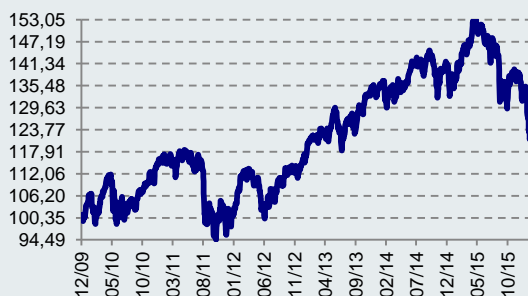


ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC LEDEN 2016

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	7

Dynamické portfolio



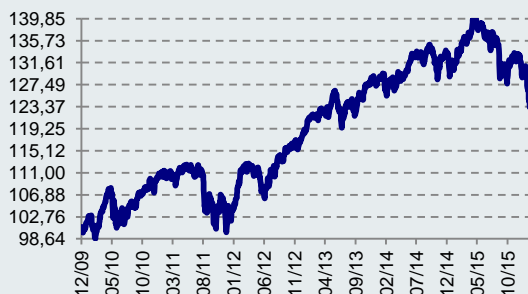
Hodnota jednotky portfolia

126,7632

Výkonnost za poslední měsíc

-5,72%

Wyvážené portfolio



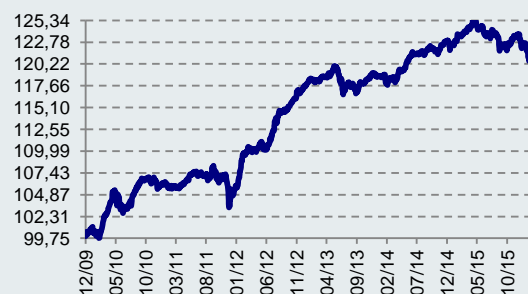
Hodnota jednotky portfolia

126,1561

Výkonnost za poslední měsíc

-3,38%

Konzervativní portfolio



Hodnota jednotky portfolia

121,464

Výkonnost za poslední měsíc

-1,01%

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

▣ DLUHOPISY – USA, EMU

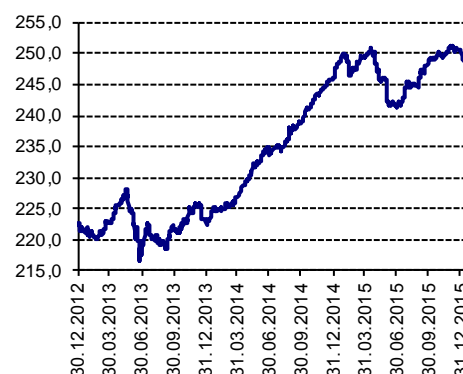
Výnosová křivka amerických vládních dluhopisů v lednu paralelně klesla, a to zhruba o 30 b.b. To byl analogický vývoj jako v případě výnosů v EMU, nejsilněji ale působilo odbourání části očekávání na pokračující utahování měnové politiky a slabší ekonomická data. 10-letý výnos tak končil leden lehce pod 2 %, dvouletka výrazně pod 1 %.

V EMU se na poklesu německých výnosů podepsaly dvě hlavní události. Zprv, příslib ECB zamyslet se na březnovém zasedání nad adekvátností nastavení své měnové politiky, a zadruhé, překvapivé snížení sazeb Bank of Japan (pod nulu). Dvouletý výnos se tak sesunul na nové historické minimum (skoro -50 b.b.), desetiletý výnos se vrátil na hodnoty naposledy viděné v dubnu 2015 (pod 30 b.b.).

▣ DLUHOPISY – ČR

Poté, co byly v prosinci české vládní výnosy netečné vůči vnějším vlivům (uvolnění politiky ECB, utažení FEDu), se v lednu situace změnila. České výnosy, dílem velmi vysoké emisní aktivity MFČR (51 mld. v lednu), dílem díky odpadnutí technických důvodů (Resoluční fond) tlačících je v prosinci směrem dolů, během ledna **znatelně vyrostly. 10-letý výnos se dostal na dohled 0,7 % a riziková prémie k německým výnosům se z negativní v prosinci změnila na kladnou v lednu. Výrazný pohyb vzhůru byl viditelný zejména na krátkém konci křivky – výnosy na splatnostech do dvou let se normalizovaly až o 40 bps vzhůru, zůstávaly však nadále v záporu. **Výnosová křivka v proti konci roku snížila sklon, neboť růst výnosů středních a delších splatností nepřesáhl 15 bps.****

