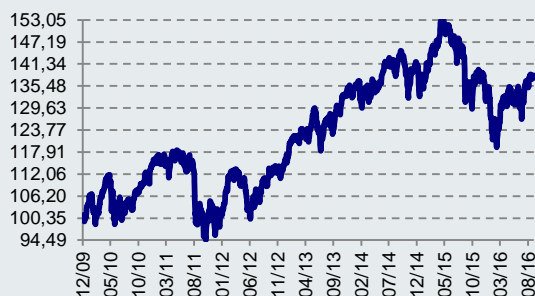


ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC SRPEN 2016

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	7

Dynamické portfolio



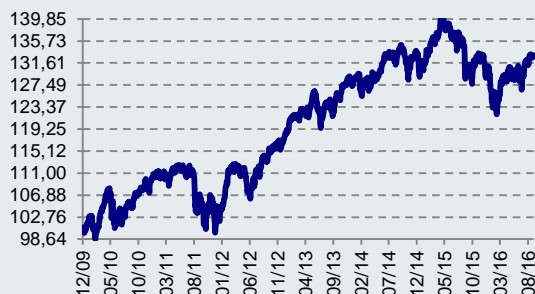
Hodnota jednotky portfolia

138,1610

Výkonnost za poslední měsíc

1,07%

Vyvážené portfolio



Hodnota jednotky portfolia

133,0302

Výkonnost za poslední měsíc

0,73%

Konzervativní portfolio



Hodnota jednotky portfolia

124,3654

Výkonnost za poslední měsíc

0,56%

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

▣ DLUHOPISY – USA, EMU

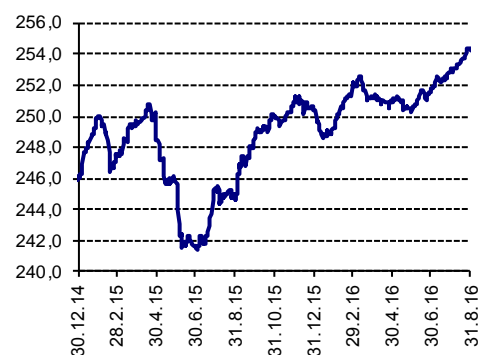
Změny výnosových křivek státních dluhopisů byly v srpnu malé. U německé křivky byly změny oproti konci července minimální, rozsahem ani ne do 3 b.b. Výnosová křivka je tak nadále záporná až do splatnosti 10 let včetně, na krátkém konci se dvouletý výnos pohybuje kolem -60 b.b. Investoři si zůstávali jisti, že rozsah kvantitativního uvolňování měnové politiky ECB zůstane minimálně zachován i v dalším období, či bude ještě dále navýšen. Nejistota ohledně výhledu vývoje úrokových sazeb v USA však na druhou stranu bránila poklesu obligačních výnosů. Index Bloomberg Effas Euro za srpen odepsal 0,35%.

Na druhé straně Atlantiku byly změny větší. Vzhledem k tomu, že pod vlivem vyjádření Yellenové na konferenci v Jackson Hole a pod vlivem zápisu z červencového zasedání Fedu vzrostla pravděpodobnost letošního utažení měnové politiky, nepřekvapilo, že výnosy za současného snížení sklonu křivky vzrostly. Na krátkém konci se tak výnosy vrátily nad 0,8 %, na dlouhém k 1,6 %. Výsledkem tohoto pohybu byla měsíční ztráta indexu Bloomberg Effas US ve výši 0,65%.

▣ DLUHOPISY – ČR

České dluhopisy během srpna dále snižovaly rizikovou prémii oproti svým německým protějškům. Ta se v červnu dostala až na 60 b.b., od té doby však klesá a během srpna se snížila na 30 b.b. Na krátkém konci byl vývoj podobný, z 55 b.b. se riziková premie na dvouletém českém dluhopisu během července a srpna smrskla na 25 b.b. Příčinou byl přetrvávající resp. zesilující příznivý technický obrázek lokálního trhu – vysoká volná likvidita domácích bank a zájem zahraničních investorů převyšoval omezenou nabídku vládních dluhopisů (i díky pozitivnímu vývoji rozpočtu, a tudíž nízké emisní aktivitě na primárním trhu). Výnosová křivka českých státních dluhopisů ve výsledku za srpen klesla zhruba paralelně v rozsahu 10 – 15 bazických bodů.

