

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ČERVENEC 2021

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	5
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	9



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia	182,1174
Výkonnost za poslední měsíc	-0,76 %



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia	159,3808
Výkonnost za poslední měsíc	-0,23 %



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia	132,5319
Výkonnost za poslední měsíc	0,03 %

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

V posledních 12 měsících jsme na americkém dluhopisovém trhu zaznamenali tři rozdílná období. Od konce července minulého roku 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, červen 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. Během července 2021 tak desetileté výnosy navzdory tomu, že americká inflace dosahuje nejvyšší hodnoty za několik desetiletí, dále klesly. Zatímco koncem června byly na úrovni 1,45 %, koncem července už na dohled hranice 1,2 %. Krátký konec zůstal fixován na zhruba 0,2 %.

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 klesají, v červenci se tak dostaly na -50 b.b. V Eurozóně to na rozdíl od USA alespoň nějaký smysl dává: celková inflace sice také vzrostla, jádrová však nikoliv. A ani celková inflace není na 40-letém maximu.

DLUHOPISY ČR

České dlouhé výnosy od konce března do zhruba poloviny června klesaly, a to, v případě desetiletých výnosů, až na 1,65 %. V červenci pak zejména díky jestřábi centrální bance výnosy nenásledovaly své německé či americké protějšky a desetileté výnosy tak během minulého měsíce jen oscilovaly v úzkém pásmu mezi 1,70 % a 1,75 %. Krátký (dvouletý) konec dále narostl, a to oproti konci června o necelých 10 b.b. na 1,45 %. To je jasný důsledek očekávání trhu, že ČNB letos bude pokračovat v rychlém utažení politiky

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Polská výnosová křivka se během července zploštila. Krátký konec narostl na cca 38 b.b., dlouhý naopak v návaznosti na pokles v Německu o cca 20 b.b. (na 1,22 %) poklesl. Holubičí netečnost polské centrální banky ukotvuje krátký konec, její nákupní aktivita v rámci programu QE pak drží nízko dlouhý konec.

Ukrajinské dluhopisy

Předběžná oficiální data za vývoj ukrajinské ekonomiky v prvním 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). Pro druhý kvartál lze předpokládat zlepšení celkového obrázku, vlivem uvolňování omezení a nárůstem proočkování. Optickou výhodu poskytne také nízká srovnávací základna z loňského roku. Centrální banka po červnovém zasedání, kdy překvapivě ponechala sazby beze změny, naopak v červenci zvýšila základní úrokovou sazbu o 50 p.b. a ještě překvapivěji dále revidovala inflační výhled pro třetí a čtvrtý kvartál výrazně výše. Ukrajinská výnosová křivka se tak dále posunula o cca 20-50 bodů vzhůru. K posilování se po červnové korekci vrátil i kurz Hřivny.

Firemní dluhopisy

Na trhu korporátních dluhopisů byl v červenci, stejně jako v předcházejících 4 měsících, vývoj poklidný. Korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně denominované v euru se během měsíce nezměnily: u investičních dluhopisů byla změna tzv. total return indexu (TRI) proti konci června nulová (oproti konci roku 2020 pak také), u spekulativních pak jen lehce (+0,28 %) kladná. U dolarových instrumentů byl vývoj o něco méně nudný. Na trhu korporátních dluhopisů investičního stupně se opět, podobně jako v červnu, zrcadlil cenový růst výnosů na dluhopisových trzích vládních dluhopisů – v červenci tak došlo k růstu TRI, a to o 1,5 % u investičních a o 0,2 % u spekulativních dluhopisů.

V červenci byl poklidný i vývoj na trhu kreditních prémii jak u investičních, tak také u spekulativních korporátních dluhopisů denominovaných v euru. Dle indexu Markit iTraxx Europe CDS prémie investičních dluhopisů v červenci nepatrně klesly (-0,4 %), u spekulativních dluhopisů pak lehce narostly (+3,9 %), což ale jen kompenzovalo jejich předcházející pokles (o 4,4 % v červnu). Zatímco v prvním případě jsou CDS prémie o 2,8 % nižší než koncem minulého roku, v případě spekulativních dluhopisů jsou nižší o neuvěřitelných 28 %. Rozdíl mezi spekulativním a investičním stupněm se tak nejenom v posledním roce, ale i v posledním půlroce dramaticky snížil.

