

## ERGO pojišťovna

## ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC SRPEN 2021

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH .....	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ .....	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ .....	8



### Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **186,5603**  
 Výkonnost za poslední měsíc **2,44 %**



### Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **161,1553**  
 Výkonnost za poslední měsíc **1,11 %**



### Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **133,0214**  
 Výkonnost za poslední měsíc **0,37 %**

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

### DLUHOPISY – USA, EMU

V posledních 12 měsících jsme na americkém dluhopisovém trhu zaznamenali tři rozdílná období. Od konce července covidového roku 2020 začaly americké dlouhé výnosy pomalu růst s tím, jak se ukazovalo, že pandemie nebude mít větší dlouhotrvající následky a s tím, jak se trh (lehce) začal zamýšlet nad tím, zda se bezprecedentní fiskální expanse přece jenom nakonec neprojeví v růstu inflace. Do konce minulého roku tak americké desetileté dluhopisy vyrostly z 0,5% v červenci 2020 na cca 0,9% koncem prosince 2020. Od ledna letošního roku se inflační obavy vyostřily, což v prvním čtvrtletí vystřelilo desetileté výnosy až na 1,8%. Od konce března letošního roku, letní měsíce nevyjímaje, však dluhopisové trhy (resp. to, co z nich zbylo po vpádu centrálních bank na ně) tyto obavy začaly (ve světle inflačních dat zcela iracionálně) opouštět. V červenci tak desetileté výnosy klesly až pod 1,20%. Během srpna sice vyrostly, ale jenom velice mírně: koncem srpna tak desetileté výnosy byla jen lehce nad hladinou 1,3%.

V Eurozóně jsme letos v prvních 5 měsících viděli růst výnosů – desetileté německé výnosy se z úrovně -0,6% koncem minulého roku dostaly na -0,1% v polovině května. Od té doby však výnosy vesměs klesaly, v červenci se tak dostaly na -50 b.b., kde pak byly i v polovině srpna. Až v jeho poslední dekádě se výnosy konečně trochu vzpamatovaly a začaly si aspoň trochu všimnat inflační dění kolem - koncem srpna se dostaly na -40 b.b.

### DLUHOPISY ČR

České dlouhé výnosy od konce března do zhruba poloviny června klesaly, a to, v případě desetiletých výnosů, až na 1,65%. Od té doby sice vzrostly, ale jenom velice zanedbatelně – koncem srpna se totiž desetileté výnosy pohybovaly jen lehce nad hranicí 1,8%. Dvouleté výnosy pokračovaly v růstu hnaném očekáváním růstu sazeb ČNB, dostaly se tak na nejvyšší úroveň od března 2020.

Bloomberg Barclays Czech Index



### DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

#### Polské

#### dluhopisy

I polské dlouhé výnosy během srpna vzrostly: překonáním hranice 2% se tak dostaly na nejvyšší úroveň od března 2020. Tento růst je živěn inflačním vývojem v Polsku, kde trh nevěří centrální bance, že bude zvyšovat sazby až v roce 2023. Na krátkém konci je tako nedůvěra patrná také - dvouleté výnosy totiž vzrostly na 0,5%. Očekávání trhu jsou nyní nastavena na zhruba dvojnásobek zvýšení sazeb v příštím prvním čtvrtletí.

#### Ukrajinské dluhopisy

Předběžná oficiální data za vývoj ukrajinské ekonomiky ve druhém kvartále přinesla výrazné negativní překvapení, když pokles tamního hospodářství byl silnější, než naznačovaly předstihové indikátory. Částečně šlo o důsledek pomalejšího uvolňování pandemických opatření, částečně o dozvuky slabší loňské zemědělské sklizně (sucho, pandemické restriktce). Ukrajinská výnosová křivka reagovala na inflační vývoj velmi umírněně a zůstala vesměs stabilní. Výnosy delších splatností byly v cestě na vyšší úroveň limitovány malou nabídkou v aukcích ministerstva financí a výhledem na snižování sazeb ve střednědobém horizontu.

#### Firemní dluhopisy

Na trhu korporátních dluhopisů byl v srpnu, stejně jako v předcházejících 5 měsících, vývoj vcelku poklidný. Korporátní dluhopisy investičního stupně denominované v euru se během měsíce nezměnily, u jejich spekulativních protějšků jsme zaznamenaly růst tzv. total return indexu (TRI) o 2,2%. U dolarových instrumentů byl vývoj podobně nudný - u investičního stupně pokles TRI o 0,3%, u spekulativního nárůst o 0,6%.

