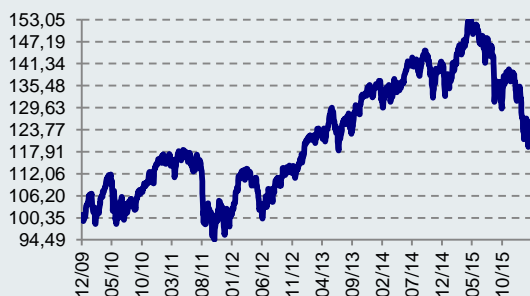


ERGO pojišťovna

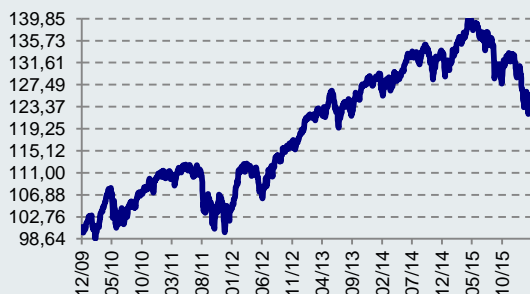
ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ÚNOR 2016

| | |
|----------------------------------|---|
| VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH | 2 |
| STRUKTURA PORTFOLIÍ | 4 |
| PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ | 7 |



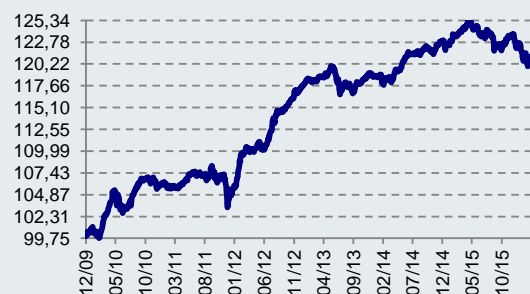
Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **125,6923**
 Výkonnost za poslední měsíc **-0,84%**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **125,6433**
 Výkonnost za poslední měsíc **-0,41%**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **121,1669**
 Výkonnost za poslední měsíc **-0,24%**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

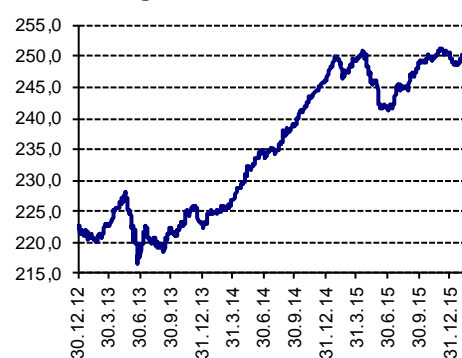
Výnosová křivka amerických vládních dluhopisů v únoru sice prodělala vcelku volatilní vývoj, čisté změny proti začátku února však byly nakonec minimální - na krátkém konci se v polovině měsíce výnosy dostaly až na 0,6 % s tím, jak trh přehodnocoval výhled na utažení americké měnové politiky, aby se koncem měsíce s vyšší inflací a solidními makroekonomickými daty vrátily na 0,8%; na střední části a na dlouhém konci výnosy klesly o zhruba 15 b.b.

V EMU se vlivem nízké inflace a slabých předstihových dat výnosy v silných zemích (Německo) dostaly na nová výnosová minima (na krátkém konci), či poblíž historických minim z jara 2015 (na konci dlouhém). Dvouletý německý dluhopis se výnosově propadl až na -55 b.b., desetiletý pak na +10 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 vrátil na výnosová minima z dubna 2015 (desetiletý výnos až k úrovni 0,3%), zatímco pokračující orientace Ministerstva financí na emise nových dluhopisů zejména krátkých splatností (vedeného snahou využít negativní sazby ke snížení nákladů) držela úroveň požadovaných výnosů v tomto segmentu na uzdě (i když stále v záporném teritoriu), výnosová prémie proti německé křivce na krátkém konci tím stoupla na nejvyšší hodnotu od léta 2013 (43 bps na dvouleté splatnosti). Výnosová křivka českých státních dluhopisů se za únor posunula dolu a zmírnila sklon, výnosy klesly cca o 10 – 25 bps.

