

## ERGO pojišťovna

## ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ZÁŘÍ 2016

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH .....	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ .....	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ .....	7

### Dynamické portfolio



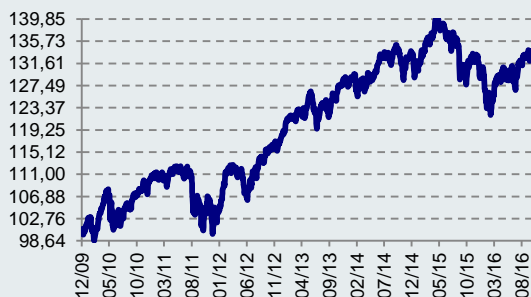
Hodnota jednotky portfolia

138,6488

Výkonnost za poslední měsíc

0,35%

### Vyvážené portfolio



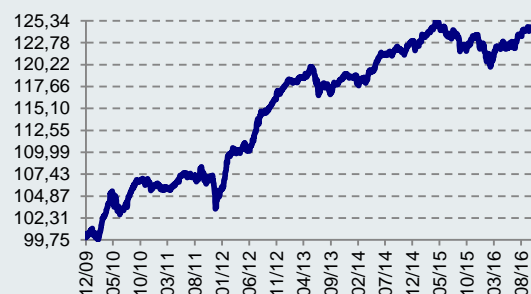
Hodnota jednotky portfolia

133,3142

Výkonnost za poslední měsíc

0,21%

### Konzervativní portfolio



Hodnota jednotky portfolia

124,4277

Výkonnost za poslední měsíc

0,05%

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

### ▣ DLUHOPISY – USA, EMU

**Změny výnosových křivek státních dluhopisů byly v září minimální.** U německé křivky jsme zaznamenaly proti konci srpna pokles na krátkém i dlouhém konci o zhruba 5-7 bps. Křivka tak zůstala záporná jak na krátkém konci (dvouletý výnos -69 bps na konci září), tak na konci dlouhém (desetiletý výnos -6 bps). Výnosy měly v první polovině měsíce tendenci růst v reakci na fakt, že ECB nijak nezměnila nastavení programu nákupu dluhopisů (trh spekoval na určité zvýšení či prodloužení), později však opět klesly pod vlivem nečinnosti Fedu, kde naopak investoři částečně věřili v čtvrtprocentní zvýšení úrokových sazeb. Výnosy poklesly i ve Španělsku (desetiletý výnos na 98 bps), v Itálii kvůli nejistému výsledku referenda a kvůli problémům bankovního sektoru pak stagnovaly na 1,3 %.

Ani na opačné straně Atlantiku nebyly změny větší. Během celého září se dvouleté výnosy pohybovaly kolem 0,75%, desetileté pak oscillovaly mezi 1,6% a 1,7%; na spodní hranici tohoto pásma měsíc pak i ukončily.

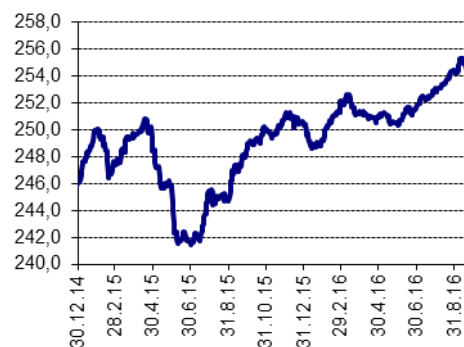
### ▣ DLUHOPISY – ČR

**Vývoj na české dluhopisové křivce, tedy na jejím krátkém konci, byl v září překvapivě bouřlivý.**

Počátkem měsíce se totiž znovu obnovily spekulace na brzké ukončení kurzového závazku. Tyto měly svůj původ jak ve zprávě české pobočky banky ING, že k exitu dle ní dojde v prvním čtvrtletí roku 2017, tak ve vyjádření guvernéra ČNB, že si umí představit ukončení intervenčního režimu i v situaci, kdy inflace nebude na 2 % - byť dodal, že tam musí udržitelně směřovat. Trh si však hlavu s těmito nuancemi nelámal, forwardový kurz koruny posílil,

což se projevilo na krátkém konci křivky: dvouleté výnosy se propadly o více než 30 b.b. na (v polovině září) druhou nejnižší hodnotu (-0,75 %) na světě (po Švýcarsku). Do konce měsíce sice částečně korigovaly, i tak však skončily pod -0,6 %. Na dlouhém konci výnosy také poklesly (lehce nad 0,2%), to však byla změna oproti konci srpna pouze o několik b.b.