AKCIE Globální trhy

Červenec vyzněl pro vyspělé akciové trhy pozitivně. Investoři byli optimisticky naladěni po zveřejnění velice dobrých výsledků hospodaření společností za druhé čtvrtletí letošního roku. Překonání odhadů analytiků přišlo napříč všemi sektory, včetně největších společností jako Apple, Google nebo Microsoft. Postupně docházelo k růstu počtu očkovaných ve vyspělém světě, s čímž jsou spojena rozvolnění současných restriktivních opatření. Právě to vedlo k optimistickým očekáváním ohledně vývoje v podzimních měsících. Ze stran centrálních

bank v Evropě, USA i Japonska jsme nadále slyšely potvrzující vyjádření ohledně setrvání uvolněných měnových podmínek skrze nízké úrokové sazby a nákupy dluhopisů, avšak v některých případech docházelo k prodloužení odhadu doby po kterou budou inflační tlaky přetrvávat. Akciové trhy si tak v měsíci červenci připsaly slušné zhodnocení: americký index S&P 500 +2,3 % a evropský index DJ STOXX 600 +2 %.

Zajímavé zhodnocení předvedly středoevropské akciové trhy, zvláště pak český trh s meziměsíčním zhodnocením +4,9 % (index PX). Super růst předvedly akcie české softwarové firmy Avast, jejíž akcie po spekulacích ohledně možného převzetí americkou softwarovou společností NortonLifeLock, dříve známá jako Symantec, meziměsíčně vzrostly o úctyhodných 17,7 %. A byly tak hlavním tahounem silného růstu celého pražského indexu. Dále se po oznámení Evropské centrální banky o možném návratu do předkrizového nastavení ohledně výplaty dividend dařilo všem „českým“ bankám. Nejvíce pak akciím Moneta (+7 %), u které se nadále spekuluje o dalším akvizičním postupu ze strany PPF. Také v Polsku (index WIG 30 +1,9 %) se dařilo především bankovním titulům. Podporou bylo postupné zvyšování úrokových sazeb v zemích střední Evropy a probíhající solidní ekonomické oživení. S pokračujícím se rozvolňováním ekonomik, respektive obchodů, docházelo k dalšímu růstu akcií společností ze spotřebitelského sektoru jako výrobce a prodejce bot CCC nebo skupiny oděvních řetězců LPP. Tyto společnosti dokázaly využít krize k snížení nákladů, rozvoje on-line kanálu a zefektivnit procesy, což by měly v následujících měsících přetavit do výrazného růstu zisků. Se zisky skončila také většina slovenských akcií, index SBITOP +3,9 %.

Akcie na rozvíjejících trzích zažily nejhorší měsíc od vypuknutí koronavirové pandemie (březen 2020), když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD odepsal přes 7 %. Hlavním důvodem bylo jednoznačně oznámení čínské vlády ohledně regulací vzdělávacího sektoru, které bylo

MSCI World Index



výraznější než investoři čekali. Nadto se přidaly ještě obavy o možnosti zásahů vlády i do jiných sektorů. Čínské akcie odepisovaly blízko 8 % (index CSI 300), což je nejhorší výsledek od května 2019 (pokles překonal dokonce propad během pandemie). I ostatním asijským akciím se příliš nevedlo, jenom indické akcie skončily poblíž nuly. Nedařilo se ani titulům v Latinské Americe. Rozvíjejícími trhy obecně nadále výrazně rezonují obavy z delta mutace koronaviru, které dále zesiluje nižší proočkovanost obyvatel (oproti rozvinutým trhům).