V srpnu došlo k dalšímu poklesu vnímání rizika na trhu. Rizikové prémie (CDS) u investičních dluhopisů denominovaných v euru klesly o 3,9%, u spekulativního stupně pak o 4,7%. Oproti konci minulého roku tak jsou nižší o 6,6% resp. o 31,2% (!).

## AKCIE Globální trhy

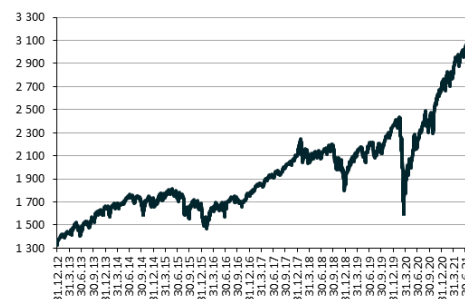
Globální akciové trhy si v srpnu připsaly slušné zisky. Hlavními důvody dobrých výkonností byla řeč šéfa amerického Fedu Jeromy Powella a zveřejněné hospodářské výsledky společností. Důležité zasedání rady americké centrální banky v Jackson Hole přinesla většině investorů uklidnění, když předseda Jeromy Powell oznámil budoucí opatření FEDu v zpřísnování měnověpolitických podmínek. Tohle zastínilo i

obavy z hurikánu Ida nebo Covid19 Delta variantě. Americké ekonomice se daří dobře, zvláště pak pracovnímu trhu. Americký senát navíc schválil infrastrukturní balíček ve výši 1000 mld USD. Probíhající výsledková sezóna za 2. čtvrtletí letošního roku opět vyzněla pozitivně jak pro US tak evropské společnosti. Došlo k výraznému překonání odhadů analytiků na úrovni tržeb i čistých zisků. To vše akciové trhy reflektovaly ve velice slušném zhodnocení: americký index S&P 500 meziměsíčně +2,9 %, evropský index DJ STOXX 600 +2 % a japonský index Nikkei 225 +3 %.

Velice silné zhodnocení předvedly středoevropské akciové trhy (index CECEEUR +5,8 %). Vezly se na pozitivním sentimentu globálních trhů a zároveň nadále velice atraktivních hodnotových ukazatelích. Primárním hybatelem byly bankovní tituly, kterým se v uplynulých měsících dařilo a to z důvodu solidní ekonomické aktivity a probíhajícím/očekávaným zvyšování úrokových sazeb centrálními bankami. Dařilo se tak polským Bank Millenium (+33,9 %), Alior Bank (+18,4 %), rumunské Banca Transilvania (+5,9 %) nebo slovinské NLB (+5,8 %). Na českém parketu byla zajímavou událostí nabídka lucemburského fondu Sunray Investments na odkup všech akcií Stock Spirits Group. Akcie si tak za srpen připsaly krásné +47 % zhodnocení, přičemž trhu se nabízená cena zda, ve srovnání s globální konkurencí, stále nízká. Tato událost měla pozitivní vliv také na akcie Kofola (+9,6 %), které se obchodují s výrazným diskontem vůči ostatním světovým hráčům. Přes 10% si připsaly také akcie ČEZ, to z důvodu vysokých cen silové elektřiny.

Akcie na rozvíjejících se trzích se po červencovém propadu oklepaly, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD meziměsíčně zhodnotil o 2,4 %. V nevýrazných výsledcích pokračují ovšem čínské akcie, výkonnost obou hlavních indexů se pohybovala kolem nuly. Investoři jsou nadále nervózní z možnosti další regulace ze strany vlády, která v uplynulých týdnech silně zasáhla sektory vzdělání, technologií a zábavy, a také poslední data ukazující na zpomalování čínské ekonomiky příliš optimismu nepřinesla. Výborně se oproti tomu dařilo indickým akciím (+9,4 %), které profitovaly z velmi uvolněné měnové politiky a ustupující pandemie. Uvolnění protiepidemických opatření velmi pomohlo například i akciím v Thajsku a Filipínách. V Latinské Americe nedali akciím investoři jasný směr - brazilské akcie pod tíhou domácí politiky klesly o 2,5 %, zatímco v Mexiku pokračovaly v růstu a připsaly pěkných 4,8 %. Proočkovanosť v rozvojovém světě však nadále zaostává, pandemická situace zůstává na mnoha místech hlavním faktorem určující vývoj na místních trzích. Stále častěji se do popředí dostává i vzrůstající inflace, a s tím související utahování měnových podmínek.

