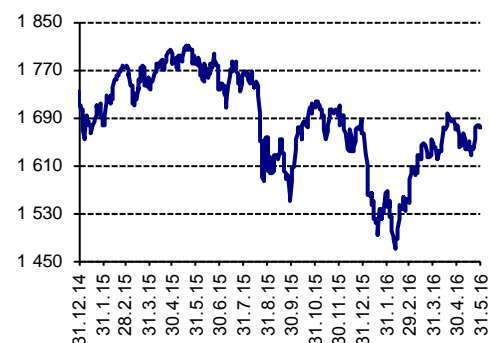
Naopak se nedařilo akciím obchodovaným na rozvíjejících se trzích, které ztrácely. Nejvíce se propadly pak brazilské akcie, které odepsaly 10 procent v důsledku politické nestability, když

byla odvolána prezidentka Rousseffová a celkové hospodářství i nadále pokračuje v propadu.

### Středoevropské trhy

V regionu CEE skončil v plusu pouze slovinský index SBITOP (0,3%), následovaný již ztrátovými akciovými indexy Budapešti (-1,3%), Prahy (-2%) a Varšavy (-5,1%). Špatnou výkonnost polských akcií můžeme i tento měsíc přisoudit nadále nejistým plánům polské vlády (hypotéky ve švýcarských francích a finální podoba penzijního systému) a hrozbě dalšího možného snížení kreditního ratingu Polska. Nejvíce klesaly akcie energetických společností (Energia -20,8% a Enea -15,1%) a těžařů (JSW -29,8% a Bogdanka -19,5%). Dobře se vedlo pouze společnosti CD Projekt, jež je v česku známá vytvořením PC hry Zaklínač. Na parketu v Budapešti se, po pozitivních výsledcích 3. fáze klinických testů pro lék Esmya v USA, dařilo akciím farmaceutické firmy Gedeon Richter, se ztrátou skončily akcie OTP Bank, Magyar Telekom i MOL. V Praze si pěkných 6% připsaly akcie Kofoly a pojišťovny VIG. Zbylé akcie již ztrácely. Za pozornost stojí úspěšné IPO akcií Moneta Money Bank (dříve GE Money Bank), jež si během necelého měsíce připsaly pěkných 12%.

### MSCI World Index



## STRUKTURA PORTFOLIÍ

### Dynamické portfolio

V průběhu května jsme se v rámci struktury Dynamického portfolio rozhodli navýšit zastoupení fondů investujících na rozvíjejících se trzích, zejména v Ruské federaci. Hlavním důvodem byla rostoucí cena ropy, která by v kombinaci s otočením ekonomického cyklu a deeskalací násilí v Sýrii mělo být podporou ruských akcií. Koruna prudce posílila vůči dolaru v důsledku blížícímu se zasedání americké centrální banky. To zvýšilo objem závazků z operací měnového zajištění. Výkonnost jednotlivých fondů Dynamického portfolio byla značně rozličná. Nejvýkonnějším fondem byl *Aberdeen Global Japanese Smaller Companies*, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení ve výši 4,0 procent.

Výkonnost fondů portfolio byla v květnu v měně fondu následující:

Aberdeen Global - Russian Equity Fund (EUR)	3,53%	Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	-0,84%
Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund (JPY)	4,02%	Parvest Equity Australia Classic EUR	2,36%
Aberdeen Global - Indian Equity Fund (USD)	3,58%	PARVEST Bond World High Yield (USD)	-0,01%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	0,13%	PARVEST Equity Best Selection Asia ex-Japan (EUR)	3,00%
Conseq korporátních dluhopisu, OPF CFIS, a.s. A	0,37%	PARVEST Equity Best Selection Europe (EUR)	1,82%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	0,04%	PARVEST Equity USA Small Cap (USD)	2,99%
Conseq Invest Akciový - Třída A	-1,48%	Parvest Equity Japan (JPY)	2,58%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	3,30%	Parvest Equity Turkey (EUR)	-9,63%
Franklin Mutual Beacon	1,02%	Parvest Equity USA (USD)	1,05%
Franklin Mutual European (EUR)	2,64%	Templeton Asian Growth	-3,78%
HSBC GIF Asia ex Japan Equity Smaller Companies (U	0,43%	Templeton Frontier Markets	0,00%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap (USD)	-9,12%	Templeton Global Bond (USD)	-0,82%
NN (L) European Equity (EUR)	3,41%	Templeton China	-2,11%