Bloomberg Effas Czech Index



### ▣ DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

#### Polské dluhopisy

**Polským dluhopisům se příliš nedařilo, výnosová křivka během září mírně zvyšovala sklon.** Výnosy v segmentu středně- a dlouhodobých dluhopisů vzrostly o 10 – 15 bps. Solidní makroekonomické údaje (snižující šance na případné snížení sazeb), eventuálně obavy z volnější fiskální disciplíny v příštím roce byly jedny z určujících důvodů tohoto vývoje.

#### Turecké dluhopisy

V Turecku byl v září vývoj na dluhopisovém trhu poměrně pozitivní. Na pokus o převrat se už dávno zapomnělo, snížení ratingu od Moody's do spekulativního pásma v poslední dekádě září se na trhu podepsalo jenom velice krátce (10-leté výnosy vzrostly na chvíli na 9,75%). Srpnová inflace příjemně překvapila poklesem na 8%, výrazněji naopak poklesla dynamika růstu HDP. To dodalo prostor centrální bance k dalšímu snížení horní hranice koridoru úrokových sazeb. Není tak divu, že celkově výnosová křivka poklesla při zvýšení sklonu, pohyb činil 10 – 30 bps, když dlouhodobé výnosy v sestupu limitovalo zmíněné snížení

ratingové známky Moody's (nyní je Turecko hodnoceno v investičním stupni pouze agenturou Fitch).

### Firemní dluhopisy

Trend utahování kreditních marží firemních dluhopisů jak investičního, tak spekulativního stupně se během září zastavil. Nečinnost ECB (tj. nenavýšení programu odkupů dluhopisů) byla pro řadu investorů zklamáním, rostly také obavy ze zvýšení sazeb Fedu. To sice nepřišlo, pozitivní reakci trhu firemních dluhopisů však posléze utnul nárůst obav z možných vážných problémů Deutsche Bank (mj. i v důsledku hrozící rekordní pokuty ze strany amerických úřadů). Ve výsledku se kreditní marže firemních dluhopisů během září mírně rozšířily – měřeno indexy iBoxx EUR v případě investičního stupně o 8 bps na 81 bps a spekulativního stupně o 30 bps na 390 bps.

Index Markit iTraxx Europe (mapující marže CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) naproti tomu zhruba stagnoval (67 bodů). Marže CDS kontraktů na společnosti s neinvestičním ratingem dle indexu iTraxx Xover vzrostly o 6 bodů na 317 b.

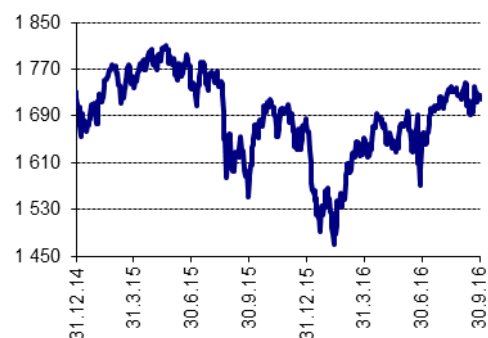
## AKCIE

### Globální trhy

Globální trhy jakoby pokračovaly v prázdninovém režimu s typicky malou likviditou a nízkou volatilitou. Meziměsíční výkonnost jak akcií obchodovaných v Evropě (index DJ STOXX 600), tak USA (index S&P 500), se i tento měsíc pohybovala blízko nuly. Ze stran centrálních bank nepřišly žádné překvapivé výroky ohledně jejich budoucích měnových akcí, což platilo i pro hodně očekávané zasedání americké centrální banky FED. Odhadované zvýšení základní sazby FEDem tak trh posunul na poslední prosincové zasedání. Výrazné překvapení nepřinesly ani ekonomická data z jednotlivých ekonomik a tak se pozornost investorů koncem měsíce začala obracet k problémům německé Deutsche Bank.