Bloomberg Effas Czech Index



▣ DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Když uvážíme politickou ofenzivu vlády PiS a (v jejím důsledku) snížení ratingu, kterým trh v lednu překvapila agentura S&P (z A- na BBB+ u cizoměnových závazků a z A na A- u závazků v PLN), prodělaly výnosy polských vládních dluhopisů v lednu jen relativně umírněné změny. 10-letý výnos vyrostl zhruba jen o 20 bps, krátké výnosy dokonce proti konci mírně poklesly. Faktorem, zmírňujícím negativní dopad na polský trh byly holubičí komentáře z vedení ECB, signalizující další kolo možného uvolnění měnových podmínek v březnu a s tím spojený růst cen německých vládních dluhopisů.

Turecké dluhopisy

Turecké dlouhé výnosy během první poloviny ledna rostly, a to pod vlivem tržní paniky, která zkraje roku zachvátila trhy a kvůli tržnímu přehodnocení inflačního výhledu (dostaly se až na 11 %). Centrální banka totiž dle výstupu z posledního zasedání ukázala neochotu utáhnout měnovou politiku, a implicitně tak (dle hodnocení trhu) zanevřela na dosažení inflačního cíle (5 %). V lednu přehodnotila (i z důvodu vládního zvýšení minimální mzdy) inflační prognózu vzhůru a pro letošní rok (šestý rok v řadě, kdy nesplní svůj inflační cíl) očekává inflaci na úrovni 7,5 %. Na chvíli se tak dlouhý konec dostal nad konec krátký, poprvé za skoro rok. Ve druhé polovině měsíce se pod vlivem ustupujících obav z toho, že by FED letos politiku utahoval rychle (tj., v naději, že se kapitálové toky znovu do rozvíjejících se trhů vrátí), dlouhý konec vrátil na 10,3 %, kde byl i koncem prosince.

Firemní dluhopisy

Vývoj firemních dluhopisů investičního stupně byl v lednu na obou březích Atlantiku kvalitativně stejný. Korporátní dluhopisy investičního stupně v Evropě kopírovaly vývoj vládních dluhopisů a holubičí zasedání ECB, index Bloomberg Corporate si tak v lednu proti konci prosince připsal

0,8 %. V Americe se po zvýšení sazeb vedlo těmto dluhopisům hůř, index Bloomberg Corporate připsal pouze 0,3 %.

U korporátních dluhopisů neinvestičního stupně byl lednový vývoj ovlivněný znovu poklesem cen ropy a samozřejmě nervozitou plynoucí z Číny a směrem od FEDu – proto americký index poklesl o 1,5 %, evropský (který byl částečně tlumený ECB) o 0,9 %.

Kreditní marže na trhu CDS v lednu pokračovaly v růstu a to razantnějším tempem, než v prosinci. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) ukázal na rozšíření kreditních marží o 15 bodů, na jeden procentní bod nad státní benchmarky. Pohyb v případě množiny emitentů neinvestičního stupně činil 55 b., a zastavil se na požadované přírážce čtyři procentní body.

AKCIE

Globální trhy

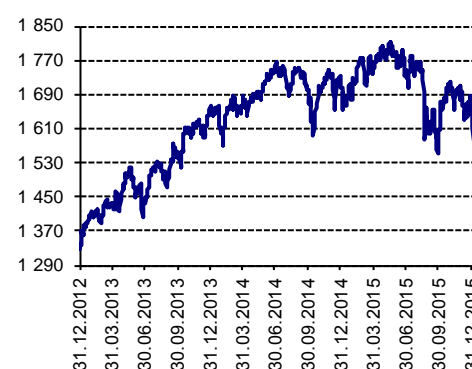
Ve Spojených státech byl leden opět měsícem, kdy se akciovým trhům nevedlo vůbec dobře. Index S&P 500 se propadl hned v první dekádě měsíce díky obavám o čínskou ekonomiku (index Shanghai Composite se propadl o pětinu), o možné rychlé utažení měnové politiky, které po prosincovém zasedání sliboval FED, a kvůli propadu cen ropy, který dolehl na energetické, těžařské tituly (a tituly ve finančním sektoru s expozicí na tento sektor). Leden tak uzavřel index se ztrátou 5,1 %, za prosinec a leden tak pokles dosáhl 6,7 %.