### Vyvážené portfolio

V průběhu května jsme se v rámci struktury Vyváženého portfolio rozhodli navýšit zastoupení fondů investujících na rozvíjejících se trzích, zejména v Ruské federaci. Hlavním důvodem byla rostoucí cena ropy, která by v kombinaci s otočením ekonomického cyklu a deeskalací násilí v Sýrii mělo být podporou ruských akcií. Koruna prudce posílila vůči dolaru v důsledku blížícímu se zasedání americké centrální banky. To zvýšilo objem závazků z operací měnového zajištění. Výkonnost jednotlivých fondů Vyváženého portfolio byla značně rozličná. Nejvýkonnějším fondem byl *Parvest Equity Japan Small Cap*, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení ve výši 4,0 procent.

Výkonnost fondů portfolio byla v květnu v měně fondu následující:

Aberdeen Global - Russian Equity Fund (EUR)	3,53%	Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	-0,84%
Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund (JPY)	4,02%	Parvest Equity Australia Classic EUR	2,36%
Aberdeen Global - Indian Equity Fund (USD)	3,58%	PARVEST Bond World High Yield (USD)	-0,01%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	0,13%	PARVEST Equity Best Selection Asia ex-Japan (EUR)	3,00%
Conseq korporátních dluhopisu, OPF CFIS, a.s. A	0,37%	PARVEST Equity Best Selection Europe (EUR)	1,82%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	0,04%	PARVEST Equity USA Small Cap (USD)	2,99%
Conseq Invest Akciový - Třída A	-1,48%	Parvest Equity Japan (JPY)	2,58%

Franklin European Small-Mid Cap Growth	3,30%	Parvest Equity Turkey (EUR)	-9,63%
Franklin Mutual Beacon	1,02%	Parvest Equity USA (USD)	1,05%
Franklin Mutual European (EUR)	2,64%	Templeton Asian Growth	-3,78%
HSBC GIF Asia ex Japan Equity Smaller Companies (U	0,43%	Templeton Frontier Markets	0,00%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap (USD)	-9,12%	Templeton Global Bond (USD)	-0,82%

### Konzervativní portfolio

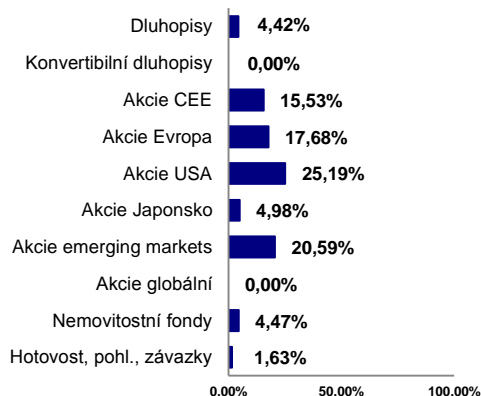
V průběhu května jsme se v rámci struktury Konzervativního portfolia rozhodli navýšit zastoupení fondů investujících do akcií, zejména na rozvíjejících se trzích. Hlavním důvodem byla rostoucí cena komodit a levnější valuace, než ve vyspělých trzích. Koruna prudce posílila vůči dolaru v důsledku blížícímu se zasedání americké centrální banky. To zvýšilo objem závazků z operací měnového zajištění. Nejvýkonnějším fondem portfolia byl *Franklin European Small-Mid Cap Growth*, který si připsal 3,3 procenta.

