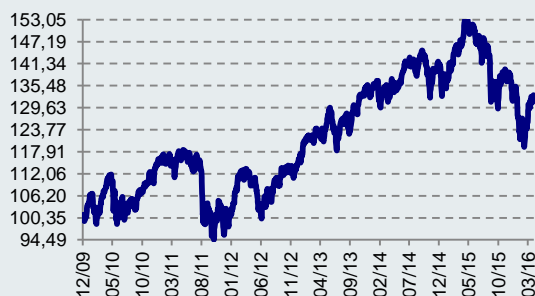


ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC BŘEZEN 2016

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	6

Dynamické portfolio



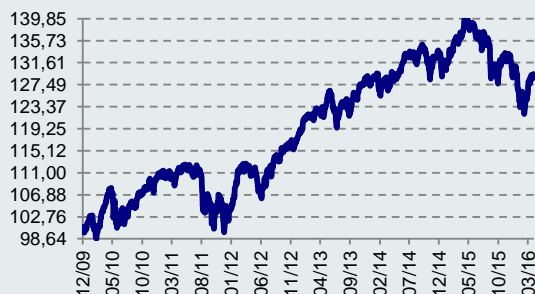
Hodnota jednotky portfolia

132,6919

Výkonnost za poslední měsíc

5,57%

Vyvážené portfolio



Hodnota jednotky portfolia

129,3938

Výkonnost za poslední měsíc

2,99%

Konzervativní portfolio



Hodnota jednotky portfolia

122,2760

Výkonnost za poslední měsíc

0,92%

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

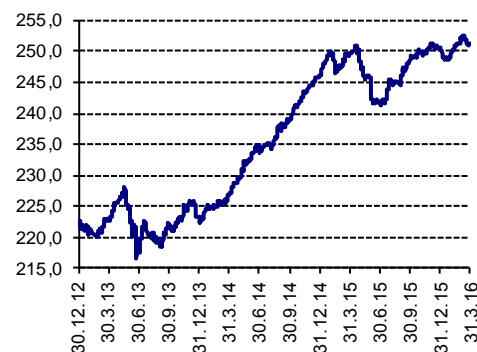
Výnosová křivka amerických vládních dluhopisů prošla (podobně jako v únoru) i v březnu vcelku volatilním vývojem, čisté změny proti začátku března však byly nakonec minimální. Na krátkém konci se v polovině měsíce výnosy dostaly až na dohled 1 % s tím, jak trh spekoval na zasedání FEDu. Po jeho holubičím výsledku a po uvolnění politiky ECB se však krátké výnosy znovu vrátily na hodnoty ze začátku března (0,75 %). Podobný byl i vývoj na dlouhém konci křivky, kde výnosy v polovině měsíce vzrostly skoro na 2 %, měsíc však ukončily o čtvrt procentního bodu níže.

V EMU po zasedání ECB výnosy na krátkém konci překvapivě vzrostly (z -55 b.b. na -45 b.b.), trh evidentně od ECB čekal víc (byť nevíme, co to mohlo být, protože z našeho pohledu se ECB v březnu vůbec nedržela „při zdi“). Na dlouhém konci se po zvýšení tempa odkupu a hlavně po holubičím zasedání FEDu výnosy znovu vrátily poblíž historických minim, tj. na splatnosti 10 let klesly k 12 b.b.

DLUHOPISY – ČR

Vývoj na českém dluhopisovém trhu byl ovlivněn jak vývojem v zahraničí (v Německu), tak domácí aktivitou MFČR. Díky poklesu výnosů v EMU se český dlouhý konec v polovině měsíce dostal pod výnosová minima z dubna 2015, když se desetiletý výnos dostal až na dohled úrovně 0,3%. Na krátkém konci se pokračující zkracování maturity nových emisí ze strany MFČR (vedené snahou MFČR využít negativní sazby ke snížení úrokových nákladů) projevilo dalším růstem rizikové premie k německým dluhopisům (na dvou letech skoro 45 bps). Výnosová křivka českých státních dluhopisů ve výsledku snížila sklon při růstu kratších a střednědobých výnosů o 10 – 20 bps a víceméně stagnaci dlouhodobých výnosů.

