

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC DUBEN 2016

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	7

Dynamické portfolio



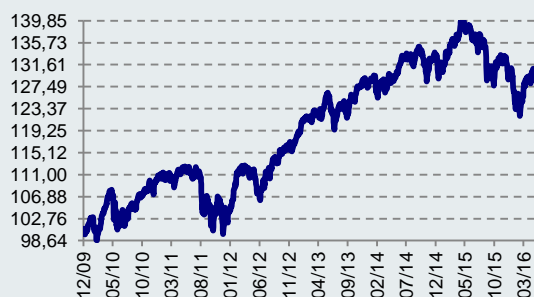
Hodnota jednotky portfolia

133,7344

Výkonnost za poslední měsíc

0,79%

Vyvážené portfolio



Hodnota jednotky portfolia

130,1276

Výkonnost za poslední měsíc

0,57%

Konzervativní portfolio



Hodnota jednotky portfolia

122,6375

Výkonnost za poslední měsíc

0,30%

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

▣ DLUHOPISY – USA, EMU

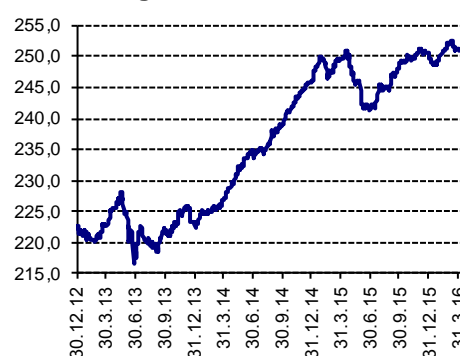
Výnosová křivka amerických vládních dluhopisů byla v dubnu prakticky bez změny. Ačkoliv se před zasedáním FEDu výnosy v očekávání změny rétoriky FEDu na krátkém i na dlouhém konci mírně zvedly, po zasedání, které moc nových informací ohledně dalšího utažení měnové politiky nepřineslo, však znovu klesly na úroveň ze začátku měsíce.

V EMU křivka vládních dluhopisů během dubna zvýšila svůj sklon. Krátký konec se celý měsíc držel stabilně lehce kolem -50 b.b., na dlouhém konci však (desetileté) výnosy po zasedání ECB vyrostly z dubnových minim (pod 10 b.b.) až na 30 b.b., a to i navzdory tomu, že toto zasedání žádné nové informace nepřineslo.

▣ DLUHOPISY – ČR

Vývoj na českém dluhopisovém trhu byl v dubnu nudný. V segmentu krátkých splatností (2 roky) výnosy mírně poklesly (na -10 b.b.), výnosy dlouhodobých splatností naopak mírně vzrostly (cca 6 b.b. na 0,5 %). Stejně tak jako pohyby tržních výnosů do splatnosti byla nízká i aktivita na trhu – zahraniční investoři se z trhu do značné míry stáhly a zájem domácích institucionálních investorů na ultranízkých/záporných výnosech je snížen již delší dobu.

Bloomberg Effas Czech Index



▣ DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Polská křivka v dubnu podobně jako její německý protějšek zvýšila svůj sklon, když výnosy na krátkém konci vzrostly proti konci března o 8 b.b. (na 1,5%) a na dlouhém konci o 25 b.b. (na 3,1 %). Za růstem výnosů, kterého jsme byli svědky i navzdory tomu, že ekonomika vykazovala spíše potřebu uvolněnější měnové politiky, byla obnovena nervozita spojená se spekulacemi o snížení ratingu Polska dalšími agenturami (v čele s Moody's), hrozící prosazení kontroverzních politických zásahů do bankovního systému (konverze CHF hypoték) a v důsledku obnovené oslabování kurzu polského zlotého.

Turecké dluhopisy

Turecké dluhopisy pokračovaly v dubnu ve trendu, který započal již v únoru. Reflektující pozitivní vývoj na globálních tržích, program odkupu korporátních dluhopisů ECB, jehož detaily byly v dubnu zveřejněny, ale i nejnižší inflaci za poslední tři roky, která zlepšila náhled na tureckou ekonomiku (chronická inflace je jedním z palčivých problémů) a spekulace na pravděpodobné snížení sazeb centrální banky, klesly jejich výnosy / vzrostly ceny. Segment krátkých splatností klesl o cca 75 b.b. na 9,1 %, výnosy dlouhodobých dluhopisů ubraly 80 b.b. na 9 %.