Akciovým trhům v rozvíjejících se trzích se opět dařilo, když čtvrtý měsíc v řadě překonaly trhy vyspělé. Jejich index MSCI Emerging Markets vzrostl v září o 1,1 procenta, když se nejvíce dařilo ruskému trhu. Ruským akciím pomohla zejména rostoucí cena ropy, jejíž cena se v průběhu září zvýšila o téměř osm procent. Hodnota místního indexu RTSI vzrostla o 4,3 procenta.

MSCI World Index



### Středoevropské trhy

Beze změny skončila také většina středoevropských trhů. Půl procentního bodu si připsal český trh (index PX +0,5%), když si mírné zisky připsaly všechny Blue chips (ČEZ, Erste Bank, O2, Komerční banka). Za posunem celého trhu do plusu je zřejmě dividendový profil všech společností spolu s možným přihlédnutím k budoucímu posílení české koruny. Velice mírnou korekcí prošly maďarské akcie (index BUX -1,1%). Nejhuře meziměsíčně skončil polský index WIG30, jenž si odepsal téměř čtyři procenta. K záporné výkonnosti nejvíce přispěly utility (PGE, Energa, Enea), jež padaly na základě informací vlády o možném negativním zvýšení nominální hodnoty akcií, jež by se musela danit. Na spekulace o koupení části banky PEKAO (matkou je Unicredit) padaly také ceny akcií pojišťovny PZU a banky Alior.

## STRUKTURA PORTFOLIÍ

### Dynamické portfolio

V průběhu září jsme se rozhodli v rámci Dynamického portfolio snížit pozice v akciových fondech investujících do společností z Latinské Ameriky. Myslíme si, že současné valuace nejsou nízké a navíc tempo exekuce nutných reforem je poměrně pomalé. Naopak jsme se rozhodli navýšit alokaci ve fondech investujících do asijských akciových fondů. Koruna mírně oslabila vůči americkému dolaru, což lehce zvýšilo objem pohledávek z operací měnového zajištění.

Výkonnost většiny fondů Dynamického portfolio se pohybovala okolo nuly, velmi pozitivních výsledků dosáhly fondy investující do akcií společností z Ruské federace a Japonska. Nejvýkonnějším fondem portfolio byl fond *Parvest Equity Russia Opportunity*, který investorům vydělal 4,6 procenta.

Výkonnost fondů portfolio byla v září v měně fondu následující:

Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	3,19%	Parvest Equity Australia Classic EUR	0,68%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	0,17%	PARVEST Bond Euro High Yield (EUR)	-0,92%
Conseq korporátních dluhopisu, A	0,10%	PARVEST Equity Best Sel Asia ex-Japan	0,30%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	0,12%	PARVEST Equity Best Selection Europe	0,44%
Conseq Invest Akciový - Třída A	-0,05%	PARVEST Equity USA Small Cap (USD)	-0,09%
FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD	0,70%	Parvest Equity Japan (JPY)	0,32%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	-0,94%	Parvest Equity Russia Opportunity	4,61%
Franklin Mutual Beacon	0,77%	Parvest Equity USA (USD)	-1,24%
Franklin Mutual European (EUR)	0,00%	Templeton Asian Smaller Comp Fund	3,48%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap (USD)	-0,09%	Templeton Asian Growth	0,65%
NN (L) European Equity (EUR)	1,25%	Templeton Frontier Markets Fund (USD)	2,45%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	0,17%	Templeton Global Bond (USD)	-1,12%

### Vyvážené portfolio

V průběhu září jsme se rozhodli v rámci Vyváženého portfolio snížit pozice v akciových fondech investujících do společností z Latinské Ameriky. Myslíme si, že současné valuace nejsou nízké a navíc tempo exekuce nutných reforem je poměrně pomalé. Naopak jsme se rozhodli navýšit alokaci ve fondech investujících do asijských akciových fondů. Koruna mírně oslabila vůči americkému dolaru, což lehce zvýšilo objem pohledávek z operací měnového zajištění.