Bloomberg Effas Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Vývoj na polském trhu byl oproti předešlým měsícům o poznání klidnější, křivka vládních dluhopisů měla převažující tendenci snižovat sklon - na krátkém konci oscilovaly výnosy ve velmi úzkém pásmu kolem 1,45 %, na dlouhém postupně klesly o 15 bazických bodů na 2,8 %.

Turecké dluhopisy

Turecké dluhopisy pokračovaly v březnu ve trendu, který začal předchozí měsíc. V důsledku uklidnění situace na trzích se investoři začali do tureckých dluhopisů vracet, což dále podpořila i aktivita ECB a zveřejněné inflační data za březen, která byla nejnižší za posledních 7 měsíců (7,5%). Dvouleté i desetileté výnosy tak díky této souhře příznivých faktorů klesly o 100 bps resp. 65 bps na 9,7 %.

Firemní dluhopisy

Po prosinci a lednu, kdy se korporátním dluhopisům (spekulativního ratingu) nedařilo, došlo v únoru a posléze i v březnu ke stabilizaci resp. ke zlepšení situace. V Americe index Bloomberg High-Yield Corporate po únorových +0,7% přidal v březnu 4,6 %, a vymazal tak většinu ztrát, které od listopadu zaznamenal (proti začátku listopadu je nyní už jen o procento niž). Důvodem byl hlavně mírný růst cen ropy, která se dostala až k hranici 40 dolarů za barel.

V Evropě díky dalšímu uvolnění měnové politiky ECB vzrostl index Bloomberg High Yield Corporate o 3,5%. Na trávající rizika však nadále ukazuje vysoké tempo revizí ratingu z investičního do spekulativního stupně - v letošním roce již bylo dle J.P.Morgan tímto směrem revidováno za 132 mld. USD dluhopisů, což je ve srovnání se 143,1 mld. USD za celý rok 2014 a 150,2 mld. USD za rok 2009 velmi vysoké tempo.

Kreditní marže na trhu CDS zaznamenaly v březnu výrazný pohyb. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) klesl o výrazných 30 bodů a v podstatě vymazal ztráty od prosincového panického nárůstu. Stejný vývoj nastal i v případě CDS emitentů neinvestičního stupně, jejichž marže klesly o plných sto bodů. V obou případech šlo o reakci na kroky ECB a celkové zvýšení apetitu po riziku.

AKCIE

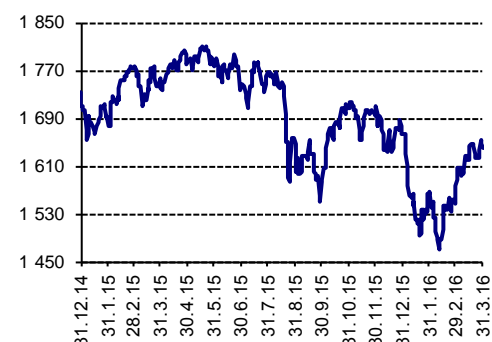
Globální trhy

Po třech špatných měsících se akciové trhy v březnu konečně vzpamatovaly. Americké akcie téměř vymazaly přechodí propady, když index S&P 500 v březnu přidal 6,6 %. Podobně se vedlo i indexům v Evropě – německý DAX vzrostl o skoro 5 % a otestoval 10 tis. bodů.

Ještě lépe se vedlo rozvíjejícím se trhům – hodnota indexu MSCI Emerging Markets vzrostla v březnu o více než 13 %. Indexům pomohlo uvolnění měnové politiky v EMU a snížení očekávaného tempa utahování měnové politiky v USA, rozvíjejícím se trhům

navíc také stabilizace cen komodit (ropa se vrátila na dohled 40 dolarů za barel). Nejvíce se dařilo akciovým trhům v Brazílii, kde místní akciový index Bovespa posílil o pětinu v dolarovém vyjádření díky dalším krokům k odvolání prezidentky Rousseffové.

