

## ERGO pojišťovna

## ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ČERVEN 2021

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH .....	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ .....	5
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ .....	9



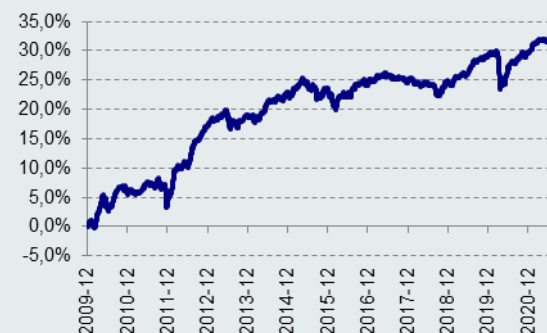
### Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **183,5068**  
 Výkonnost za poslední měsíc **0,56 %**



### Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **159,7496**  
 Výkonnost za poslední měsíc **0,43 %**



### Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **132,4863**  
 Výkonnost za poslední měsíc **0,49 %**

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

### DLUHOPISY – USA, EMU

V posledních 12 měsících jsme na americkém dluhopisovém trhu zaznamenali tři různá období. Od konce července roku 2020 začaly americké dlouhé výnosy pomalu růst s tím, jak se ukazovalo, že pandemie nebude mít dlouhotrvající větší následky a s tím, jak se trh začal lehce zamýšlet nad tím, zda se bezprecedentní fiskální expanse skutečně přece jenom nakonec neprojeví v růstu inflace. Do konce minulého roku tak americké desetileté dluhopisy vyrostly z 0,5% v červenci na cca 0,9%. Od ledna letošního roku se tyto obavy vyostřily, což v prvním čtvrtletí vystřelilo výnosy až 1,8%. Od konce března, červenec nevyjímaje, dluhopisové trh tyto obavy (ve světle inflačních dat iracionálně) opouštějí - koncem června tak desetileté výnosy navzdory tomu, že americká inflace dosahuje nejvyšší hodnoty za více než 30 let, klesly na 1,4%.

V Eurozóně jsme letos v prvním čtvrtletí také viděli růst výnosů - desetileté německé výnosy se z úrovně -0,6% koncem minulého roku dostaly k -0,1% koncem května. V červnu však i německé výnosy klesly, a to na -0,25%. V Eurozóně to trochu smysl dává - sice také vzrostla celková inflace, jádrová však nikoliv.

### DLUHOPISY ČR

**Česká výnosová křivka během června prošla snížením svého sklonu.** Krátký (dvouletý) konec dále vzrostl, a to oproti konci května o cca 22 b.b. na 1,4% (své udělal červnový růst sazeb ČNB a očekávání trhu, že to zdaleka nebyl růst v letošním roce poslední), na dlouhém (desetiletém) konci výnosy víceméně stagnovaly (poblíž úrovně 1,75%).

Bloomberg Barclays Czech Index



### DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

#### Polské dluhopisy

**Na polské výnosové křivce jsme s výjimkou desetiletých výnosů, které poklesly o 25 b.b. na 1,6%, žádné další změny nezaznamenali.** Takový vývoj dle nás příliš nekoresponduje s tím, jak vysoko je polská inflace i ekonomická aktivita.

Krátký konec se na rozdíl od minulých dvou měsíců nezměnil, nezměnila se ani střednědobá očekávání trhu ohledně polských mezibankovních sazeb ztělesněná ve FRA (u 9x12 došlo k růstu z 0,64 na 0,7%).