Výkonnost většiny fondů Vyvážené portfolio se pohybovala okolo nuly, velmi pozitivních výsledků dosáhly fondy investující do akcií společností z Ruské federace a Japonska. Nejvýkonnějším fondem portfolio byl fond *Parvest Equity Russia Opportunity*, který investorům vydělal 4,6 procenta.

Výkonnost fondů portfolio byla v září v měně fondu následující:

Aberdeen Global Japanese Smaller Comp. Fund	3,19%	Parvest Equity Australia Classic EUR	0,68%
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	0,17%	PARVEST Bond Euro High Yield (EUR)	-0,92%
Conseq korporátních dluhopisu, A	0,10%	PARVEST Equity Best Selection Asia ex-Japan	0,30%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	0,12%	PARVEST Equity Best Selection Europe (EUR)	0,44%
Conseq Invest Akciový - Třída A	-0,05%	PARVEST Equity USA Small Cap (USD)	-0,09%
FF - Emerging Asia Fund A-ACC-USD	0,70%	Parvest Equity Japan (JPY)	0,32%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	-0,94%	Parvest Equity Russia Opportunity	4,61%
Franklin Mutual Beacon	0,77%	Parvest Equity USA (USD)	-1,24%
Franklin Mutual European (EUR)	0,00%	Templeton Asian Smaller Companies Fund	3,48%
HSBC GIF Latin American Equity A Cap (USD)	-0,09%	Templeton Asian Growth	0,65%
NN (L) European Equity (EUR)	1,25%	Templeton Frontier Markets Fund (USD)	2,45%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	0,17%	Templeton Global Bond (USD)	-1,12%

## Konzervativní portfolio

V průběhu září jsme do Konzervativního portfolia aktivně nezasahovali, veškeré změny vah tak měly čistě tržní příčiny. Dařilo se fondům státních dluhopisů a akciovým fondům investujícím na rozvíjejících se trzích, které zvýšily své zastoupení v rámci Konzervativního portfolia. Koruna mírně oslabila vůči americkému dolaru, což lehce zvýšilo objem pohledávek z operací měnového zajištění.

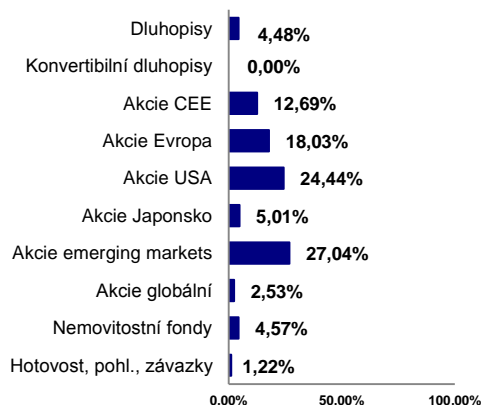
Výkonnost většiny fondů Vyvážené portfolia se pohybovala okolo nuly. Nejvýkonnějším fondem Konzervativního portfolia byl fond *Franklin Mutual Beacon*, který investorům vydělal 0,8 procenta.

Výkonnost fondů portfolia byla v září v měně fondu následující:

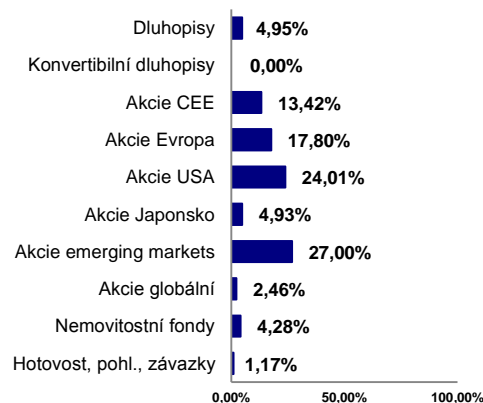
Conseq Invest Dluhopisový - Třída A	0,17%	NN (L) Emerging Markets High Div (CZK)	0,33%
Conseq korporátních dluhopisu, . A	0,10%	NN (L) Japan Equity (CZK)	-0,12%
Conseq Invest Konzervativní - Třída A	0,12%	Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy - A	0,17%
Conseq Invest Akciový - Třída A	-0,05%	PARVEST Equity Best Selection Europe	0,44%
Franklin European Small-Mid Cap Growth	-0,94%	PARVEST Equity USA Small Cap (USD)	-0,09%
Franklin Mutual Beacon	0,77%	Templeton Global Bond (USD)	-1,12%