Bloomberg Effas Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Nejenom že po snížení ratingu prodělaly polské výnosy jenom malé změny směrem nahoru, během února i tyto zcela vymizely. Křivka prošla mírným snížením sklonu, když na dlouhém konci poklesly výnosy o zhruba 25 bps (pod 3 %), na krátkém o zhruba 10 bps – koncem února tak byly výnosy na úrovních před snížením ratingu v lednu. Fakticky tak převládá efekt uvolněné měnové politiky ECB, respektive globální snížení rizikové averze nad efektem vyšší vnímané požadované rizikové marže vlivem „urbanizace“ Polska.

Turecké dluhopisy

V únoru pokračoval pozvolný, opatrný pokles výnosů, který započal ve druhé polovině ledna. Ačkoliv v polovině února na chvíli výnosy pod vlivem eskalace napětí na turecko-syrské hranici vzrostly, ve druhé polovině měsíce se sesunuly na hodnoty neviděné od konce minulého roku (10-letý výnos poklesl na 10,3 %, dvouletý na 10,6 %). Výnosová křivka v měsíčním hodnocení ubrala cca 20 – 40 bps.

Firemní dluhopisy

Po prosinci a lednu, kdy se korporátním dluhopisům (zejména spekulativního ratingu) nedařilo, došlo v únoru ke stabilizaci situace. V Americe index Bloomberg High-Yield Corporate poprvé od října vzrostl, v únoru meziměsíčně o 0,7% (za listopad-leden však poklesl o 6 %), a to i navzdory tomu, že pokračuje růst míry selhání v energetickém sektoru (9 % koncem února). V Evropě, kde byly poklesy v listopadu až lednu mírnější (2,9 %), pokračoval v únoru i navzdory zprávám, že politika ECB zůstane ultra-uvolněná, pokles cen – index Bloomberg High Yield Corporate poklesl o 0,7%. Primárním faktorem byly v Evropě obavy z čínského zpomalení a o zdraví bankovního sektoru (kvůli negativním sazbám, jakkoliv je to iracionální: záporné sazby jsou zde již poměrně dlouho).

Kreditní marže na trhu CDS kontraktů neinvestičního stupně ze začátku února pokračovaly v růstu, následně ale došlo k uklidnění situace a k opětovnému zájmu o tento segment. To se projevilo ve více jak sto bodovém poklesu kreditních marží. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů neinvestičního stupně) tak korigoval předchozí překotný nárůst stresu. Kreditní marže emitentů neinvestičního stupně klesly opětovně pod 4 %. V případě dluhopisů v investičním ratingovém stupni klesly kreditní přírůstky z úrovní poblíž 1,3 % zpět pod 1% hranici.

AKCIE

Globální trhy

Po prosinci a lednu se americkým akciím nevedlo dobře ani v únoru, byť se jejich pokles již téměř zastavil – zatímco v prosinci a lednu poklesl index S&P 500 celkem o 6,8%, koncem února byl ve srovnání s koncem ledna nižší jenom o 0,4%. V Evropě byl vývoj podobný, jenom ztráty indexů byly větší – německý index DAX, který během ledna a prosince ztratil skoro 14%, v únoru odepsal další 3,1 % (v první dekádě měsíce však atakoval i hranici 8750 bodů, tj. měsíční pokles koncem první dekády února byl znovu skoro 10 %).

Dominantním tématem byla stále obava

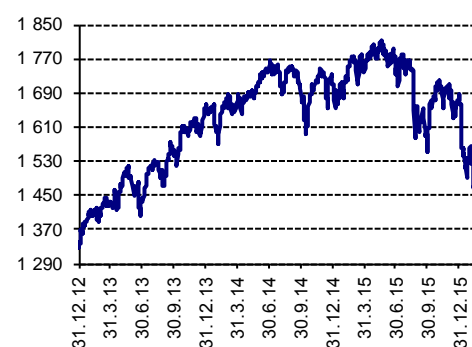
z vývoje čínské ekonomiky a měnová politika – v Americe akciím pomohl co do příštího utažení měnové politiky opatrnější FED, v Evropě naopak stále trhy stresují oživlé obavy z dopadu negativních sazeb a špatné hospodářské výsledky některých bank za poslední čtvrtletí uplynulého roku.