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci poklesla o 0,76 %. Výkonost na akciových trzích byla tento měsíc poměrně rozdílná. Největší rozdíly byly patrné na regionální bázi. Zatímco se střeoevropským a americkým trhům poměrně dařilo, tak asijské trhy v čele s Čínou připisovaly velké ztráty. Největší podíl na těchto ztrátách mělo jednoznačně oznámení čínské vlády ohledně regulací vzdělávacího sektoru, které bylo daleko přísnější než investoři očekávali. Investorská nejistota také plynula z dalších potenciálně hrozících regulací zaměřených na ostatní sektory. V červenci se velmi dobře dařilo alternativnímu fondu orientovanému na nemovitostní trh FF - Global Property Fund, který svou výkonností pomáhal zmírnit ztráty. Dobrou výkonost předvedl také BNP Paribas Europe Small Cap. V průběhu tohoto měsíce jsme se rozhodli do portfolií zařadit fondy LOYS Premium Dividende a BGF European Equity Income Fund a oproti tomu upravit váhu ostatních fondů zaměřených na evropské akcie tak, aby bylo portfolio více defenzivní.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					5,26%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,96%
Conseq Invest Konzervativní A	Střeoevropský region	CZK	-0,08%	-0,08%	3,31%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					4,94%
Conseq Invest Dluhopisový B	Střeoevropský region	CZK	-0,25%	-0,25%	2,95%
Conseq korporátních dluhopisů A	Střeoevropský region	CZK	0,16%	0,16%	1,99%
Dluhopisové fondy - ostatní					4,44%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,40%	0,40%	2,67%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,12%	0,12%	1,77%
Fondy alternativních investic					6,52%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,20%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	4,92%	4,95%	2,32%
Akciové fondy					76,84%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Střeoevropský region	CZK	1,33%	1,33%	11,85%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-0,48%	-0,45%	3,88%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	2,89%	2,92%	3,87%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	0,53%	0,56%	3,87%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-8,46%	-8,43%	3,72%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-7,00%	-6,95%	3,67%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-8,54%	-8,51%	3,56%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-1,04%	-1,01%	3,31%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	3,19%	3,25%	3,15%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,04%	-2,01%	2,86%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	4,52%	4,58%	2,81%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	0,82%	0,88%	2,74%
NN (L) European Equity I	Lucembursko	EUR	2,10%	2,16%	2,73%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-1,03%	-1,00%	2,52%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	0,76%	0,82%	2,52%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	n/a	n/a	2,45%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	1,20%	1,23%	2,17%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-1,37%	-1,34%	1,88%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-3,18%	-3,15%	1,84%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	-1,44%	-0,64%	1,44%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-1,64%	-0,84%	1,42%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	1,38%	1,41%	1,37%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-6,77%	-6,74%	1,36%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	n/a	n/a	1,28%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	0,03%	0,09%	1,11%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-8,22%	-8,19%	0,95%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	1,25%	1,28%	0,83%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-0,52%	0,29%	0,64%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	-1,18%	-0,38%	0,61%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	7,64%	7,70%	0,44%
OSTATNÍ					1,99%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci poklesla o 0,23 %. Výkonost na akciových trzích byla tento měsíc poměrně rozdílná. Největší rozdíly byly patrné na regionální bázi. Zatímco se střeoevropským a americkým trhům poměrně dařilo, tak asijské trhy v čele s Čínou připisovaly velké ztráty. Největší podíl na těchto ztrátách mělo jednoznačně oznámení čínské vlády ohledně regulací vzdělávacího sektoru, které bylo daleko přísnější než investoři očekávali. Investorská nejistota také plynula z dalších potenciálně hrozících regulací zaměřených na ostatní sektory. V červenci se velmi dobře dařilo alternativnímu fondu orientovanému na nemovitostní trh FF - Global Property Fund, který svou výkonností pomáhal zmírnit ztráty. Všechny dluhopisové fondy, kromě Conseq Invest Dluhopisový, tento měsíc přispívaly pozitivně výsledky k celkové výkonnosti vyváženého portfolia. V průběhu tohoto měsíce jsme se rozhodli do portfolií zařadit fondy LOYS Premium Dividende a BGF European Equity Income Fund a proti tomu upravit váhu ostatních fondů zaměřených na evropské akcie tak, aby bylo portfolio více defenzivní.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			Rozložení portfolia
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	
Krátkodobé investice					13,31%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,54%
Conseq Invest Konzervativní A	Střeoevropský region	CZK	-0,08%	-0,08%	11,76%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					37,67%
Conseq Invest Dluhopisový B	Střeoevropský region	CZK	-0,25%	-0,25%	22,61%
Conseq korporátních dluhopisů A	Střeoevropský region	CZK	0,16%	0,16%	15,07%
Dluhopisové fondy - ostatní					12,00%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,40%	0,40%	7,22%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	n/a	n/a	2,68%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,12%	0,12%	2,10%
Fondy alternativních investic					6,53%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,20%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	4,92%	4,95%	2,34%
Akciové fondy					29,36%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Střeoevropský region	CZK	1,33%	1,33%	4,54%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	2,89%	2,92%	1,48%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	0,53%	0,56%	1,48%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-0,48%	-0,45%	1,47%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-7,00%	-6,95%	1,42%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-8,46%	-8,43%	1,41%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-8,54%	-8,51%	1,41%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-1,04%	-1,01%	1,27%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	3,19%	3,25%	1,10%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,04%	-2,01%	1,08%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	4,52%	4,58%	1,07%
NN (L) European Equity I	Lucembursko	EUR	2,10%	2,16%	1,05%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	0,82%	0,88%	1,05%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	0,76%	0,82%	0,99%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	n/a	n/a	0,95%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-1,03%	-1,00%	0,94%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	1,20%	1,23%	0,84%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-1,37%	-1,34%	0,72%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-3,18%	-3,15%	0,70%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-6,77%	-6,74%	0,61%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-1,64%	-0,84%	0,56%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	-1,44%	-0,64%	0,55%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	1,38%	1,41%	0,52%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	n/a	n/a	0,49%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	0,03%	0,09%	0,43%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	1,25%	1,28%	0,32%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-8,22%	-8,19%	0,28%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-0,52%	0,29%	0,25%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	-1,18%	-0,38%	0,23%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	7,64%	7,70%	0,18%
OSTATNÍ					1,12%

Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,03 %. Dluhopisovému portfoliu mělo tento měsíc lehce kladnou výkonnost. Přes stále rostoucí zadlužení a vyšší inflaci došlo i v červenci k poklesu výnosů na dlouhých koncích a vývoj tak navázal na předchozí měsíc. Na trhu korporátních dluhopisů byl v červenci, stejně jako v předcházejících čtyřech měsících, vývoj poklidný. Fondy v portfoliu měly smíšenou výkonnost. Z dluhopisových fondů se nedařilo zejména fondu Conseq Invest Dluhopisový.

Část portfolia alokovaná do akcií a alternativních investic tento měsíc působila na výkonnost portfolia smíšeně, nedařilo se zejména fondu zaměřenému na rozvíjející se trhy a to z důvodu oznámení čínské vlády ohledně regulací ve vzdělávacím sektoru, které bylo daleko přísnější než investoři očekávali.

V průběhu tohoto měsíce došlo ke kompletnímu prodeji BNP Paribas Europe Small Cap, aby došlo k lehkému zkonzervativnění portfolia. Na druhou stranu došlo k navýšení vah BNP Paribas Europe Equity a Franklin Mutual European Fund.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					22,26%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,03%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	-0,08%	-0,08%	20,22%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					57,57%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,25%	-0,25%	34,57%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,16%	0,16%	23,00%
Dluhopisové fondy - ostatní					11,22%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,40%	0,40%	6,76%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	n/a	n/a	2,51%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,12%	0,12%	1,96%
Fondy alternativních investic					6,53%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,19%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	4,92%	4,95%	2,34%
Akciové fondy					2,45%
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-6,58%	-6,55%	0,79%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	1,33%	1,33%	0,38%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	0,76%	0,82%	0,29%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	0,82%	0,88%	0,28%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	0,53%	0,56%	0,22%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-0,48%	-0,45%	0,21%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	-2,75%	-1,96%	0,13%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-1,03%	-1,00%	0,08%
FF - Austrálie Fund I	Austrálie	USD	1,20%	1,23%	0,07%
OSTATNÍ					-0,03%

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, která v roce 2020 vytvořila zhruba 380 miliardový deficit, která je pro letošek na cestě k výsledku stejnému nebo horšímu (deficit za prvních 7 měsíců je 280 mld., s přehledem největší v historii) a která bezprecedentní deficity plánuje i pro roky další. Jinými slovy, o zásobu dluhopisů trh obávat zrovna nemusí. Zadruhé, Česká republika stále vykazuje vcelku vysokou inflaci v její poptávkové složce, která je již 14 měsíců 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 by měl pramenit strach z vyšší globální inflace a tudíž vyšších globálních výnosů (jakkoli tomu tak zatím není), které by s sebou strhly i výnosy na ostatních dluhopisových trzích.