Výkonnost fondů portfolia byla v květnu v měně fondu následující:

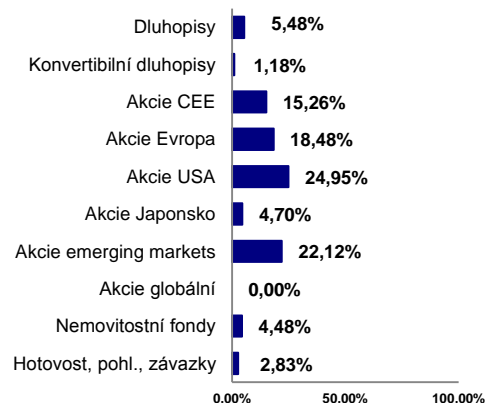
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	0,13%	NN (L) Emerging Markets High Dividend (CZK)	-1,88%
Conseq korporátních dluhopisu, OPF CFIS, a.s. A	0,37%	NN (L) Japan Equity (CZK)	2,94%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	0,04%	Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	-0,84%
Conseq Invest Akciový - Třída A	-1,48%	PARVEST Equity Best Selection Europe (EUR)	1,82%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	3,30%	PARVEST Equity USA Small Cap (USD)	2,99%
Franklin Mutual Beacon	1,02%	Templeton Global Bond (USD)	-0,82%