Rozvíjející trhy ztrácely o poznání méně. Index MSCI Emerging Markets odepsal 0,3 procenta. Překvapivě nejvíce rostl akciový trh v Brazílii. Místní index Bovespa připsal 5,9 procent, když se rozpočet vyvíjel o něco lépe, než se čekalo a většina analytiků uznala, že centrální banka nebude muset dále zvyšovat úrokové sazby. V černých číslech skončily rovněž turecké a ruské akcie.

Středoevropské trhy

Z regionu se v černých číslech udržela pouze Varšava (2,4 %); Praha a Budapešť skončily v únoru v číslech červených (-6,9 % a -2,8 %). Ve Varšavě se trh vzpamatoval z lednového snížení ratingu, když některým investorům se začaly líbit některé dříve propadlé akcie. Komentáře ohledně zmírnění řešení švýcarských půjček tak nejvíce nahrálo akciím polských bank. Překvapivě se dařilo i těžaři mědi KGHM, který oznámil rekordní odpisy svých aktiv. Ztrácely převážně polské utility, které budou v příštích letech trpět pod tíhou nízkých cen silové elektřiny a vysokých investičních výdajů. V Maďarsku se dařilo pouze akciím Magyar Telekom, který se po dvou letech vrací k výplatě dividendy, zbylé akcie obchodované na burze v Budapešti již ztrácely. V rámci české burzy se dařilo akciím Fortuny, Unipetrolu a Pegas Nonwovens. O jedenáct procent klesla hodnota Komerční banky, Erste Bank a Čezu.

MSCI World Index



STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

V průběhu února jsme do struktury Dynamického portfolio nezasahovali, veškeré změny vah tak měly na svědomí tržní pohyby. Dařilo se fondům investujícím v Latinské Americe, východní Evropě a Spojených státech. Jejich váha se v rámci Dynamického portfolio zvýšila. Naopak se nedařilo fondům investujícím do japonských akcií, které skončily ve ztrátě, poté co japonská centrální banka nedodala očekávané další uvolnění měnové politiky. Koruna v průběhu února oslabila vůči zahraničním měnám, zejména japonskému jenu, což zvýšilo objem závazků z operací měnového zajištění.

Výsledky fondů v únoru byly značně různé. Fondy investující do japonských a indických akcií skončily v hluboké ztrátě, naopak pozitivně překvapily fondy investující do Latinské Ameriky, poté, když se po delší době objevila první pozitivní ekonomická data z Brazílie. Nejvýkonnějším fondem Dynamického portfolio byl fond *HSBC Latin America*, který dosáhl zhodnocení ve výši 4,9 procenta.

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

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

Vyvážené portfolio

V průběhu února jsme do struktury Vyváženého portfolio nezasahovali, veškeré změny vah tak měly na svědomí tržní pohyby. Dařilo se fondům investujícím v Latinské Americe, východní Evropě a Spojených státech. Jejich váha se v rámci Vyváženého portfolio zvýšila. Naopak se nedařilo fondům investujícím do japonských akcií, které skončily ve ztrátě, poté co japonská centrální banka nedodala očekávané další uvolnění měnové politiky. Koruna v průběhu února oslabila vůči zahraničním měnám, zejména japonskému jenu, což zvýšilo objem závazků z operací měnového zajištění.

Výsledky fondů v únoru byly značně různé. Fondy investující do japonských a indických akcií skončily v hluboké ztrátě, naopak pozitivně překvapily fondy investující do Latinské Ameriky, poté, když se po delší době objevila první pozitivní ekonomická data z Brazílie. Nejvýkonnějším fondem Vyváženého portfolio byl fond *HSBC Latin America*, který dosáhl zhodnocení ve výši 4,9 procenta.

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

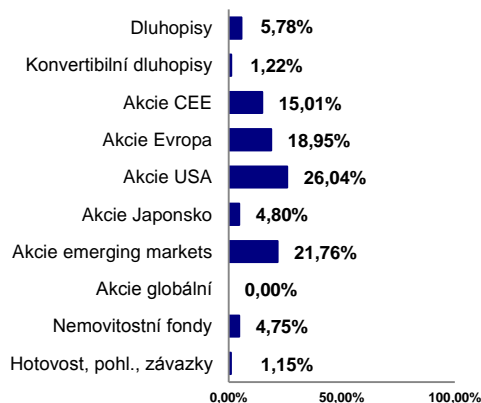
Konzervativní portfolio

V průběhu února jsme do struktury Vyváženého portfolio nezasahovali, veškeré změny vah tak měly na svědomí tržní pohyby. Dařilo se fondům investujícím do zahraničních dluhopisů, které navýšily své zastoupení v rámci Konzervativního portfolio.