#### 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), která se nyní projevila v nižší exportní aktivitě. Právě čistý export byl největším negativním přispěvatelem. Pro druhý kvartál lze předpokládat zlepšení celkového obrázku, když nyní dále dochází k uvolňování omezení, rozbíhá se očkování a domácí poptávka zůstává silná, podpořená růstem mezd. Optickou výhodu poskytne také nízká srovnávací základna z loňského roku. V polovině června taktéž zasedala centrální banka a navzdory očekáváním, pokračujícímu růstu inflace i revizi inflačního výhledu na vyšší úrovně, ponechala sazby beze změny. Svoje rozhodnutí zdůvodnila jednorázovými faktory, pramenícími z vyšších cen některých zemědělských komodit a produktů. Ukrajinská výnosová křivka se posunula o cca 20-25 bodů výše. To bylo ze začátku měsíce částečně kompenzováno posilováním Hřivny, to se ale s blížícím se koncem měsíce změnilo a kurz uzavřel na meziměsíčně mírně slabších úrovních.

#### Firemní dluhopisy

Na trhu korporátních dluhopisů byl v červnu, stejně jako v předcházejících 3 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 dubna nulová (oproti konci roku 2020 pak také), u spekulativních pak jen lehce kladná, +0,53% (oproti konci minulého roku + 2,7%). U dolarových instrumentů byl vývoj o něco méně nudný. U investičního stupně se zrcadlil celkový pokles výnosů (růst cen) na trzích vládních dluhopisů, který se v červnu projevil druhým letošním růstem TRI, a to o 2% u investičních a o 1,1% u spekulativních dluhopisů.

V červnu došlo k dalšímu poklesu kreditních prémie jak u investičních, tak také u spekulativních korporátních dluhopisů denominovaných v euru. Dle indexu Markit iTraxx Europe CDS prémie investičních dluhopisů v červnu klesly o 6,4%, u spekulativních dluhopisů pak o 4,3%. Zatímco v prvním případě jsou CDS prémie o 2,5% nižší než koncem minulého roku, v případě spekulativních jsou o výrazných 30% nižší. Rozdíl mezi spekulativním a investičním stupněm se tak nejenom v posledním roce, ale i v posledním půlroce viditelně snížil.

## AKCIE Globální trhy

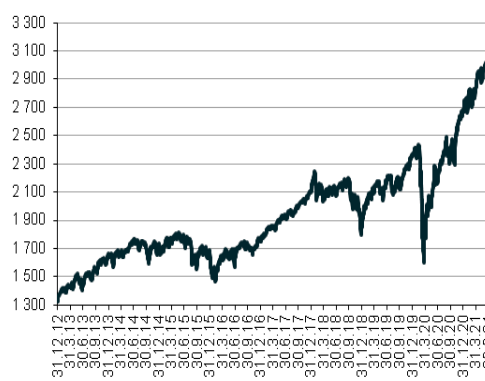
Aktiové trhy pokračovaly v pozitivním trendu. Zveřejněná makroekonomická data vyzněla pozitivně, americká centrální banka, FED, se chystá pozvolně utahovat měnové kohoutky a s postupným proočkováním dochází k zlepšování výhledu hospodaření společností. Nejširší globální akciový index MSCI All Country World připsal zisk 1,2 % a dostal se na nové historické maximum. Přitom od začátku roku tento index globálních akciových trhů připisuje vysoce nadprůměrný zisk 11,4 %. Hlavní americký akciový index S&P500 připsal zisk 2,2 %

a také se dostal na nové historické maximum na úrovni 4298 bodů. Ve ztrátě skončily především sektory vázané na komodity, naopak dařilo se sektorům technologického hardwaru, polovodičům, automobilovému nebo oděvnímu. V Evropě se nedařilo především akciím ze sektorů bank, pojišťoven, volného času nebo utilit. Dobře se vedlo sektorům zdravotnickému, technologickému nebo real estate. To může značit určitou nervozitu trhů před blížícím se podzimem a výši proočkovánosti společností. V případě další vlny nákazy by možné restriktivní opatření měly negativní dopad nejen do ziskovosti obchodovaných společností. Evropský akciový index DJ STOXX 600 si v červnu připsal +0,9 %.