Bloomberg Effas Czech Index



▣ DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Polská křivka byla během srpna relativně stabilní, podobně jako v červenci. Cenová volatilita však byla o poznání větší – ceny dluhopisů delších splatností v první polovině měsíce rostly, podpořeny přehodnocením vládního plánu pomoci držitelům hypoték denominovaných v CHF, jež není zdaleka tak negativní pro bankovní sektor, jak se investoři obávali. Poději však obligační ceny část zisků zkorigovaly. Na křivce se nijak výrazněji neprojevila vyjádření některých členů MPC ohledně možnosti sazby případně dále snížit, ani neutuchající deflace. Výnosová křivka ve výsledku mírně klesla a snížila sklon, pohyb výnosů se pohyboval v rozsahu do -15 bps.

Turecké dluhopisy

V Turecku byl v srpnu vývoj na dluhopisovém trhu stabilizovaný. Poté, co se situace již v červenci po nezdařilém pokusu o převrat z části uklidnila, úrovně obligačních výnosů se během srpna při dalším stabilizovaly v úzkém pásmu bez viditelného trendu. Zatímco tržní obavy z budoucího (geo)politického vývoje v Turecku přetrvávaly a zveřejněné makroekonomické údaje byly horší (zejména vyšší než očekávaný nárůst inflace), očekávání pouze velmi pozvolné neutralizace měnové politiky Fedu a poptávka po více úročených rizikových aktivech držely turecký dluhopisový trh v rovnováze. Výrazněji, cca o 50 bps poklesly pouze krátkodobé výnosy (vlivem pokračujícího opatrného uvolňování měnové politiky Turecké centrální banky), středně- a dlouhodobé výnosy stagnovaly mezi 9,5 – 9,8%.

Firemní dluhopisy

Korporátní dluhopisům se v poklidném letním módu na trzích dařilo i během srpna, a to na obou stranách Atlantiku. Citelnější cenové zisky se však již omezily na dluhopisy nižších ratingových kategorií (nabízející vyšší výnos), obligace investičního stupně již spíše stagnovali. To byl důsledek již velmi utažených kreditních marží v tomto segmentu, způsobených mj. probíhajícími nákupy ze strany ECB v rámci jejich programu QE. Podporou cenám firemních dluhopisů nicméně zůstal převis poptávky po výnosu lačnicích investorů při tlumené nabídce (výrazně snížená aktivita emitentů na primárním trhu pokračovala i v srpnu). Panika po britském referendu definitivně opadla, do popředí se dostávaly spekulace o možném dalším uvolnění měnové politiky v EMU. Marže v segmentu EUR firemních dluhopisů investičního stupně ve výsledku v průměru klesly o další 4 bps na 76 bps.

Index Markit iTraxx Europe (mapující marže CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) naproti tomu stagnoval na 68 b. Marže CDS kontraktů na dluhopisy s neinvestičním ratingem dle indexu iTraxx Xover ubraly 7 bodů na 311 b.

AKCIE

Globální trhy

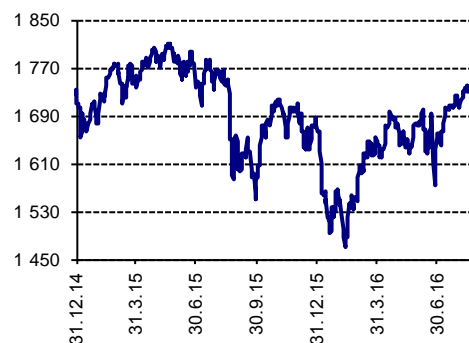
Na globálních akciových trzích panovala prázdninová nálada projevující se nižší likviditou s minimální volatilitou. Meziměsíční výkonnost jak akcií obchodovaných v Evropě (index DJ STOXX 600), tak USA (index S&P 500), se pohybovala blízko nuly. Ze stran centrálních bank nepřišly žádné překvapivé výroky ohledně jejich budoucích měnových akcí, to stejné platilo pro příchozí makro údaje, jež v některých případech dokázaly překvapit, avšak nevedly k změně obrázku na budoucí hospodářský vývoj. Ke změně názoru v další vývoj nevedly ani zveřejňované výsledky hospodaření amerických nebo evropských společností, které jak je již zvykem v průměru překonaly odhady analytiků.

Akciové trhy rozvíjejících se zemí opět překonaly trhy vyspělé. Hodnota indexu MSCI Emerging Markets se zvýšila o 2,3 procenta, když se nejvíce dařilo akciím obchodovaným v Hong Kongu. Místní akciový index Hang Seng posílil o 5 procent, i přes to, že zveřejněná čínská makročísla byla spíše zklamáním, zvláště pak v oblasti tvorby fixních investic. Naopak nejmenší růst z větších trhů zaznamenal ten turecký v důsledku geopolitických událostí a zpomalení místní ekonomiky.