MSCI World Index



Středoevropské trhy

I regionální akciové trhy skončily v černých číslech – nejvíce si připsala Budapešť (index BUX +13,4 %), Varšava (WIG 30 +8,9 %); Praha připsala 4,9 %. Z maďarských akcií se při mírných růstech cen ropy nejlépe vedlo společnosti MOL (19,3%) a při růstu akcií bankovního sektoru v Evropě také bance OTP. V Polsku se převážně dařilo těžebním společnostem jako JSW (+33,9%) nebo Bogdanka (+20,4%). V červených číslech opět skončil nedobře hospodařící vlakový přepravce PKP Cargo, kterého tíží i problémy OKD. V Praze opět, po předběžných číslech za čtvrté čtvrtletí a výhledu hospodaření za letošní rok, padaly akcie Vienna Insurance Group. Před dividendou se dařilo akciím Komerční banky (+13,1%) a ČEZ (+14,3%).

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

V průběhu března jsme do struktury Dynamického portfolio nezasahovali, veškeré změny vah tak měly na svědomí tržní pohyby. Dařilo se všem fondům Dynamického portfolio, nejvíce však akciovým fondům investujícím do akcií obchodovaných rozvíjejících se trzích. Jejich váha se v rámci Dynamického portfolio zvýšila. Koruna v průběhu března posílila vůči zahraničním měnám, zejména dolaru, což zvýšilo objem pohledávek z operací měnového zajištění.

Všechny fondy Dynamického portfolio skončily v černých číslech. Tři fondy dokonce dosáhly dvouciferného zhodnocení. Pokračující obrat sentimentu na latinskoamerických trzích pomohl fondu *HSBC Latin America* dosáhnout zhodnocení ve výši 18,0 procent. Naopak nejméně rostly akciové fondy investující na evropských trzích.

Výkonnost fondů byla následující: *Aberdeen Russian Equity* 7,2%; *Aberdeen Japan Small Companies* 5,4%; *Aberdeen Indian Equity* 15,0%; *Blackrock UK Equity* 1,1%; *Conseq Invest Akciový* 7,0%; *Franklin European Small Companies* 6,4%; *Franklin Mutual Beacon* 6,3%; *Franklin Mutual European* 3,0%; *HSBC Asia Small Companies* 11,9%; *HSBC Latin America* 18,0%; *NN European Equity* 0,4%; *Parvest Best Selection Euro CZK* 2,2%; *Parvest Equity US Small Companies* 9,6%; *Parvest Japan* 5,0%; *Parvest Turkey* 9,0%; *Parvest US Equity* 5,3%; *Templeton Asian Growth* 8,0%; *Templeton Frontier Markets* 2,6%; *Templeton China Fund* 9,4%.

Výkonnost dluhopisových fondů Dynamického portfolio byla následující: *Conseq Dluhopisový Konzervativní* 0,5%, *Conseq Invest Korporátních Dluhopisů* 0,3%, *Conseq Invest Dluhopisový* 0,4%; *Conseq Dluhopisů Nové Evropy* 1,5%, *Parvest Convertible Bond World* 2,4%.

Vyvážené portfolio

V průběhu března jsme do struktury Vyváženého portfolio nezasahovali, veškeré změny vah tak měly na svědomí tržní pohyby. Dařilo se všem fondům Vyváženého portfolio, nejvíce však akciovým fondům investujícím do akcií obchodovaných rozvíjejících se trzích. Jejich váha se v rámci Vyváženého portfolio zvýšila. Koruna v průběhu března posílila vůči zahraničním měnám, zejména dolaru, což zvýšilo objem pohledávek z operací měnového zajištění.

Všechny fondy Vyváženého portfolio skončily v černých číslech. Tři fondy dokonce dosáhly dvouciferného zhodnocení. Pokračující obrat sentimentu na latinskoamerických trzích pomohl fondu *HSBC Latin America* dosáhnout zhodnocení ve výši 18,0 procent. Naopak nejméně rostly akciové fondy investující na evropských trzích.