MSCI World Index



## STRUKTURA PORTFOLIÍ

### Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci vzrostla o 2,44 %. Srpen byl pro trhy dobrým měsícem a fondy v portfoliu po minulém slabším měsíci opět připisovaly zisky. Na trhy se vrátila dobrá nálada zejména s uklidňujícími slovy od Jeromy Powella v Jackson Hole, kde naznačil budoucí opatrnost FEDu v zpřísňování měnově politických podmínek. Společnosti v EU i USA vykázaly ve výsledkové sezóně za 2. kvartál tohoto roku kvalitní čísla, což pouze podpořilo pozitivní sentiment. V srpnu se dařilo až na výjimky takřka všem fondům v portfoliu. Nejlepší výkonost předvedl fond zaměřený na Turecko a Conseq Invest Akcie Nové Evropy. Oproti tomu slabší výkonost předvedl fond zaměřený na Latinskou Ameriku a na Čínu, kde stále přetrvává nejistota z důvodu regulací ze strany vlády. Dluhopisové fondy bez výjimky působily na celkovou výkonost portfolia kladně. V průběhu srpna nedošlo k žádným změnám v portfoliu.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>5,77%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,54%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,05%	0,05%	3,23%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>4,84%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,20%	0,20%	2,88%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,39%	0,39%	1,95%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>4,37%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,78%	0,78%	2,62%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,08%	1,08%	1,75%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>6,37%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,07%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	0,92%	1,50%	2,30%
<b>Akciové fondy</b>					<b>78,74%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	6,66%	6,66%	12,38%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	4,00%	4,60%	3,96%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	1,98%	2,57%	3,89%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	1,31%	1,90%	3,85%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	2,32%	2,91%	3,73%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	5,07%	5,68%	3,68%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	1,31%	1,41%	3,63%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-2,11%	-1,54%	3,18%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	1,40%	1,50%	3,12%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,59%	1,17%	2,82%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	2,34%	2,44%	2,81%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	2,78%	2,88%	2,75%
NN (L) European Equity I	Lucembursko	EUR	2,11%	2,21%	2,72%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	n/a	n/a	2,55%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	2,22%	2,81%	2,53%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	2,85%	2,95%	2,53%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	n/a	n/a	2,47%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	3,75%	4,35%	2,21%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	4,41%	5,01%	1,93%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-0,76%	-0,19%	1,80%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	5,41%	5,87%	1,49%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	0,93%	1,37%	1,41%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	2,00%	2,59%	1,37%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-1,41%	-0,84%	1,32%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	3,99%	4,09%	1,13%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-1,96%	-1,39%	0,91%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	3,21%	3,81%	0,84%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	2,41%	2,86%	0,64%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	4,16%	4,62%	0,62%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	8,88%	8,99%	0,47%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,08%</b>

## Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolio v tomto měsíci vzrostla o 1,11 %. Srpen byl pro trhy dobrým měsícem a fondy v portfoliu po minulém slabším měsíci opět připisovaly zisky. Na trhy se vrátila dobrá nálada zejména s uklidňujícími slovy od Jeromy Powella v Jackson Hole, kde naznačil budoucí opatrnost FEDu v zpříšňování měnově politických podmínek. Společnosti v EU i USA vykázaly ve výsledkové sezóně za 2. kvartál tohoto roku kvalitní čísla, což pouze podpořilo pozitivní sentiment. V srpnu se dařilo až na výjimky takřka všem fondům v portfoliu. Nejlepší výkonost předvedl fond zaměřený na Turecko a Conseq Invest Akcie Nové Evropy. Oproti tomu slabší výkonost předvedl fond zaměřený na Latinskou Ameriku a na Čínu, kde stále přetrvává nejistota z důvodu regulací ze strany vlády. Dluhopisové fondy bez výjimky působily na celkovou výkonost portfolio kladně. V průběhu srpna nedošlo k žádným změnám v portfoliu.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>13,68%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,04%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,05%	0,05%	11,64%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>37,35%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,20%	0,20%	22,39%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,39%	0,39%	14,96%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>11,98%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,78%	0,78%	7,20%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	0,35%	0,93%	2,68%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,08%	1,08%	2,10%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>6,53%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,18%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	0,92%	1,50%	2,35%
<b>Akciové fondy</b>					<b>30,49%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	6,66%	6,66%	4,81%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	4,00%	4,60%	1,54%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	1,98%	2,57%	1,49%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	1,31%	1,90%	1,49%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	5,07%	5,68%	1,47%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	2,32%	2,91%	1,43%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	1,31%	1,41%	1,42%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-2,11%	-1,54%	1,24%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	1,40%	1,50%	1,10%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	2,34%	2,44%	1,08%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,59%	1,17%	1,08%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	2,78%	2,88%	1,07%
NN (L) European Equity I	Lucembursko	EUR	2,11%	2,21%	1,06%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	2,85%	2,95%	1,01%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	n/a	n/a	0,99%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	n/a	n/a	0,98%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	2,22%	2,81%	0,96%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	3,75%	4,35%	0,86%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	4,41%	5,01%	0,75%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-0,76%	-0,19%	0,69%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-1,41%	-0,84%	0,60%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	5,41%	5,87%	0,58%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	0,93%	1,37%	0,56%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	2,00%	2,59%	0,53%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	3,99%	4,09%	0,44%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	3,21%	3,81%	0,33%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-1,96%	-1,39%	0,27%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	2,41%	2,86%	0,25%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	4,16%	4,62%	0,24%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	8,88%	8,99%	0,19%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,03%</b>

## Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,37 %. Dluhopisové portfolio mělo tento měsíc celkem slušnou výkonnost. Přes stále rostoucí zadlužení a relativně rychle rostoucí inflaci došlo v srpnu pouze k malému růstu desetiletých výnosů a to jak v eurozóně, tak v USA. Na trhu korporátních dluhopisů byl v červenci, stejně jako v předcházejících pěti měsících, vývoj poklidný. Fondy v portfoliu měly slušnou výkonnost, kdy všechny bez výjimky přisouvali zisky k celkové výkonnosti portfolia. Nejlépe se dařilo fondu Conseq fond vysoce úročených dluhopisů.

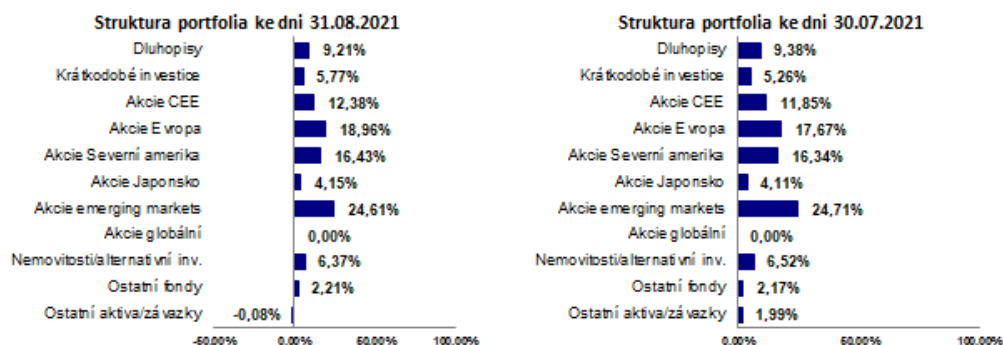
Část portfolia alokovaná do akcií a alternativních investic tento měsíc působila na výkonnost portfolia pozitivně.

V průběhu srpna nedošlo k žádným změnám v portfoliu.

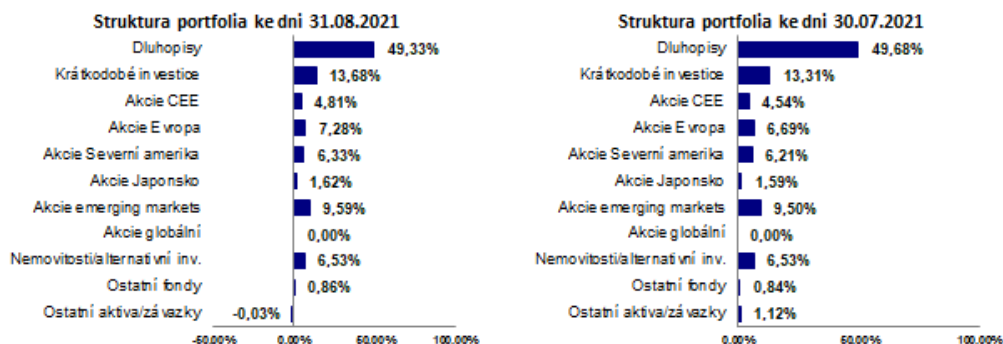
Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>22,23%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,07%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,05%	0,05%	20,16%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>57,50%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,20%	0,20%	34,49%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,39%	0,39%	23,01%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>11,28%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,78%	0,78%	6,79%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	0,35%	0,93%	2,52%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,08%	1,08%	1,97%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>6,53%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,17%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	0,92%	1,50%	2,37%
<b>Akciové fondy</b>					<b>2,52%</b>
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	2,29%	2,88%	0,81%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	6,66%	6,66%	0,41%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	2,85%	2,95%	0,29%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	2,78%	2,88%	0,29%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	1,31%	1,90%	0,22%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	1,98%	2,57%	0,22%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	1,80%	2,25%	0,13%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	2,22%	2,81%	0,08%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	3,75%	4,35%	0,07%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,07%</b>