Středoevropské trhy

Pěkné dvoupromětní zhodnocení doručily akcie obchodované na burzách střední Evropy (index CECEEUR 1,8%). Nejlépe se vedlo dividendovým titulům v Rumunsku (BET index 4,6%). Ty byly, při absenci výrazných politických komentářů ze strany PiS, následovány polskými akciemi (WIG30 index 2,8%). Nejvyššího zhodnocení dosáhly akcie těžaře uhlí JSW a po představení určitého rámce budoucích konverzí hypotéčních úvěrů ve švýcarských francích také akcie většiny polských bank. Ztrácely „hračky“ v rukou politiků a to utility (PGE, Tauron, Enea, Energa). Na pražské burze (PX index -2,6%) jsme mohli sledovat spanilou jízdu akcií Erste bank, avšak také výrazný propad akcií Komerční banky, jež schladila očekávání investorů ohledně budoucí výše dividendy.

MSCI World Index



STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

V průběhu srpna jsme do Dynamického portfolio aktivně nezasahovali, veškeré změny vah tak měly čistě tržní příčiny. Dařilo se akciovým fondům investujícím na rozvíjejících se trzích, zejména pak v asijském regionu, které zvýšily své zastoupení v rámci Dynamického portfolio. Koruna v průběhu srpna mírně posílila vůči americkému dolaru, což mělo za následek zvýšení objemu pohledávek z operací měnového zajištění.

Většina fondů Dynamického portfolio přinesla investorům pozitivní zhodnocení díky růstu na akciových a dluhopisových trzích. Nejvýkonnějším fondem Dynamického portfolio byl fond *HSBC GIF Asia ex Japan Small Companies*, který meziměsíčně zhodnotil vložené prostředky o 5,2 procenta.

Výkonnost fondů portfolio byla v srpnu v měně fondu následující:

Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	-2,00%	Parvest Equity Australia Classic EUR	-2,48%
Aberdeen Global - Indian Equity Fund (USD)	-0,79%	PARVEST Bond World High Yield (USD)	2,03%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	0,43%	PARVEST Equity Best Sel Asia ex-Japan	3,29%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	0,29%	PARVEST Equity Best Selection Europe	1,09%
Conseq Invest Akciový - Třída A	2,91%	PARVEST Equity USA Small Cap (USD)	2,23%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	2,13%	Parvest Equity Japan (JPY)	-0,73%
Franklin Mutual Beacon	2,29%	Parvest Equity Russia Opportunity	2,81%
Franklin Mutual European (EUR)	1,33%	Parvest Equity USA (USD)	-1,19%
HSBC GIF Asia ex Japan Small Comp	5,15%	Templeton Asian Growth	3,41%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap (USD)	0,34%	Templeton Frontier Markets Fund (USD)	-0,43%
NN (L) European Equity (EUR)	0,37%	Templeton Global Bond (USD)	0,68%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	1,18%	Templeton China	3,57%

Vyvážené portfolio

V průběhu srpna jsme do Vyváženého portfolio aktivně nezasahovali, veškeré změny vah tak měly čistě tržní příčiny. Dařilo se akciovým fondům investujícím na rozvíjejících se trzích, zejména pak v asijském regionu, které zvýšily své zastoupení v rámci Vyváženého portfolio. Koruna v průběhu srpna mírně posílila vůči americkému dolaru, což mělo za následek zvýšení objemu pohledávek z operací měnového zajištění.

Většina fondů Vyváženého portfolio přinesla investorům pozitivní zhodnocení díky růstu na akciových a dluhopisových trzích. Nejvýkonnějším fondem Vyváženého portfolio byl fond *HSBC GIF Asia ex Japan Small Companies*, který meziměsíčně zhodnotil vložené prostředky o 5,2 procenta.