## □ DYNAMICKÉ PORTFOLIO

**Struktura portfolia ke dni 30.09.2016**

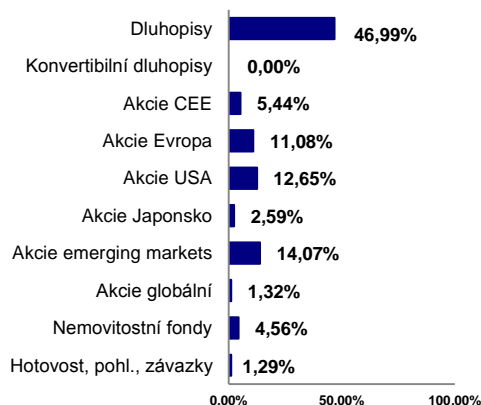


**Struktura portfolia ke dni 31.08.2016**

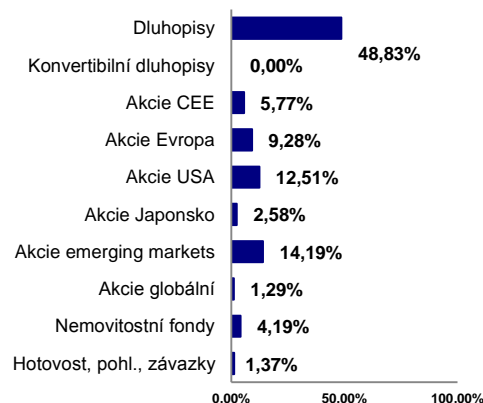


## □ VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

**Struktura portfolia ke dni 30.09.2016**

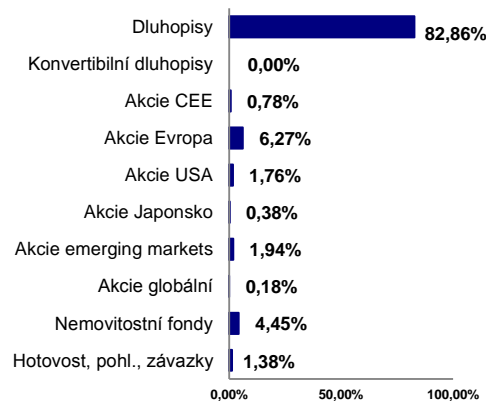


**Struktura portfolia ke dni 31.08.2016**

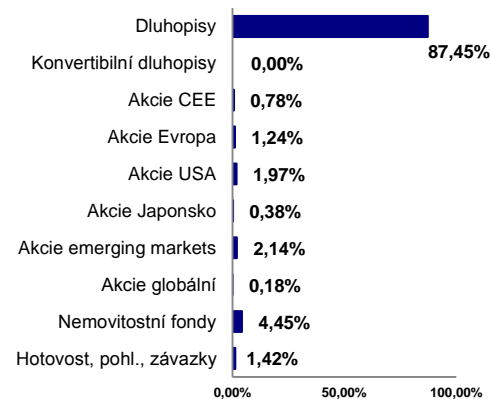


## □ KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

**Struktura portfolia ke dni 30.09.2016**



**Struktura portfolia ke dni 31.08.2016**



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

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 silné ekonomice rychle rostoucí příjmy a excesivně neutrácí (za prvních 9 měsíců roku byl rozpočet v nejvyšším přebytku od roku 1993, 82,3 mld. Kč, tj. o 85 mld. vyšší než v roce 2015), takže jeho emisní aktivita je pochopitelně nízká. 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 vývoj měnových politik hlavních centrálních bank, respektive globální ekonomický vývoj (zejména inflace). Probíhající široce zakořeněný hospodářský růst v největší ekonomice světa již postupně začíná generovat viditelnější inflační tlaky. Tento vývoj by po proběhnutí amerických voleb měl přesvědčit dosud váhající Fed v závěru roku zvýšit úrokové sazby a, co je důležitější, zvednout očekávání v tomto směru i do budoucna. Důležité bude také to, jaký měnově-politický postoj zaujme ECB po březnu 2017, kdy má skončit stávající program odkupu aktiv. Dle komentářů z vedení centrální banky ochota k dalšímu navyšování měnověpolitického stimulu klesá, ECB by naopak ráda viděla přesun aktivity od měnové směrem k fiskální politice (jinými slovy, tendence k vyšší rozpočtové deficity). Postupem času by tak i vlivem evropské měnové politiky mohl přestat být pro bezrizikové výnosy podpůrný a naopak zvýšená emisní aktivita jednotlivých zemí eurozóny by taktéž působila ve směru rostoucích bezrizikových obligačních výnosů, zejména v segmentu delších splatností (pokles cen dluhopisů).

**Polské dluhopisy vnímáme na úrovních z konce 3. čtvrtletí jako poměrně atraktivní, nabízející slušný rizikově očištěný výnos.** Na politickou nejistotu si investoři zvykli, hluboce záporné výnosy v Německu či jinde v Evropě pak z Polska dělají atraktivní investiční destinaci i přes nevábnou vládu. Dokud bude ECB provádět expansivní měnovou politiku (tj., dokud se nezvedne inflační výhled v Eurozóně) ani nestandardní chování polské vlády, pokud nebude skutečně excesivní, investory hladové po výnosu neodradí. Potenciálním faktorem dodatečného růstu cen dluhopisů zůstává možný pokles sazeb centrální banky, ke kterému se sice stále polská centrální banka staví stále rezervovaně, ale který má podporu u části Bankovní rady. Většina Bankovní rady však prozatím akcentuje silný růst a do pozadí dává deflaci – pokles sazeb tak může přinést pouze citelné ochlazení růstu.