Výkonnost ostatních fondů byla následující: *Aberdeen Russian Equity* 7,2%; *Aberdeen Japan Small Companies* 5,4%; *Aberdeen Indian Equity* 15,0%; *Conseq Invest Akciový* 7,0%; *Franklin European Small Companies* 6,4%; *Franklin Mutual Beacon* 6,3%; *Franklin Mutual European* 3,0%; *HSBC Asia Small Companies* 11,9%; *HSBC Latin America* 18,0%; *NN European Equity* 0,4%; *Parvest Best Selection Europe* 1,6%; *Parvest Equity US Small Companies* 9,6%; *Parvest Japan* 5,0%; *Parvest Turkey* 9,0%; *Parvest US Equity* 5,3%; *Templeton Asian Growth* 8,0%; *Templeton Frontier Markets* 2,6%; *Templeton China Fund* 9,4%; *Conseq Invest Dluhopisů Nové Evropy* 1,5%; *Conseq Dluhopisový Konzervativní* 0,5%; *Conseq Invest Korporátních Dluhopisů* 0,3%, *Parvest Convertible Bond World* 2,4%; *Conseq Invest Dluhopisový* 0,4%.

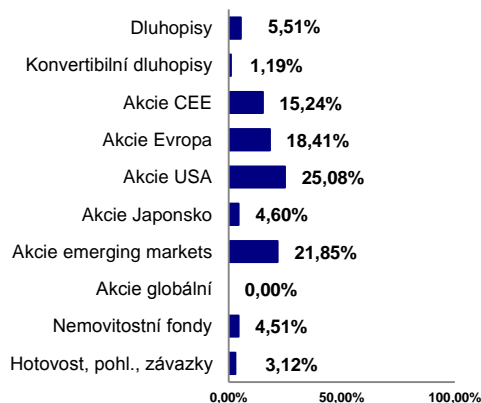
Konzervativní portfolio

V průběhu března jsme do struktury Konzervativního portfolio nezasahovali, veškeré změny vah tak měly na svědomí tržní pohyby. Dařilo se všem fondům Konzervativního portfolio, nejvíce však akciovým fondům, jejichž váha se v rámci portfolio zvýšila.

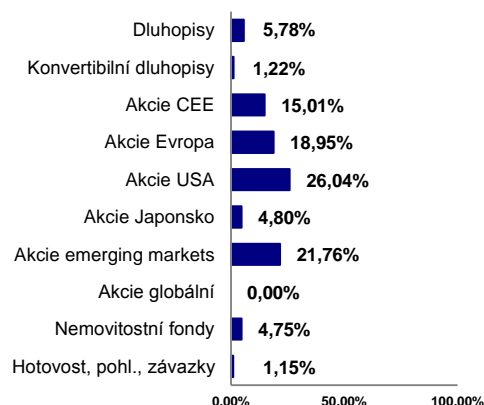
Všechny fondy Konzervativního portfolio skončily v černých číslech. Nejvýkonnějším fondem portfolio byl *Parvest US Equity Small Companies*, který si připsal 9,6 procenta. Výkonnosti fondů portfolio byly následující: *Conseq Invest Dluhopisový* 0,4%; *Conseq Invest Korporátních Dluhopisů* 0,3%, *Conseq Invest Konzervativní* 0,5%; *Conseq Akciový Fond* 7,0%; *Franklin European Small Cap* 6,4%; *Franklin Mutual Beacon* 6,3%; *NN Emerging Markets High Dividend* 9,3%; *NN Japan* 4,8%; *Parvest Convertible Bond World* 2,4%; *Parvest Best Selection Europe* 1,6%; *Parvest US Equity Small Companies* 9,6%; *Conseq Invest Dluhopisů Nové Evropy* 1,5%, *Templeton Global Bond* 3,5%.

DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.03.2016

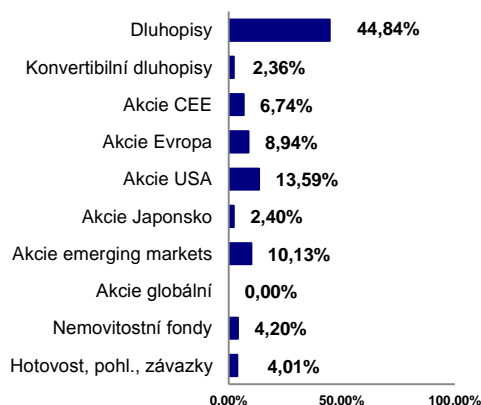


Struktura portfolia ke dni 29.02.2016

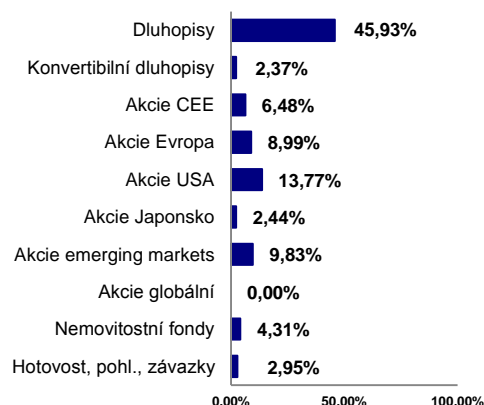


VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.03.2016

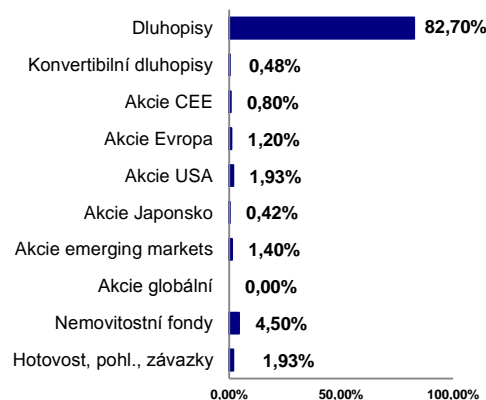


Struktura portfolia ke dni 29.02.2016

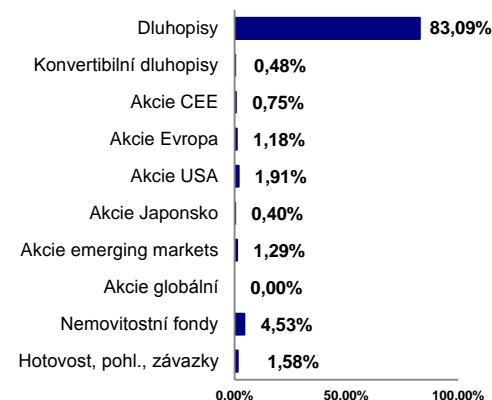


KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.03.2016



Struktura portfolia ke dni 29.02.2016



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

V letošním roce 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. trvajícím intervenční politiku ČNB a probíhající QE program ECB je domácí bankovní trh v masivním a stále rostoucím přebytku likvidity), na druhou stranu nynější emisní ofenzíva MFČR na krátkých splatnostech limituje pokles hlouběji do záporu. Výnosy středních a zejména dlouhodobých splatností by se měly později v průběhu roku začít posouvat vzhůru jak vlivem externích, tak do určité míry i interních faktorů. Nabídka dluhu v roce 2016 kvůli pomalejší ekonomice a vyčerpání likviditní rezervy v minulých letech vzroste - celková emise bude, vzhledem k maturujícímu dluhu, deficitu a očekávanému předfinancování se z důvodu záporných sazeb okolo 370 – 400 mld. Kč. Pokud by ochladl zájem zahraničních investorů proti roku 2015, domácí investoři tento objem zafinancují velmi pravděpodobně pouze za vyšší nabídnuté výnosy.

Primárně určujícím faktor by však měl zůstat zahraniční vývoj. 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 ukazují jako liché, stejně jako z perzistentní deflace (vlivem propadu cen komodit, ochlazení růstu) a v důsledku očekávání dalších měnověpolitických injekcí ECB/BoJ, respektive přerušení/zastavení nastoupeného cyklu normalizace měnové politiky Fedu. Dle našeho názoru je hospodářský růst v USA široce zakořeněný a směřuje k akcelerující inflaci a pevnějšímu postoji Fedu (byť se to zatím nezdá) v nastoupeném cyklu neutralizace uvolněné měnové politiky (zvyšování sazeb). V důsledku se opětovně vzhůru posunou výnosy bezrizikových vládních dluhopisů na obou stranách Atlantiku (ceny dluhopisů klesnou), lépe by se naopak mělo dařit rizikovým aktivům (akcie, firemní dluhopisy, aktiva rozvíjejících se zemí).