Výkonnost fondů portfolio byla v srpnu v měně fondu následující:

Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	-2,00%	Parvest Equity Australia Classic EUR	-2,48%
Aberdeen Global - Indian Equity Fund (USD)	-0,79%	PARVEST Bond World High Yield (USD)	2,03%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	0,43%	PARVEST Equity Best Selection Asia ex-Japan	3,29%
Conseq korporátních dluhopisu.. A	0,62%	PARVEST Equity Best Selection Europe (EUR)	1,09%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	0,29%	PARVEST Equity USA Small Cap (USD)	2,23%
Conseq Invest Akciový - Třída A	2,91%	Parvest Equity Japan (JPY)	-0,73%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	2,13%	Parvest Equity Russia Opportunity	2,81%
Franklin Mutual Beacon	2,29%	Parvest Equity USA (USD)	-1,19%
Franklin Mutual European (EUR)	1,33%	Templeton Asian Growth	3,41%
HSBC GIF Asia ex Japan Smaller Companies	5,15%	Templeton Frontier Markets Fund (USD)	-0,43%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap (USD)	0,34%	Templeton Global Bond (USD)	0,68%
NN (L) European Equity (EUR)	0,37%	Templeton China	3,57%

Konzervativní portfolio

V průběhu srpna jsme do Konzervativního portfolia aktivně nezasahovali, veškeré změny vah tak měly čistě tržní příčiny. Dařilo se fondům korporátních dluhopisů a akciovým fondům investujícím na rozvíjejících se trzích, které zvýšily své zastoupení v rámci Konzervativního portfolia. Koruna v průběhu srpna mírně posílila vůči americkému dolaru, což mělo za následek zvýšení objemu pohledávek z operací měnového zajištění.

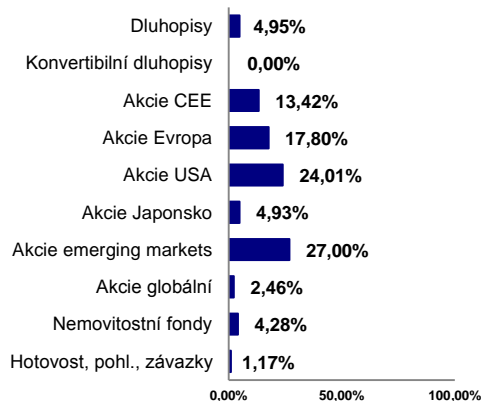
Většina fondů Konzervativního o portfolia přinesla investorům pozitivní zhodnocení díky růstu na akciových a dluhopisových trzích. Nejvýkonnějším fondem Konzervativního portfolia byl fond *NN (L) Emerging Markets High Dividend* který meziměsíčně zhodnotil vložené prostředky o 3,4 procenta.

Výkonnost fondů portfolia byla v srpnu v měně fondu následující:

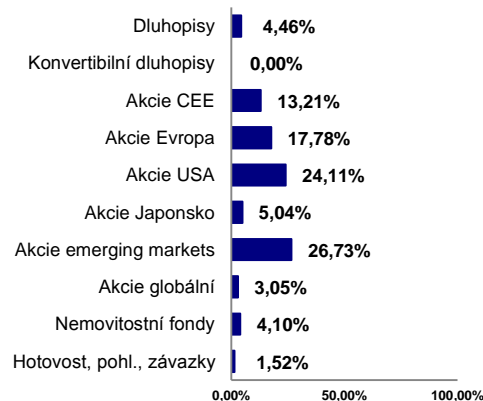
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	0,43%	NN (L) Emerging Markets High Div (CZK)	3,38%
Conseq korporátních dluhopisu, . A	0,62%	NN (L) Japan Equity (CZK)	-0,08%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	0,29%	Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	1,18%
Conseq Invest Akciový - Třída A	2,91%	PARVEST Equity Best Sel Europe (EUR)	1,09%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	2,13%	PARVEST Equity USA Small Cap (USD)	2,23%
Franklin Mutual Beacon	2,29%	Templeton Global Bond (USD)	0,68%

□ DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.08.2016

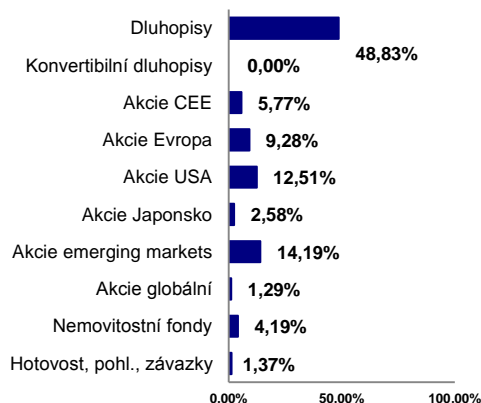


Struktura portfolia ke dni 29.07.2016

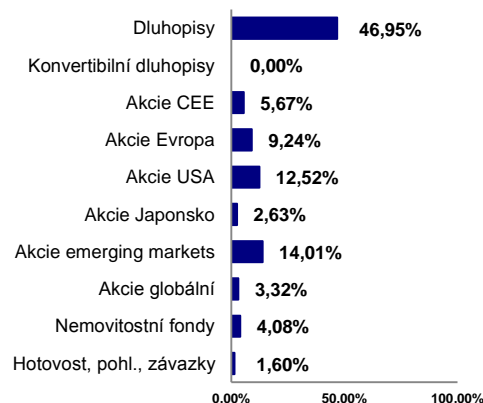


□ VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.08.2016

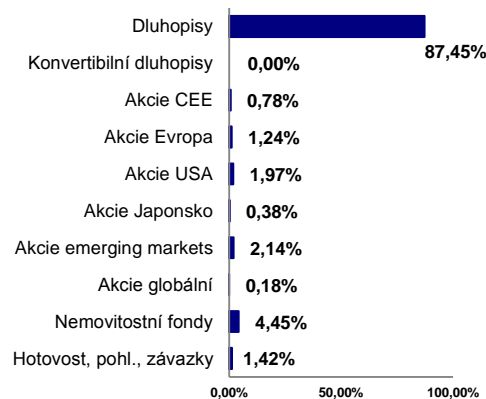


Struktura portfolia ke dni 29.07.2016

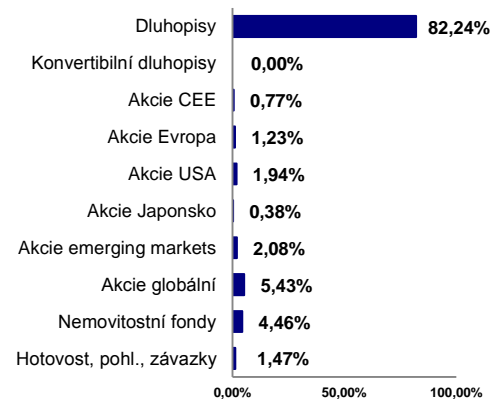


□ KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 31.08.2016



Struktura portfolia ke dni 29.07.2016



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Nadále platí, že z českého prostředí impuls k růstu výnosů stále nemá proč přijít – byť ekonomika velmi slušně roste, nezaměstnanost klesla na dlouhodobé minimum, domácí poptávka zůstává silná atd., tak prozatím převládají a v blízké budoucnosti dále budou převládat technické faktory. Domácí bankovní trh je v masivním a rostoucím přebytku likvidity, ministerstvo financí má nyní díky silně rostoucí ekonomice rychle rostoucí příjmy a excesivně neutráci (za prvních 8 měsíců roku byl rozpočet v nejvyšším přebytku od roku 1993, 81,2 mld. Kč, tj. o 62 mld. vyšší než v roce 2015), takže jeho emisní aktivita je pochopitelně nízká – ve třetím čtvrtletí MFČR emitovalo dluhopisy pouze za 15,4 mld. Kč. I když se dá očekávat zvýšení emisní aktivity s blížícími se volbami v roce 2017, vzhledem k masivní likviditě zde i v zahraničí bude tlak na růst výnosů do značné míry tlumen.

V delším horizontu nadále očekáváme postupný vzestup požadovaných výnosů a zvýšení sklonu výnosové křivky – nejvíce by tak měly poklesnout ceny dlouhodobých dluhopisů. Klíčovým přitom zůstává vývoj v EMU, potažmo USA. Zde budou hlavními determinanty vývoje měnových politik hlavních centrálních bank, respektive globální ekonomický vývoj (zejména inflace). Obnovený příznivý vývoj zaměstnanosti ve Spojených státech dle nás potvrdil tezi o probíhajícím široce zakořeněném hospodářském růstu v největší ekonomice světa, jež postupně začíná generovat viditelnější inflační tlaky. Spolu s očekávaným urychlením růstu v druhém pololetí by tento vývoj měl přesvědčit dosud váhající Fed opět zvýšit úrokové sazby a zvednout očekávání v tomto směru i do budoucna. Být opačným směrem bude prozatím působit dodatečná měnověpolitická expanze dalších hlavních centrálních bank, výsledný efekt by dle našeho názoru měl být v dalších měsících ve směru rostoucích bezrizikových obliigačních výnosů, zejména v segmentu delších splatností (pokles cen dluhopisů).