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.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Polsko je málo zadlužená ekonomika s relativně zdravými fundamenty a centrální bankou, která navíc, pro mnohé celkem překvapivě, snížila minulý rok v reakci na pandemii sazby až na nulu. Na rozdíl od ČNB však polská centrální banka nemá k utahování politiky dle svých slov pražádnou chuť (a to ani když její vlastní prognóza ukazuje na inflaci na horní hranici tolerančního pásma v nejbližších třech letech), spíše naopak. Trh to však, jak je patrné z vývoje FRA, vidí trochu jinak a centrální bance její holubičí sliby zas až tolik nevěří. A vzhledem k nově schválenému fiskálnímu impulsu polské vlády („Polská dohoda“) má dobrý důvod obávat se rychlejší inflace, a tudíž rychlejší reakce polské centrální banky. Další faktory zmíněné u České republiky platí i u Polska: velké fiskální stimuly v USA jsou hrozbou pro globální inflaci a tudíž i pro polské dluhopisy, desinflační prostředí v Eurozóně zase pro ně pozitivem. V čistém tak očekáváme růst výnosů.

Měny

U kurzu **eura proti dolaru** se v letošním roce zastavil trend k oslabování dolaru z minulého roku, který byl hnaný proti-dolarovým inflačním narativem. Je to ve světle inflačního vývoje v letošním roce v USA trochu překvapivé, ale je to tak. I když v červnu díky (lehce jestřábi) otočce FED-u dolar posílil, 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 potenciál pro další letošní posílení již vyčerpala, což ostatně vývoj v červnu potvrdil. Na špatném fiskálu trhům nezáleží, delta variant 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 druhé polovině letošního roku tak čekáme převážně oscilaci kolem 25,50, v příštím pak kvůli rostoucímu úrokovému diferencíálu mezi ČNB a ECB posílení pod 25 korun.

Polskému zlotému by z fundamentálního hlediska svědčily hodnoty silnější, než jaké vidíme dnes. Centrální banka však vysokou inflaci tvrdošijně ignoruje a zdá se, že se letos na tom nic nezmění. Pro letošek tak nečekáme zlotý pod 4,50. I kdyby polská centrální banka v příštím roce nakonec, jak čekáme, přistoupila k utahování měnové politiky, bude se jednat o utahování regionálně zdaleka nejmenšího rozsahu. A takové - tj., i v nejlepším případě jen velmi mírné - bude i případné posílení zlotého v roce 2022.

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 zatím překvapivě nebyly takovou vzpruhou pro forint, jak jsme čekali, ale protože si myslíme, že maďarská centrální banka bude v utahování

Globální akciové trhy

pokračovat, očekáváme, že nakonec úrokový diferenciál forintu pomůže. Pro letošek čekáme posílení alespoň k hranici 340 forintů za euro, další posílení pak v roce příštím.

Na některé akciové trhy jsme nyní opatrní. Mezi hlavní důvody naší opatrnosti patří vysoké úrovně globálních akciových indexů, některé akciové valuace neboli ocenění globálních akciových indexů je v případě amerického trhu na historických maximech nebo na nejvyšších úrovních od technologické bubliny v roce 2000, nebo kvůli obavám z výrazně zvýšené inflace kvůli stále bezprecedentním monetárním a fiskálním stimulům v klíčových největších ekonomikách, zejména USA, eurozóně a Japonsku. Přitom dle historických statistik vždy platilo, že při zvýšené inflaci se akciím příliš dobře nevedlo. Rizika také vidíme v možném růstu korporátních daní, z důvodu lepení vysokých státních 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 pravděpodobně vůbec nejlevnějším regionem na celém světě (oček P/E 14,7; P/S 1,4; EV/EBITDA 7,9). 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 15,1; P/S 2,2; EV/EBITDA 16,7). 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