Globální faktory nemohly nemít dopad na Evropu. Německý index DAX se propadl o skoro 9 %, jeho španělský a italský protějšek o skoro 8 % resp. o více než 12 %. Nepomohlo ani holubičí zasedání ECB ani započatá výsledková sezóna, která se více méně vyvíjela podle odhadů analytiků. Celoevropský index DJ Stoxx 600 tak skončil 6,4 % v mínusu.

Středoevropské trhy

Z regionu se v černých číslech udržela toliko Budapešť (0,3 %); Praha a zejména Varšava skončily v lednu v číslech červených (-3,7 % a -5,9 %). Zatímco Praha pouze sledovala vývoj v zahraničí, ve Varšavě se na trhu podepsalo snížení ratingu a další agresivní hospodářsko-politické plány vlády. Nejvyšší ztráty si pak připsaly rumunské akcie (index BET -10,5 %), kterým spíše než fundamentální faktory škodila nízká likvidita. Při pohledu blíže na jednotlivé tituly, tak se nedařilo polským akciím s výrazným vlivem státu (železniční dopravce PKP Cargo, těžař uhlí JSW, banka PKO BP, těžař mědi KGHM), pojišťovnam (Vienna Insurance Group, PZU, Uniqa) a všem rumunským akciím. Kladné zisky si připsaly společnosti exponované na spotřebitelský sektor (polský Eurocash, CD Project, český Philip Morris, Fortuna) a maďarská OTP Bank a farmaceutická společnost Gedeon Richter.

MSCI World Index



STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

V průběhu ledna jsme do struktury Dynamického portfolio nezasahovali, veškeré změny vah tak měly na svědomí tržní pohyby. Vlivem propadu celosvětových akciových trhů se snížilo zastoupení akciových fondů v rámci Dynamického portfolio v prospěch ostatních typů aktiv. Koruna v lednu mírně posílila vůči zahraničním měnám, zejména americkému dolaru, což zvýšilo objem pohledávek z operací měnového zajištění.

V lednu skončila většina fondů Dynamického portfolio v červených číslech. Nejvíce se dařilo fondu *Parvest Turkey*, který investorům zhodnotil vložené prostředky o 0,4 procenta. Naopak se nedařilo akciovým fondům investujícím na amerických a asijských trzích, které nejvíce ztrácely.

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

Dluhopisovým fondům Dynamického portfolio se rovněž příliš nedařilo: *Conseq Dluhopisový Konzervativní* -0,5%, *Conseq Invest Korporátních Dluhopisů* -0,9%, *Conseq Invest Dluhopisový* -0,6%; *Conseq Dluhopisů Nové Evropy* -0,3%, *Parvest Convertible Bond World* -4,1%.

Vyvážené portfolio

V průběhu ledna jsme do struktury Vyváženého portfolio nezasahovali, veškeré změny vah tak měly na svědomí tržní pohyby. Vlivem propadu celosvětových akciových trhů se snížilo zastoupení akciových fondů v rámci Vyváženého portfolio v prospěch ostatních typů aktiv. Koruna v lednu mírně posílila vůči zahraničním měnám, zejména americkému dolaru, což zvýšilo objem pohledávek z operací měnového zajištění.

V lednu skončila většina fondů Vyváženého portfolio v červených číslech. Nejvíce se dařilo fondu *Parvest Turkey*, který investorům zhodnotil vložené prostředky o 0,4 procenta. Naopak se nedařilo akciovým fondům investujícím na amerických a asijských trzích, které nejvíce ztrácely.

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

Konzervativní portfolio

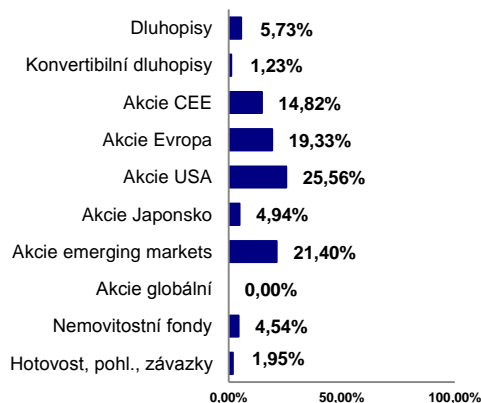
V průběhu ledna jsme do struktury Konzervativního portfolio nezasahovali, veškeré změny vah tak měly na svědomí tržní pohyby. Vlivem propadu celosvětových akciových trhů se snížilo zastoupení akciových fondů v rámci Konzervativního portfolio v prospěch ostatních typů aktiv. Ztrácely rovněž dluhopisové fondy vlivem vyššího objemu emise českou vládou. Koruna v lednu mírně posílila vůči zahraničním měnám, zejména americkému dolaru, což zvýšilo objem pohledávek z operací měnového zajištění.