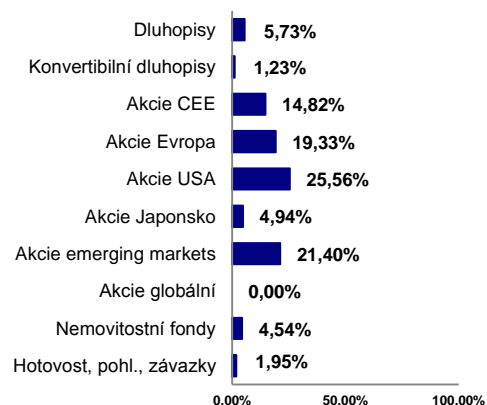
Většina fondů Konzervativního portfolia skončila v červených číslech. Nejvýkonnějším fondem byl fond *Conseq Invest Dluhopisů Nové Evropy*, jehož cena podílové jednotky v únoru vzrostla o 1,4 procenta. Výkonnosti fondů portfolia byly následující: *Conseq Invest Dluhopisový* -0,2%; *Conseq Invest Korporátních Dluhopisů* 0,1%, *Conseq Invest Konzervativní* -0,2%; *Conseq Akciový Fond* 0,3%; *Franklin European Small Cap* -4,2%; *Franklin Mutual Beacon* -1,0%; *NN Emerging Markets High Dividend* -1,3%; *NN Japan* -12,7%; *Parvest Convertible Bond World* -1,1%; *Parvest Best Selection Europe* -0,8%; *Parvest US Equity Small Companies* 0,4%; *Conseq Invest Dluhopisů Nové Evropy* 1,4%, *Templeton Global Bond* -3,6%.

DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 29.02.2016

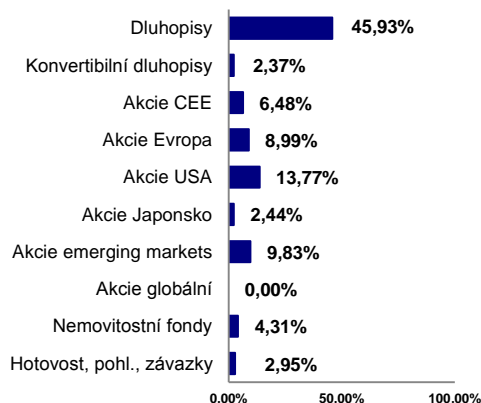


Struktura portfolia ke dni 29.01.2016

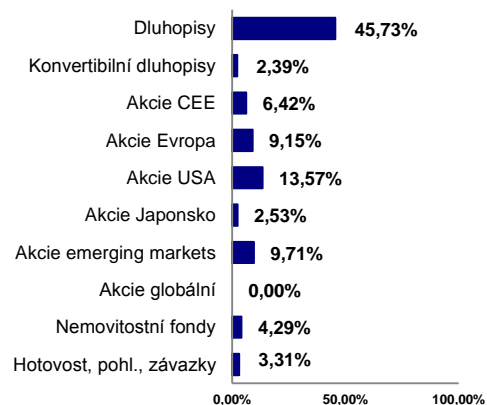


VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 29.02.2016

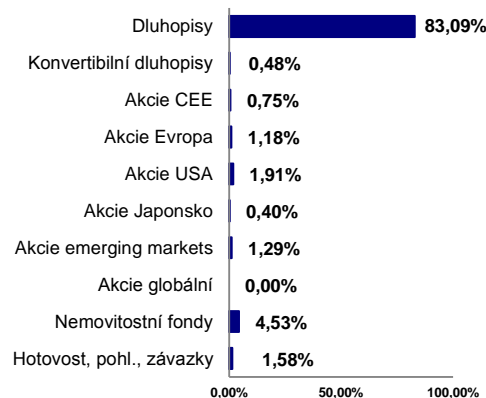


Struktura portfolia ke dni 29.01.2016

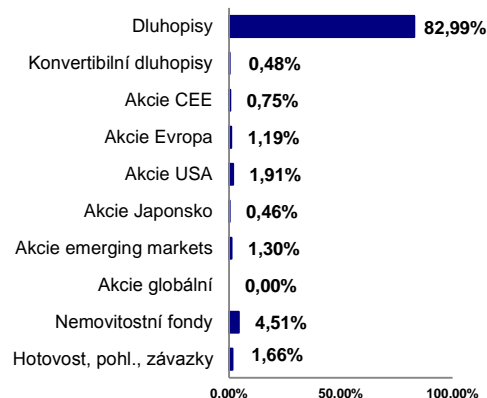


KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 29.02.2016



Struktura portfolia ke dni 29.01.2016



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 trvajících intervenční politiku ČNB a probíhající QE program ECB), 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 (kteří i kvůli sázkám na posílení koruny nakoupili české státní dluhopisy v objemu 100 mld.), domácí investoři tento objem zafinancují velmi pravděpodobně pouze za vyšší nabídnuté výnosy.

Určujícími externími faktory bude vývoj měnových politik hlavních centrálních bank, potažmo globální ekonomický vývoj. 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 měnově-politických 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 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).

V Polsku se v únoru potvrdilo, že politická orbanizace trhům, hladovým po výnosu, v tuto chvíli (příliš) nepřekáží. I když slabý zlotý a silný růst tlumí potenciál na pokles sazeb, dlouhý konec je též pod vlivem trvajících deflace, která prozatím není na ústupu a v neposlední řadě pod vlivem nákupů ECB. I s přihlédnutím k vysokému zastoupení zahraničních investorů ve struktuře držby polského vládního dluhu – téměř 40% - však nadále vnímáme jako reálné riziko zvýšení sklonu výnosové křivky růstem požadované rizikové přírážky (pokles cen) v segmentu delších splatností.

Turecké dluhopisy jsou na dvouciferých výnosech relativně lákavě oceněny, vysoká rizika nicméně přetrvávají. Inflace je stále vysoko a centrální banka nevyhadá na to, že by byla ochotna přijmout razantnější a pro trh jasně čitelné měnově-politické kroky (výrazné zvýšení úrokových sazeb), navíc v nadcházejících měsících končí mandát některým členům včetně guvernéra Basciho, další směřování měnové politiky tak provází o to větší nejistota. Nadále trvá geopolitické napětí, naproti tomu současné jednání Turecka s EU na řešení uprchlické krize jsou pro Turecko vedle evropských peněz příslibem těsnějších vazeb a urychlení přístupových jednání, což může vylepšit vnímaný rizikový profil.

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 i vzhledem k tomu, že FED asi letos nedodá 4 utažení měnové politiky, jako prognózoval v prosinci, v platnosti.

Regionální měny, kromě koruny, jsou příliš slabé (slabá je tedy i koruna, ale té brání posilovat ČNB). Fundamentálně pokládáme za podhodnocený polský zlotý, vzhledem k pokračující legislativní „agresi“ PiS (na březen se chystá zavedení daně na supermarkety) se však výraznějšího posílení (pod 4,20) v nejbližších měsících nedočkáme a PLN zůstane nad touto hranicí.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Měny

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), sázky na další posílení CZK tak nyní nedávají smysl. Dlouhodobě jsme však na korunu pozitivní a fundamentálně vidíme prostor k posílení až ke 25 korunám, to však až s odstupem po odchodu ČNB z trhu, který nenastane před druhou polovinou 2017.

Globální akciové trhy

Akciové trhy se po poklesu v prvních dvou měsících letošního roku z hlediska ocenění pohybují blízko nebo pod svými historickými průměry, přičemž došlo k jejich ztraktivnění, zvláště vůči dluhopisům. Investoři jsou v současné době nervózní ohledně některých slabších hospodářských ukazatelů a možných odpisů v těžbařském sektoru, avšak dle nás žádný z uvedených problémů není tak závažný, aby vedl k výrazným propadům na akciových trzích. Srovnání akcií se státními dluhopisy eurozóny nebo Japonska hovoří ve prospěch akcií, když dividendové výnosy výrazně převyšují výnosy dluhopisové. Zároveň zlepšující se trh práce a dobrá důvěra spotřebitele by měly vést k růstu budoucích čistých zisků. Z valuačního hlediska mohou být podporou 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 nebo „tvrdém přistání“ Číny, 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 a 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