Firemní dluhopisy

Korporátním dluhopisům se v dubnu dařilo, a to zejména těm s nižším (spekulativním) ratingem. To, že index Bloomberg High Yield Corporate vzrostl v Americe o 3,9 %, zatímco v Evropě pouze polovičním tempem, reflektuje větší váhu energetického sektoru v USA, který profitoval z růstu cen ropy a také vlivem růstu bezrizikových výnosů v EUR na rozdíl od US. Pozitivní měsíc zaznamenaly i korporátní dluhopisy investičního stupně – ve Spojených státech si index mapující jejich ceny připsal v dubnu 1,4 %, v Evropě 0,2 %. Firemním dluhopisům pomohlo mj. zveřejnění detailů programu odkupů korporátních obligací investičního stupně Evropskou centrální bankou.

Kreditní marže na trhu CDS naproti tomu v dubnu stagnovaly a v případě HY segmentu dokonce mírně stouply. Zde totiž převládl dopad zvýšených obav z možného ochlazení globálního ekonomického růstu, mj. po snížení odhadu růstu z dílny MMF. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) stagnoval,

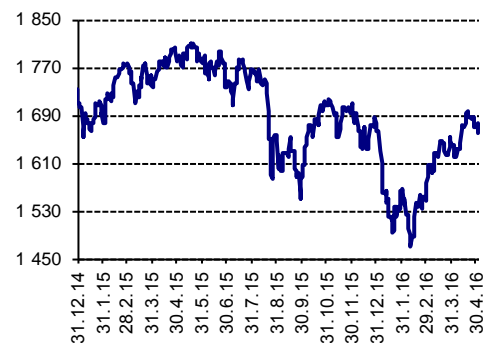
marže spekulativního segmentu CDS, reprezentovaného indexem iTraxx Crossover, vzrostl o 8 bodů.

AKCIE

Globální trhy

Americké akciové indexy v dubnu žádné impresivní výkony nepředvedly. Index S&P v dubnu proti konci března vzrostl pouze o 0,3%, a i to v podstatě jenom proto, že v důsledku růstu cen ropy se velmi dobře vedlo energetickým titulům (a sektoru materiálů). Prakticky žádnou změnu nezaznamenal ani německý index DAX, který uzavřel duben tam, kde končil březen, tj. jenom velice lehce nad 10 tis. body. Růst cen na akciových burzách v rozvíjejících se zemích byl ještě pomalejší než ve vyspělém světě. Hodnota index MSCI Emerging Markets vzrostla o 0,4 procenta.

MSCI World Index



Nejrychleji rostly burzy v Sao Paulu a v Moskvě, když těmto burzám pomohla rostoucí cena komodit. Cena ropy v minulém měsíci vzrostla téměř o pětinu. Méně se dařilo akciovým trhům v Asii, které spíše stagnovaly.

Středoevropské trhy

V regionu se dobře vedlo pražské a budapeštské burze (+1,8 % a +1,6 %), naopak, nejistota kolem plánů polské vlády (hypotéky ve švýcarských francích) a hrozba snížení ratingu (Moody's) se podepsala na poklesu polské burzy o necelá tři procenta. Nejvíce tak klesaly akcie polských bank (Bank Millenium -14,2%, Bank Zachodni WBK -13,5%, PKO BP -12%) a sektor utilit (PGE -5,7%, Energa -5,1%). Naopak růst cen surové ropy byl doprovázen vzestupem cen silové elektřiny a uhlí, což se pozitivně projevilo na akciích JSW (+42,5% a Bogdanky +19%). Na pražské burze se nejlépe vedlo akciím pojišťovny Vienna Insurance Group, výrobcí netkaných textilií Pegas Nonwovens a s blížící se dividendou také akciím ČEZ. Propadákem byla společnost NWR (-35,3%), která začátkem května vstoupila do insolvenčního řízení, přičemž došlo k zastavení obchodování s jejími akciemi na regulovaném trhu.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

V průběhu dubna jsme do struktury Dynamického portfolio nezasahovali, veškeré změny vah tak měly na svědomí tržní pohyby. Dařilo se všem především fondům investujícím v Evropě, Latinské Americe a Japonsku. Jejich váha v rámci Dynamického portfolio se zvýšila na úkor akciových fondů investujících ve Spojených státech. Koruna prudce oslabila vůči jenu v důsledku nečinnosti japonské centrální banky, což zvýšilo objem závazků z operací měnového zajištění. Naopak česká měna mírně posílila vůči dolaru, což tento pohyb částečně kompenzovalo.