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

V Polsku se v březnu definitivně potvrdilo, že politická orbanizace trhům, hladovým po výnosu, nepřekáží. I když centrální banka překvapivě na pokles sazeb nevypadá, dlouhý konec zůstává pod vlivem trvajícím deflace, která bude delší, než se původně čekalo, a pod vlivem nákupů ECB, které z polských dluhopisů při stále relativně slabém zlotém dělají v očích investorů atraktivní investici. Polské dluhopisy tak už žádným dramatickým výprodejem kvůli politice projít nemusí a mohou se vyvíjet v souladu s německými, přičemž riziková prémie k nim zůstane plus, minus zachována.

Turecké dluhopisy profitují z nízkých výnosů v Evropě, březnové kroky ECB tuto relativní atraktivitu tureckých dluhopisů dále zvyšují. Tržní chaos z ledna a února letošního roku již pominul, výnosy tak začaly klesat, a to i navzdory tomu, že inflační obrázek vylepšují (prozatím) pouze ceny potravin a energií (jádrová inflace je stále nad 9 %, a tedy daleko od cíle turecké centrální banky na 5 %). Tento vývoj může pokračovat i nadále. Nadále trvá geopolitické napětí, naproti tomu přítomnost Turecka v řešení uprchlické krize v Evropě jsou pro Turecko vedle evropských peněz příslibem těsnějších vazeb a urychlení přístupových jednání, což může vylepšit vnímaný rizikový profil. Ekonomika je nicméně prozatím stále inflačně neukotvená a s nadprůměrnou, byť nyní klesající, vnější nerovnováhou.

Měny

Náš názor na vývoj eura proti dolaru se už nějakou dobu nemění – nadále očekáváme, že většinu času bude kurz oscilovat kolem 1,10, rizika vidíme stále mírně asymetricky směrem k dolaru pod touto úrovní; hodnoty pod 1,05 jsou nepravděpodobné, protože předpokládají nepravděpodobně velkou divergenci měnových politik ECB a FED. Tento výhled ponecháváme v platnosti i vzhledem k tomu, že FED už potvrdil, že letos nedodá 4 utažení měnové politiky, jako prognózoval v prosinci, ale jenom utažení dvě.

Regionální měny, kromě koruny, jsou příliš slabé (slabá je tedy i koruna, ale té brání posilovat ČNB). Fundamentálně stále pokládáme za podhodnocený polský zlotý, ten se však dle očekávání již vrátil pod 4,30; dostat se pod 4,20 a směrem k fundamentálním hodnotám kolem 4 však nebude letos v jeho silách. Na stávajících úrovních (4,25) je stále prostor pro posílení, ale již pouze mírně.

U CZK ani v roce 2016 nedojde k uvolnění prostoru pro další posílení (tj., k odchodu ČNB z trhu nebo ke snížení hranice kurzového závazku), její odchod z trhu se dá čekat nejdříve až ve druhé polovině roku 2017, přičemž rizika jsou směrem k pozdějšímu než dřívějšímu odchodu. Dlouhodobě jsme však na korunu pozitivní a fundamentálně vidíme po exitu prostor k postupnému posílení až ke 25 korunám.

Globální akciové trhy

Akcie jsou nadále **jedním 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 střeoevropských akcií v současné době vidíme selektivně v některých akciích, zvláště pak těch dividendových. Riziko v roce 2016 pro polské akcie nadále vidíme v možné úpravě tamního penzijního systému vládnoucí stranou PiS. Negativně může v prvních 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 Vienna Insurance Group, Pegas, Unipetrol nebo Kofolu. Z polských titulů se nám líbí mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, zpracovatel ryb Graal, zpracovatel masa Tarczynski 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