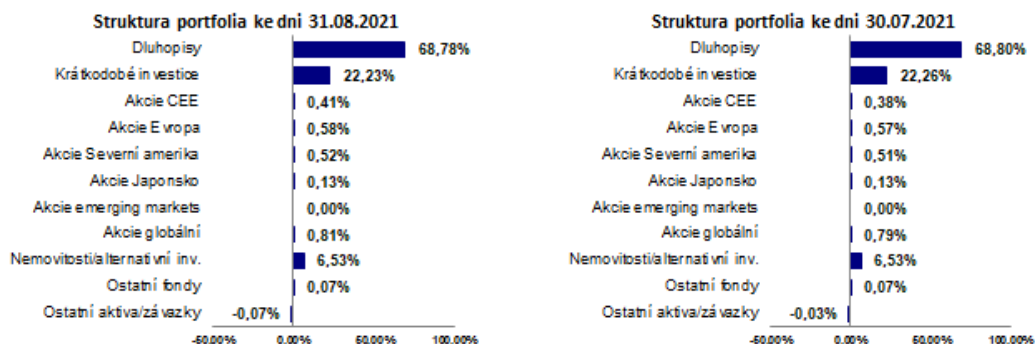
## DYNAMICKÉ PORTFOLIO



## VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



## KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### České dluhopisy

Na straně faktorů ukazujících na růst českých dluhopisových výnosů máme čtveřici důvodů. Zaprvé je zde extrémní emisní aktivita vlády. Deficit za prvních 8 měsíců dosáhl 298 mld., což z něj činí nejvyšší srpnový deficit v historii, pro rok 2022 plánuje Ministerstvo financí dle informací ze začátku září deficit 376,6 mld. a ani v dalších letech se nechce v utrácení příliš omezovat. Jinými slovy, o zásobu dluhopisů se dluhopisový trh obávat nemusí. Zadruhé, Česká republika stále vykazuje vcelku vysokou inflaci v její poptávkové složce, která je již skoro rok a půl na(d) 3%. Zatřetí, sazby ČNB začaly již růst a zdá se, že budou růst i dále a vcelku rychle. Začtvrté, jsou zde obrovské fiskální stimuly v Americe a z těchto stimulů bude dle našeho názoru pramenit strach z vyšší globální inflace (ta bude navíc trvalejšího rázu), a tudíž z vyšších globálních výnosů (jakkoli tomu tak zatím není).

Naproti těmto faktorům stojí (1) extrémně uvolněná měnová politika (jako důsledek minimálních poptávkových inflačních tlaků) v celé Eurozóně, která bude zřejmě trvat dlouho, a také (2) domácí bankovní sektor nacházející se ve výrazném přebytku likvidity (a tudíž schopen absorbovat i výrazně velké nové emise dluhopisů bez větších problémů). Podle vývoje v minulých měsících se zdá, že první množina faktorů převládá a bude převládat. Z toho pramení naše očekávání růstu českých, zejména delších, výnosů.

V Polsku během srpna pod vlivem inflace na dvacetiletém maximu dluhopisové výnosy konečně vzrostly. Vzhledem k tomu, že inflace je vysoko a že dle nás bude muset přijít zásah centrální banky dřív, než centrální banka prozatím tvrdí, budou výnosy, podobně jako v ČR, dále růst.

U kurzu **eura proti dolaru** se v letošním roce zastavil trend k oslabování dolaru z minulého roku, který byl hnáný proti-dolarovým inflačním narativem. Je to ve světle inflačního vývoje v letošním roce v USA trochu překvapivé, ale je to tak. V červnu sice díky (lehce jestřábi) otočce FED-u dolar posílil, po srpnovém holubičím vyjádření Powella v Jackson Hole se však dostal zpátky na dohled 1,19. Nadále se domníváme se, že FED zůstane delší dobu takřkajíc za křivkou, a tedy že inflace zůstane delší dobu vyšší. V delším horizontu tak díky vyšší inflaci bude dle nás dolar trpět.