## DYNAMICKÉ PORTFOLIO

### Struktura portfolia ke dni 31.05.2016

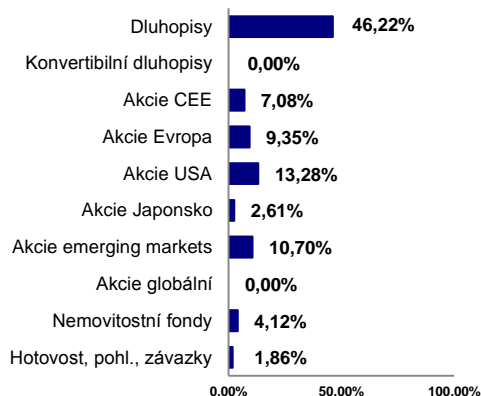


### Struktura portfolia ke dni 29.04.2016

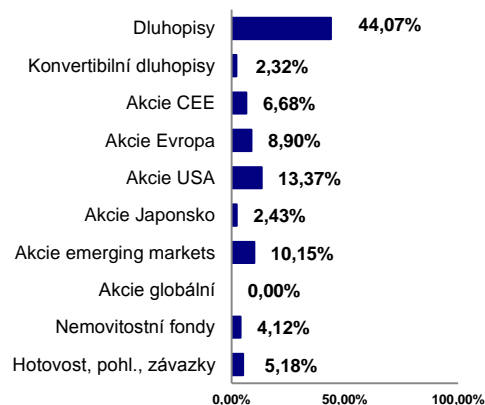


## VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

### Struktura portfolia ke dni 31.05.2016

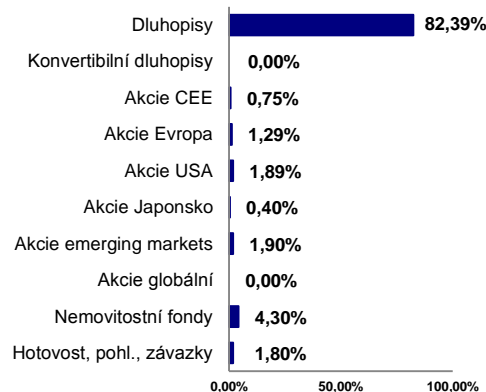


### Struktura portfolia ke dni 29.04.2016

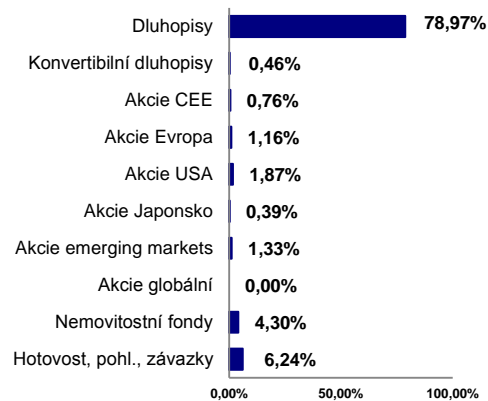


## KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

### Struktura portfolia ke dni 31.05.2016



### Struktura portfolia ke dni 29.04.2016



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### České dluhopisy

**V letošním roce a zejména 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 jsou fundamentální důvody k růstu výnosů (rychle rostoucí ekonomika, klesající nezaměstnanost, silná domácí poptávka a rostoucí mzdové inflační tlaky) prozatím neutralizovány příznivým technickým obrázkem – domácí bankovní trh je v masivním a stále rostoucím přebytku likvidity, ministerstvo financí má nyní díky silně rostoucí ekonomice rychle rostoucí příjmy (za prvních 5 měsíců roku byl rozpočet v nejvyšším přebytku od roku 1993), takže jeho emisní aktivita je nízká. 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). Obavy z výraznějšího globálního ochlazení (Čína, potažmo další EM, eventuálně USA) se dle našeho názoru z větší části nenaplní, stejně jako z perzistentní deflace (vlivem propadu cen komodit, ochlazení růstu). S ukončením měnověpolitických injekcí ECB/BoJ, respektive pokračováním nastoupeného cyklu normalizace měnové politiky Fedu (byť nijak závažným tempem), dle našeho názoru dojde k postupnému posunu výnosových křivek výše ze současných extrémně nízkých úrovní (v případě rozvinuté Evropy je velká část bezrizikových vládních křivek v záporu). Hospodářský růst v USA vnímáme jako široce zakořeněný a věříme, že směřuje k akcelerující inflaci a pevnějšímu postoji Fedu (byť se to zatím nezdá) v nastoupeném cyklu neutralizace uvolněné měnové politiky (zvysování sazeb). Solidně se navíc díky levným cenám komodit a slabšímu kurzu eura daří evropským ekonomikám.

### Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

**V Polsku také zůstává v platnosti náš výhled stabilní rizikové prémie nad německými dluhopisy.** Politická nejistota sice nahodává investory, naproti tomu však stojí alternativa nulových výnosů v Německu či velmi nízkých jinde v Evropě. Dokud bude ECB provádět expansivní měnovou politiku, a tedy dokud se nezvedne inflační výhled v Eurozóně, ani nestandardní chování vlády, pokud nebude skutečně excesivní, nemusí investory, hladové po výnosu, výrazněji odradit. Rizikem zůstává možný pokles sazeb, ke kterému se však zatím polská centrální banka staví velice rezervovaně.

Co se týče Turecka, věříme, že se rozjitřená situace na trhu po obměně vlády postupně minimálně z části uklidní. Centrální banka bude, pokud jí to tržní situace nadále dovolí, pokračovat v postupném neagresivním zužování koridoru měnověpolitických sazeb (fakticky uvolňování měnové politiky). Současné ochlazení ekonomické aktivity by mělo pomoci k dalšímu poklesu inflace, jak výrazně, to bude do značné míry určovat vývoj kurzu TRY. V tomto prostředí, za předpokladu prozatím velmi opatrného Fedu a tedy relativní stability bezrizikových výnosů na ultra nízkých úrovních, věříme, že turecké výnosy mohou z květnových úrovní klesat a ceny dluhopisů růst.

### Měny

**Euro proti dolaru se v dalších měsících udrží kolem 1,10;** očekáváme, že pokud FED skutečně sazby zvýší a ECB zůstane ve svém stávajícím měnově-politickém postoji, dolar se podívá v létě zpět pod tuto hranici.

**U koruny bude nadále pokračovat nudný vývoj,** kdy bude většinu času poblíž 27 korun za euro a kdy bude ČNB nucena proti ní intervenovat. Exit z intervenčního režimu je i s novým složením BR ČNB nadále vzdálený, pravděpodobně zhruba rok. **Polský zlotý** je stále příliš slabý, zde očekáváme návrat k úrovni 4,30, 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.

### Globální akciové trhy

**Na akcie 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 15% 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 červenové referendum o vystoupení Velké Británie z EU 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. 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