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Polské dluhopisy vnímáme na úrovních z konce prázdnin jako poměrně atraktivní, nabízející slušný rizikově očištěný výnos. Na politickou nejistotu si investoři zvykli, atraktivitu polských dluhopisů umocňuje relativně rozumný přístup vlády k řešení cizoměnových hypoték, hluboce záporné výnosy v Německu či jinde v Evropě. Dokud bude ECB provádět expansivní měnovou politiku (což bude ještě minimálně 2 roky) a dokud se nezvedne inflační výhled v Eurozóně, ani případné nestandardní chování polské vlády, pokud nebude skutečně excesivní, investory hladové po výnosu neodradí. Potenciálním lokálním faktorem růstu cen zůstává možný pokles sazeb, ke kterému se sice stále polská centrální banka staví obecně rezervovaně, ale už méně, než v minulých měsících.

Turecké výnosy zůstávají rizikovou sázkou. Kromě stále nedobrého inflačního výhledu (jádrová inflace kolem 8,5 %) a trvajících (geo)politické nejistoty je nutno brát v potaz částečně politicky závislou centrální banku, jež neúnavně pokračuje ve snižování horní hranice měnověpolitického úrokového koridoru, čímž reálně snižuje úrokový polštář, kterým turecká aktiva vybalancovávají výše zmíněné rizikové faktory. Hlad globálních investorů po vyšším výnosu v prostředí vysoké likvidity na finančních trzích a často záporných bezrizikových sazeb však může za předpokladu opatrného Fedu (tzn. nadále nízkých USD výnosů) tureckým dluhopisům pomáhat na vyšší cenové úrovni, pokud to umožní inflační vývoj.

Měny

Euro se proti dolaru v dalších měsících udrží kolem 1,10; vzhledem k tomu, že neočekáváme, že Fed bude zvyšovat sazby výrazně a že čekáme, že ECB setrvá ve svém uvolněném měnově-politickém postoji, neočekáváme výraznější pohyby jedním či druhým směrem.

U koruny bude prozatím nadále pokračovat dosavadní vývoj, většinu času bude mírně nad hranicí 27,00 a bude tudíž nutit ČNB k intervencím. Ty však v současnosti nabývají na síle, ve vedení ČNB se navíc objevují hlasy, že exit z intervenčního režimu nemusí být nutně až při dosažení inflačního cíle 2%. Je tedy možné, že ČNB bude chtít trh překvapit a může k exitu dojít již dříve v průběhu první poloviny 2017. **Polský zlotý** vnímáme fundamentálně jako slabý, očekáváme jeho postupné posilování v průběhu dalších měsíců. Maďarský forint dle nás bude pokračovat v oscilaci lehce nad 310, a to i pokud dojde k dalšímu uvolnění měnové politiky skrze nestandardní nástroje, jak stále nevylučuje centrální banka.

Globální akciové trhy

Akciové trhy se nadále obchodují na zajímavých úrovních a považujeme je za jedny z **nejatraktivnějších finančních aktiv**. Akcie se jeví levné zvláště v prostředí ultra nízkých úrokových sazeb, kdy by se valuace mohly oproti historickým průměrům pohybovat výše. Velice nízkých valuačních hodnot dosahují akciové rozvíjející se trhy, které v posledních měsících vzbuzují rostoucí zájem ze strany investorů. Také evropské akciové trhy se nachází zhruba 20% 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 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, která nás, při současných úrovních akciových indexů, bude v následujících letech provázet. Důležitými událostmi bude vyjednávání podmínek Brexitu, s možnými dopady na EU jako celek, 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, popřípadě bankrotu jednoho z největších cargo přepravců Hanjin nebo nevhodných kroků centrálních bank.

Akciové trhy střední a východní Evropy

Atraktivnost většiny středoevropských akcií nyní vidíme selektivně v některých akciích, růstových i těch dividendových. Pro polské akcie nadále platí riziko překvapivých kroků vládní strany PiS nebo možného dopadu plánované penzijní „reformy“. Pozitivní jsme v středoevropském regionu především na některé české, rumunské a selektivně některé polské 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 nebo masa Tarczynski, leasingová společnost Prime Car Management nebo výrobce těžebního zařízení Famur. V Rumunsku máme pozitivní pohled na akcie rumunského restitučního fondu Fondul Proprietatea, fondu SIF1, plynárenských společností Transgaz a Romgaz, v Rakousku na akcie pojišťovny Uniqa a realitních společností Atrium a UBM, ve Slovinsku jsou to akcie výrobce domácích spotřebičů Gorenje. Naopak negativní výhled máme na většinu bankovního sektoru, zvláště pak toho polského. Opatrní jsme zároveň na společnostech s vysokým vlivem státu.

Vojtěch Železný
Portfolio manager