**Koruna** svým posílením v květnu dle nás větší část apreciačního potenciálu prozatím vyčerpala. To ostatně potvrdil i vývoj v letních měsících. Že by měla ale oslabit, také nečekáme. Na špatném fiskálu trhům nezáleží, delta varianta koronaviru také už asi nepovede k tak rozsáhlým uzavírkám ekonomiky jako minulý rok – jinými slovy, oslabení, pokud nějaké, bude jen epizodické a bude mít krátké trvání. Ve zbytku letošního roku tak čekáme oscilaci či mírné posilování mezi 25 a 25,50, v příštím pak kvůli rozšiřujícímu se úrokovému diferenciatu mezi ČNB a ECB posílení pod 25 korun.

**Polskému zlotému** by z fundamentálního hlediska svědčily hodnoty silnější, než jaké vidíme dnes. Dle nás se i v Polsku postupně blížíme bodu, kdy se politika centrální banky začne zpříšňovat. To by mělo polský zlotý posunout směrem k úrovni 4,40 v příštím roce. Na větší posílení nejspíš kvůli jen neochotnému tempu zpříšňování měnové politiky polské centrální banky energii mít polská měna nebude.

**Maďarskému forintu** donedávna škodila, podobně jako jeho polskému protějšku, centrální banka, která chtěla mermomocí udržet měnovou politiku co možná nejuvolněnější. Obrat v červnu a pokračování utahování v červenci se už v srpnu dle našeho očekávání projevil v posílení k hranici 345. Do konce roku čekáme, že forint posílí na 340, v příštím roce pak pod tuto hranici.

Na akciové trhy zůstáváme celkově opatrní, zvláště pak na severoamerické trhy. Mezi hlavní důvody naší opatrnosti patří vysoké úrovně globálních akciových indexů, některé hodnotové ukazatele globálních akciových indexů jsou v případě amerického trhu na historických maximech nebo blízko nejvyšších úrovních od technologické bubliny v roce 2000. Mezi další obavy patří obavy z výrazně zvýšené inflace kvůli stále bezprecedentním monetárním a fiskálním stimulům v klíčových největších ekonomikách, zejména USA, eurozóně a Japonsku. Rizika také vidíme v možném růstu korporátních daní, z důvodu lepení vysokých státních

### Dluhopisové trhy střední a východní Evropy Měny

### Globální akciové trhy



deficitů nebo v geopolitických rizicích. Domníváme se proto, že v aktuálních cenách akcií je již zaceněno očekávání velice pozitivního budoucího vývoje a prostor pro další výrazný akciový růst je již výrazně omezen.

Na druhou stranu musíme zdůraznit, že celková nadhodnocenost globálních akciových trhů je způsobena především nadhodnoceností amerických akcií. Ty máme proto v naší globální akciové alokaci vůči benchmarkům výrazně podvážené. Pokud se vyplní naše očekávání, budou americké akcie v následujících měsících za zbytkem světa výrazně zaostávat.

Domníváme se však, že některé regiony z rozvíjejících se trhů jsou i nadále oceněny velice atraktivně. Patří mezi ně především region střední Evropy, který v uplynulých letech za globálními akciovými indexy velice výrazně zaostával. Střední Evropa je momentálně nadále jedním z nejlevnějších regionů (oček P/E 12,2; P/S 1,4; EV/EBITDA 8,3). Nejvyšší růstový potenciál v rámci středoevropského regionu ve střednědobém horizontu vidíme především u slovinských, českých a některých polských akcií. Místní trhy se vyznačují vysokými dividendovými výnosy (bude platit pouze částečně pro rok 2021) a relativně nízkým zadlužením. Bankovní tituly pak vysokou kapitalizací, dobrou očekávanou ziskovostí vlastního kapitálu a úrokovou marží.

Dalším regionem, na který jsme pozitivní, je rozvíjející se Asie v čele s Čínou (oček P/E 15,6; P/S 1,7; EV/EBITDA 15,6). Rozvíjející se Asie je momentálně hospodářským motorem celého světa. To by se samozřejmě mělo výrazně pozitivně projevit na dynamice korporátní ziskovosti lokálních burzovně obchodovaných firem a potažmo akciové výkonnosti.

*Anne-Françoise Blüher*

*Adam Šperl*

*Šimon Schloff*

*Portfolio managers*