Všechny fondy Konzervativního portfolio skončily v červených číslech. Nejméně ztrácel fond *Conseq Invest Dluhopisů Nové Evropy*, jehož cena podílové jednotky v lednu poklesla o 0,3 procenta. Výkonnosti fondů portfolio byly následující: *Conseq Invest Dluhopisový* -0,5%; *Conseq Invest Korporátních Dluhopisů* -0,8%, *Conseq Invest Konzervativní* -0,4%; *Conseq*

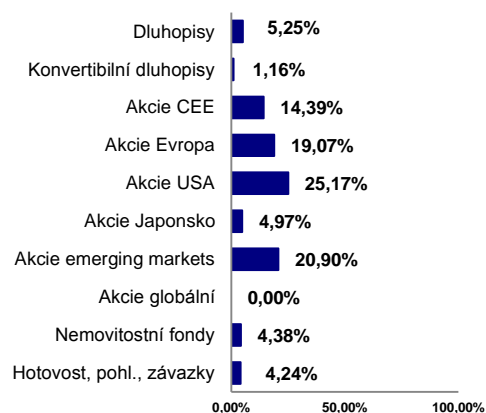
Akciový Fond -5,9%; Franklin European Small Cap -6,1%; Franklin Mutual Beacon -4,9%; NN Emerging Markets High Dividend -6,4%; NN Japan -7,8%; Parvest Convertible Bond World -4,1%; Parvest Best Selection Europe -6,8%; Parvest US Equity Small Companies -11,9%; Conseq Invest Dluhopisů Nové Evropy -0,3%, Templeton Global Bond -0,9%.

DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 29.01.2016

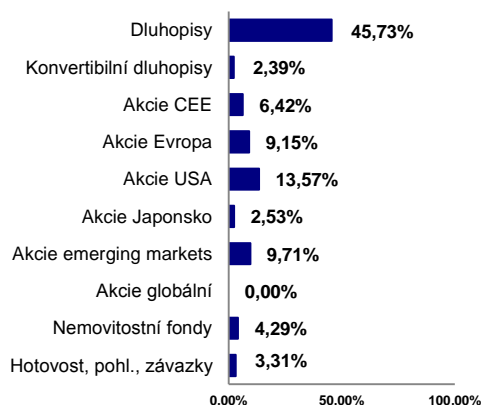


Struktura portfolia ke dni 31.12.2015

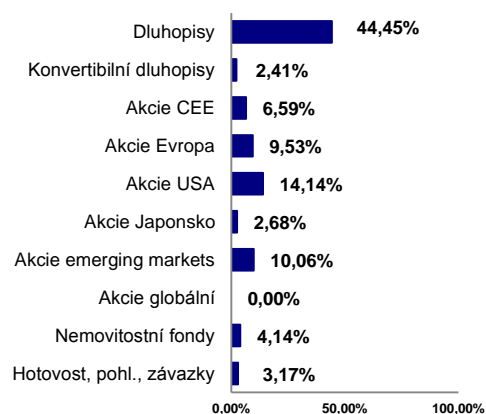


VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 29.01.2016

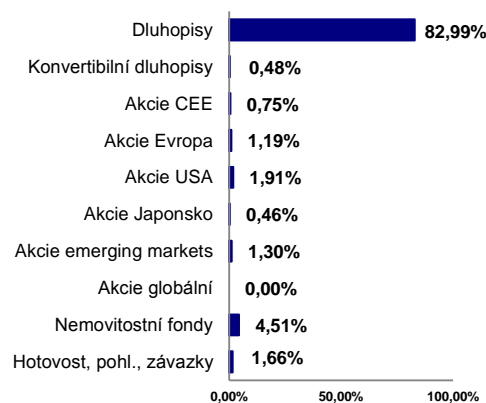


Struktura portfolia ke dni 31.12.2015

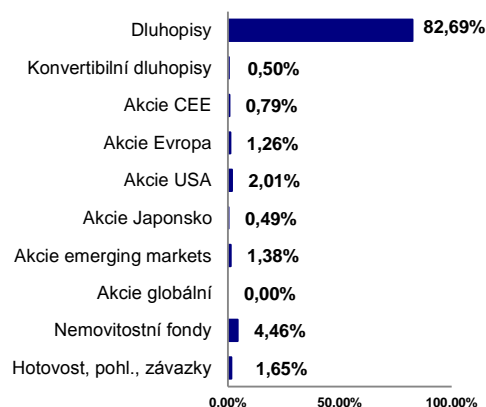


KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 29.01.2016



Struktura portfolia ke dni 31.12.2015



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), výnosy středních a zejména dlouhodobých splatností by se měly 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 (184,5 mld. dluhopisů, 84,5 mld. SPP), deficitu a očekávanému předfinancování se z důvodu záporných sazeb někde kolem 370 – 400 mld. Kč. Pokud by ochladl zájem zahraničních investorů proti roku 2015 (kdy 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. V současnosti sílí obavy z výraznějšího globálního ochlazení (Čína, potažmo další EM, eventuálně USA), 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. Domníváme se, že ekonomický vývoj ve světě tyto obavy nenaplní a v důsledku se opětovně vzhůru posunou výnosy bezrizikových vládních dluhopisů na obou stranách Atlantiku (ceny dluhopisů klesnou) a naopak se postupem času lépe začne dařit rizikovým aktivům (akcie, firemní dluhopisy, aktiva rozvíjejících se zemí).

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

U výhledu polského dluhopisového trhu jsou výraznou změnou posledních měsíců výsledky voleb. Vítězná strana začala okamžitě po převzetí moci podnikat kroky směřující k oslabení institucí (soud, média), za což si vysloužila snížení ratingu. To negativně dopadlo zejména na kurz zlatého, dluhopisový trh byl o poznání stabilnější (mj. díky výhledu na další uvolnění politiky ECB). Prozatím opatrná vyjádření nových členů MPC ohledně dalšího snižování sazeb pokládáme za taktický krok a stále čekáme, že k němu nakonec MPC přistoupí. Oba tyto efekty (nižší sazby vs. politické riziko) se částečně kompenzují, v úhrnu (a s přihlédnutím k vysokému zastoupení zahraničních investorů ve struktuře držby polského vládního dluhu – téměř 40%) nicméně očekáváme minimálně v nejbližších měsících zvýšení sklonu výnosové křivky růstem požadovaných výnosů (pokles cen) v segmentu delších splatností.

Turecké dluhopisy jsou na dvouciferných výnosech relativně lákavě oceněny, vysoká rizika však nadále přetrvávají. Inflace je stále vysoko a centrální banka nevypadá na to, že by byla ochotna přijmout razantnější a pro trh jasně čitelné měnově-politické kroky (výrazné zvýšení úrokových sazeb), geopolitická nejistota trvá s negativními dopady do vývoje platební bilance.

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.

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 března se chystá zavedení daně na supermarkety, v lednu prezident navrhl zákon o konverzi CHF hypoték negativní pro banky) se však výraznějšího posílení v nejbližších měsících nedočkáme, PLN naopak bude v tomto prostředí ve zvýšené míře náchylný vývoji globálního rizikového sentimentu a v nejbližší době může zůstat pod depreciačním tlakem. Rizikem je také možná citelnější změna v měnověpolitické rétorice nového vedení centrální banky, respektive výraznější snížení úrokových sazeb.

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.

Globální akciové trhy

Akciové trhy se po lednové korekci v z hlediska ocenění pohybují blízko nebo pod svými historickými průměry, přičemž došlo k jejich ztraktivnění, zvláště vůči dluhopisům. Trhy počátkem ledna propadly z důvodu slabých dat z Číny, později se přidala nejistota plynoucí z možných odpisů úvěrů poskytnutým těžbařským společnostem americkými bankami. 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 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 spočívá spíše v **dividendových výnosech**, přičemž je nutné na jednotlivých trzích vybírat dané akcie velice selektivně. Riziko v roce 2016 pro polské akcie 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