Výkonnost jednotlivých fondů Dynamického portfolio byla značně rozličná. Nejvýkonnějším fondem byl Aberdeen Russian Equity, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení ve výši 7,4 procenta.

Výkonnost fondů portfolio byla v dubnu v měně fondu následující:

Aberdeen Global - Russian Equity Fund (EUR)	7,42%	NN (L) European Equity (EUR)	1,15%
Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund (JPY)	-1,28%	Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	0,24%
Aberdeen Global - Indian Equity Fund (USD)	0,79%	PARVEST Bond World High Yield (USD)	2,32%
BGF United Kingdom Fund (A2 GBP)	-0,62%	PARVEST Convertible Bond World (EUR)	0,28%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	0,13%	PARVEST Equity Best Selection Euro (CZK)	0,73%
Conseq korporátních dluhopisu, OPF CFIS, a.s. A	0,39%	PARVEST Equity USA Small Cap (USD)	2,92%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	0,12%	Parvest Equity Japan (JPY)	-1,23%
Conseq Invest Akciový - Třída A	0,19%	Parvest Equity Turkey (EUR)	3,55%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	-0,68%	Parvest Equity USA (USD)	-1,60%
Franklin Mutual Beacon	1,72%	Templeton Asian Growth	1,35%
Franklin Mutual European (EUR)	2,38%	Templeton Frontier Markets Fund (USD)	4,42%
HSBC GIF Asia ex Japan Equity Smaller Companies (U	0,33%	Templeton China	1,24%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap (USD)	5,02%		

Vyvážené portfolio

V průběhu dubna jsme do struktury Vyváženého portfolio nezasahovali, veškeré změny vah tak měly na svědomí tržní pohyby. Dařilo se všem především fondům investujícím v Evropě, Latinské Americe a Japonsku. Jejich váha v rámci Vyváženého portfolio se zvýšila na úkor akciových fondů investujících ve Spojených státech. Koruna prudce oslabila vůči jenu v důsledku nečinnosti japonské centrální banky, což zvýšilo objem závazků z operací měnového zajištění. Naopak česká měna mírně posílila vůči dolaru, což tento pohyb částečně kompenzovalo.

Výkonnost jednotlivých fondů Vyváženého portfolio byla značně rozličná. Nejvýkonnějším fondem byl Aberdeen Russian Equity, který dosáhl meziměsíčního zhodnocení ve výši 7,4 procenta.

Výkonnost fondů portfolia byla v dubnu v měně fondu následující:

Aberdeen Global - Russian Equity Fund (EUR)	7,42%	NN (L) European Equity (EUR)	1,15%
Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund (JPY)	-1,28%	Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	0,24%
Aberdeen Global - Indian Equity Fund (USD)	0,79%	PARVEST Bond World High Yield (USD)	2,32%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	0,13%	PARVEST Convertible Bond World (EUR)	0,28%
Conseq korporátních dluhopisu, OPF CFIS, a.s. A	0,39%	PARVEST Equity Best Selection Europe (EUR)	1,89%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	0,12%	PARVEST Equity USA Small Cap (USD)	2,92%
Conseq Invest Akciový - Třída A	0,19%	Parvest Equity Japan (JPY)	-1,23%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	-0,68%	Parvest Equity Turkey (EUR)	3,55%
Franklin Mutual Beacon	1,72%	Parvest Equity USA (USD)	-1,60%
Franklin Mutual European (EUR)	2,38%	Templeton Asian Growth	1,35%
HSBC GIF Asia ex Japan Equity Smaller Companies (U	0,33%	Templeton Frontier Markets Fund (USD)	4,42%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap (USD)	5,02%	Templeton China	1,24%

Konzervativní portfolio

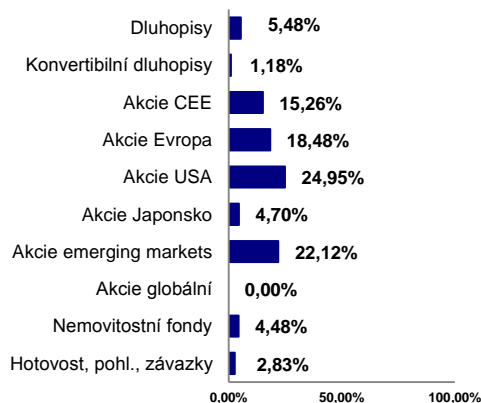
V průběhu dubna jsme do struktury Konzervativního portfolia nezasahovali, veškeré změny vah tak měly na svědomí tržní pohyby. Výkonnost fondů byla poměrně rozličná. Nejlepší výkonnosti dosáhly akciové fondy investující ve Spojených státech, jejich podíl se v rámci Konzervativního portfolia zvýšil na úkor fondů investujících na rozvíjejících se trzích. Nejvýkonnějším fondem portfolia byl *Parvest US Equity Small Companies*, který si připsal 2,9 procenta.