**Turecké výnosy zůstávají rizikovou sázkou.** Kromě nejistého inflačního výhledu (byť inflace včetně jádrové složky v září klesly viditelně pod 8 %) 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 dlouhodobější inflační vývoj.

**Euro se proti dolaru v dalších měsících udrží kolem 1,10;** vzhledem k tomu, že očekáváme, že Fed bude postupně zvyšovat úrokové sazby a proti tomu že ECB již nijak výrazně měnově-politickou expanzi nenavýší, věříme prozatím spíše zhruba ve stabilitu kurzu. Rizika jsou však směrem k silnějšímu dolaru, tj. dolaru pod hranicí 1,10.

**U koruny bude nadále pokračovat dosavadní vývoj, většinu času bude oscilovat kolem 27,02, a bude tudíž nutit ČNB k intervencím.** Exit z intervenčního režimu v závislosti na ECB se v tuto chvíli rýsuje někam do 3. kvartálu příštího roku, pokud by však ECB

*Dluhopisové trhy  
střední a východní  
Evropy*

*Měny*

navýšila/prodloužila výrazněji svůj stávající program nákupů, může také ČNB intervenční režim prodloužit. **Polský zlotý** se dle očekávání vrátil k hladině 4,30, v dalších měsících čekáme oscilaci kolem této úrovně, s tendencí k mírnému posílení. Výraznější apreciaci vzhledem k tamní politice zatím nečekáme. Maďarský forint dle nás bude profitovat z posunu ratingu do investičního stupně, podpořeného dobrým makro obrázkem – posílení ke hranici 300 je tak dle nás reálné.

## 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 valuační hodnoty 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, což 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, listopadové prezidentské volby v USA nebo prosincové referendum v Itálii.

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. Riziko bankrotu německé Deutsche Bank (DB) je dle nás velice nepravděpodobné. Jedná se o celosvětově systémově důležitou banku, které by se v případě nutnosti dostalo pomoci jednak od vlády nebo centrální banky. Srovnání se zkrachovalou bankou Lehman Brothers (LB) pokulhává v tom, že LB doplatila na likviditní problém v podobě absence klínských depozit, což v případě DB nehrozí.

## Akciové trhy střední a východní Evropy

**Atraktivnost většiny střeoevropských 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 střeoevropském 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 a masa Tarczynski nebo leasingová společnost Prime Car Management. 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