Výkonnost fondů portfolia byla v dubnu v měně fondu následující:

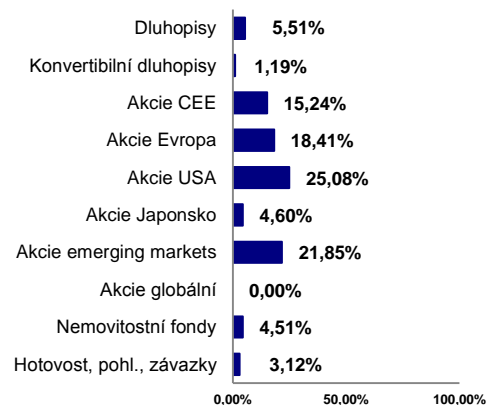
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	0,13%	NN (L) Japan Equity (CZK)	-1,28%
Conseq korporátních dluhopisu, OPF CFIS, a.s. A	0,39%	Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	0,24%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	0,12%	PARVEST Convertible Bond World (EUR)	0,28%
Conseq Invest Akciový - Třída A	0,19%	PARVEST Equity Best Selection Europe (EUR)	1,89%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	-0,68%	PARVEST Equity USA Small Cap (USD)	2,92%
Franklin Mutual Beacon	1,72%	Templeton Global Bond (USD)	-0,66%
NN (L) Emerging Markets High Dividend (CZK)	-0,18%		

DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 29.04.2016

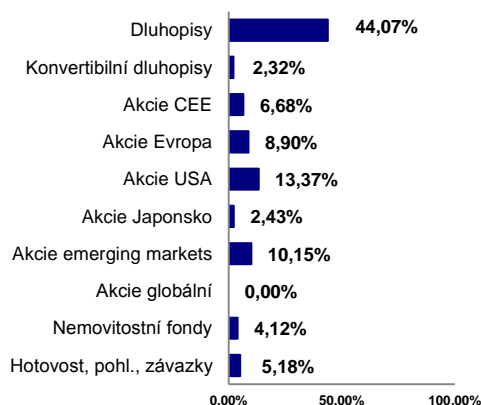


Struktura portfolia ke dni 31.03.2016

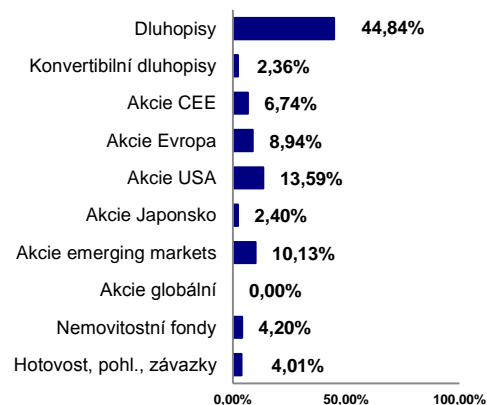


VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 29.04.2016

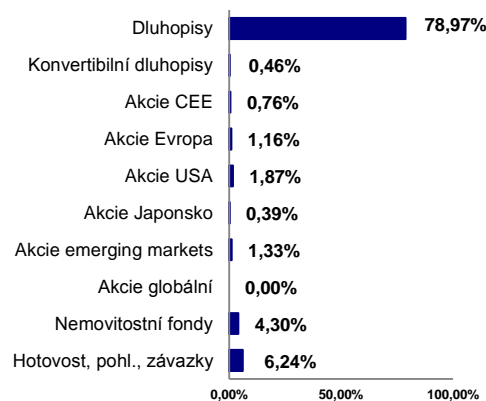


Struktura portfolia ke dni 31.03.2016

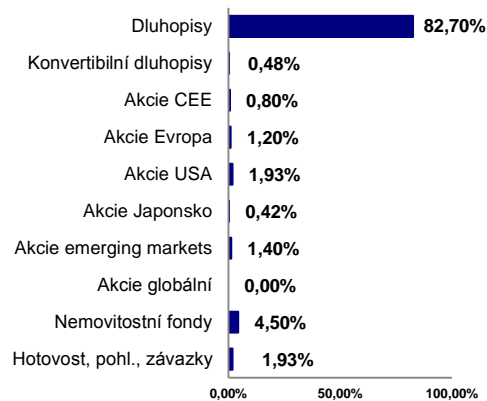


KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 29.04.2016



Struktura portfolia ke dni 31.03.2016



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. Krátkodobé výnosy nejspíš sice ještě nějakou dobu zůstanou v záporu (s ohledem na mj. trvající intervenční politiku ČNB a probíhající QE program ECB je domácí bankovní trh v masivním a stále rostoucím přebytku likvidity). Navíc, Ministerstvo financí má nyní díky silně rostoucí ekonomice rychle rostoucí příjmy, takže jeho emisní aktivita je nízká – MF ČR od poloviny února do poloviny dubna kupř. neemitovalo žádné státní dluhopisy. Výnosy středních a zejména dlouhodobých splatností by se měly později v průběhu roku začít posouvat vzhůru primárně vlivem odhadovaného vývoje na zahraničních obligačních trzích – EMU a USA.

Zde budou hlavními determinanty vývoj měnových politik hlavních centrálních bank, potažmo 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). Očekávání dalších měnověpolitických injekcí ECB/BoJ, respektive přerušení/zastavení nastoupeného cyklu normalizace měnové politiky Fedu se tak dle našeho názoru ukáží z větší části jako lichá. 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 (zvýšování sazeb). V důsledku by se opětovně vzhůru měly posouvat výnosy bezrizikových vládních dluhopisů na obou stranách Atlantiku (ceny dluhopisů klesat), lépe by se naopak mělo dařit rizikovým aktivům (akcie, firemní dluhopisy, aktiva rozvíjejících se zemí).

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

V Polsku sice v dubnu výnosy vzrostly, ale to by spíše neměl být začátek setrvalého růstu. Na jedné straně sice stále trvá politická nejistota a latentní strach z definitivní orbanizace Polska, na druhé straně však hlad po jakémkoliv vyšším než nulovém výnosu a silné makroekonomické fundamenty ceny polských dluhopisů podpoří. Dle nás bude tento druhý efekt nadále mírně převládat – riziková prémie k německým dluhopisům (kolem 280 b.b.) se tak udrží.

Turecké dluhopisy profitují z tržního klidu, z nákupního programu ECB a z opticky nízké inflace. Zejména poslední ze zmíněných faktorů hraje roli – celková inflace totiž díky cenám potravin (jejichž růst je nejpomalejší za 12 let) a cenám energií prudce klesla, nachází se tak na tříletém minimu (6,6 %); spekulace, že turecká centrální banka neodolá tlaku vlády a sníží sazby, pak tolik nepřekvapí. Při bližším pohledu však prozatím zůstává v platnosti, že celkový inflační obrázek se tolik nezlepšil – jádrová inflace (9,4 %) je stále výrazně nad cílem centrální banky, tvrdošijně vysoká jsou (prozatím) i inflační očekávání. Obligační trh tak po silných ziscích z uplynulých dvou měsíců může čelit minimálně korekci a též zvýšené volatilitě.

Měny

Euro proti dolaru začalo koncem dubna posilovat, čemuž výrazně pomohla slabá data z USA a silnější data z Eurozóny. Dle nás však z dat o růstu HDP v 1.čtvrtletí nemůžeme usuzovat na relativní růstové vyhlídky obou ekonomik – domníváme se, že růst v USA bude nadále rychlejší než v EMU, a že FED letos ještě k utažení měnové politiky přistoupí. Z toho pak plyne i naše očekávání návratu dolaru k 1,10, byť je možné, že ještě předtím budeme vidět další mírné technické oslabení (pod 1,20).

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 zatím v nedohlednu. **Polský zlotý** je po dubnovém oslabení znovu příliš slabý, zde očekáváme spíše postupný návrat pod 4,30, vzhledem k politickým poměrům však čekáme nadále zvýšenou volatilitu a ztráty v případě zvýšení globální rizikové averze. **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 zažily v posledních několika čtvrtletích výrazné korekce. 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.

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