Vyšší zastoupení hodnotových akcií v středoevropském regionu znamenalo výkonnostní zaostávání za hlavními akciovými trhy. Nižší předprázdninová likvidita a blížící se nejisté podzimní měsíce vedly k slabé výkonnosti, případně k realizování zisků. Největší lokální polský trh (index WIG 30) ztratil 0,5 procentního bodu. Nejvyšší výkonnost předvedlo online tržiště Allegro (+12,2 %), prodejce oděvů LPP (+12,2 %) nebo vývojář mobilních her Ten Square Games (+13,8 %). Korigovaly utility a těžaři, např. mědi- společnost KGHM (-7,5 %). Na českém parketu se nejlépe vedlo akciím Moneta, což bylo dáno neschválením fúze s Air Bank a Home Credit. Výrazný propad zaznamenaly akcie Photon Energy, a to z důvodu prodeje akcií společnosti (navýšení kapitálů a prodeje od stávajících akcionářů) na polské burze. Ve skvělé jízdě pokračovaly akcie rumunské skupiny zdravotních zařízení MedLife (+25,1 %) a producenta vína Purcari (+18,3 %). K nim se přidaly i akcie banky BRD (+8,3 %). Rumunský akciový index BET si tak za měsíc červen připsal slušné 4 % ní zhodnocení.

Akcie na rozvíjejících se trzích zažily vcelku poklidný měsíc, souhrnný index MSCI Emerging Markets USD skončil s lehkou ztrátou 0,1 %, ve druhém kvartále roku pak připsal tento index 4,2 %. Největší pozornost na sebe strhávala nová varianta koronaviru (delta), jejíž šíření v obecně méně proočkových státech vyvolává nejistoty ohledně budoucího vývoje (lockdowny, omezení atp.). Druhým hlavním tématem je bezesporu otázka normalizace ultra-uvolněných měnových politik a hrozící inflace. Celkem pět centrálních bank z rozvíjejících ekonomik dokonce v červnu již sáhlo ke zvýšení základních sazeb, zatímco v květnu to byla jen

MSCI World Index



jediná. Na rozvíjející ekonomiky také doléhal podstatně silnější dolar. Regionálně se dařilo především ruským, korejským, indickým či brazilským akciím. Čínské akcie tentokrát zaostávaly (index CSI300 -2 %), tamní vláda o sobě dala vědět tažením proti kryptoměnám či uvolňováním strategických rezerv, čímž se snaží utlumit tlak na růst cen komodit.

## STRUKTURA PORTFOLIÍ

### Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci vzrostla o 0,56 %. Trhy i tento měsíc připsaly zisky a pokračovaly v růstovém trendu. I přes lehkou změnu rétoriky americké centrální banky na červnovém zasedání nadále zůstávají hlavním podporovatelem růstu trhů extrémně uvolněné fiskální a měnové politiky centrálních bank, které v čele s FEDem zásobují trhy novými penězi. Trhy čerpají energii také z dále rostoucí proočkování populace a znovuotevření ekonomik, což s sebou přináší pozitivní výhled do budoucna. Nákupní náladu investorů nenarušila ani stále neuklidňující se situace ohledně vyšší inflace, za čímž pravděpodobně stojí její označení za dočasnou.

V průběhu tohoto měsíce nedošlo k žádné změně v portfoliích.

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>5,33%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,00%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,14%	0,14%	3,33%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>4,95%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,45%	0,45%	2,98%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,37%	0,37%	1,97%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>4,47%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,44%	0,44%	2,68%
Conseq fondy vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,62%	0,62%	1,79%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>6,44%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,05%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	0,73%	3,54%	2,39%
<b>Akciové fondy</b>					<b>80,15%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	0,03%	0,03%	12,57%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	0,64%	0,78%	4,52%
NN (L) European Equity I	Lucembursko	EUR	1,63%	1,77%	4,29%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	1,80%	1,94%	4,27%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,30%	1,45%	4,01%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	2,42%	5,27%	4,00%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	2,76%	2,90%	3,96%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,13%	0,60%	3,87%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-1,80%	0,94%	3,85%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-2,68%	0,03%	3,85%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	3,23%	6,11%	3,73%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	2,28%	5,13%	3,18%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	0,44%	0,58%	2,69%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	0,97%	1,11%	2,42%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	0,25%	3,04%	2,39%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	0,47%	3,27%	2,16%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	2,31%	5,16%	2,04%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-2,44%	0,28%	1,89%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-0,44%	2,33%	1,45%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	3,44%	5,50%	1,44%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	1,97%	4,00%	1,42%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	2,20%	5,05%	1,34%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-0,87%	1,89%	1,23%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	5,43%	5,57%	1,13%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	1,32%	4,14%	0,81%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	1,13%	3,14%	0,63%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	2,85%	4,89%	0,60%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-3,18%	-3,05%	0,41%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-1,34%</b>

## Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci vzrostla o 0,43 %. Trhy i tento měsíc připsávaly zisky a pokračovaly v růstovém trendu. I přes lehkou změnu rétoriky americké centrální banky na červnovém zasedání nadále zůstávají hlavním podporovatelem růstu trhů extrémně uvolněné fiskální a měnové politiky centrálních bank, které v čele s FEDem zásobují trhy novými penězi. Trhy čerpají energii také z dále rostoucí proočkovatosti populace a znovuotevírání ekonomik, což s sebou přináší pozitivní výhled do budoucna. Nákupní náladu investorů nenarušila ani stále neuklidňující se situace ohledně vyšší inflace, za čímž pravděpodobně stojí její označení za dočasnou. Dluhopisové fondy tento měsíc přispěly velmi slušnými výsledky k celkové výkonnosti vyváženého portfolia.

V průběhu tohoto měsíce nedošlo k žádné změně v portfoliích.

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>13,91%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,16%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,14%	0,14%	11,75%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>37,54%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,45%	0,45%	22,53%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,37%	0,37%	15,01%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>11,98%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,44%	0,44%	7,18%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	0,35%	3,15%	2,70%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,62%	0,62%	2,09%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>6,51%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,10%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	0,73%	3,54%	2,41%
<b>Akciové fondy</b>					<b>30,74%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	0,03%	0,03%	4,82%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	0,64%	0,78%	1,74%
NN (L) European Equity I	Lucembursko	EUR	1,63%	1,77%	1,66%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	1,80%	1,94%	1,64%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,30%	1,45%	1,53%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	2,42%	5,27%	1,52%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	2,76%	2,90%	1,52%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,13%	0,60%	1,47%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-1,80%	0,94%	1,47%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-2,68%	0,03%	1,46%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	3,23%	6,11%	1,44%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	2,28%	5,13%	1,21%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	0,44%	0,58%	1,02%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	0,97%	1,11%	0,94%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	0,25%	3,04%	0,91%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	0,47%	3,27%	0,82%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	2,31%	5,16%	0,78%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-2,44%	0,28%	0,73%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-0,44%	2,33%	0,65%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	1,97%	4,00%	0,56%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	3,44%	5,50%	0,55%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	2,20%	5,05%	0,51%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	5,43%	5,57%	0,43%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-0,87%	1,89%	0,41%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	1,32%	4,14%	0,31%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	1,13%	3,14%	0,24%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	2,85%	4,89%	0,23%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-3,18%	-3,05%	0,16%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,68%</b>

## Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,49 %. Dluhopisovému portfoliu se tento měsíc poměrně dařilo, a to zejména díky poklesu výnosů na dlouhých koncích, které oproti květnovým číslům klesaly i přes vyšší inflaci a stále rostoucí zadlužení. Na trhu korporátních dluhopisů byl v červnu, stejně jako v předcházejících třech měsících, vývoj poklidný. Fondy zařazené do portfolia bez výjimky přinášely zisky a pomáhaly tak k celkové výkonnosti portfolia. Z dluhopisových fondů dosáhl nejlepšího výsledku nedávno nově zařazený fond Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A.

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

V průběhu tohoto měsíce nedošlo k žádné změně v portfoliích.

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>22,36%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,21%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,14%	0,14%	20,15%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>57,41%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,45%	0,45%	34,48%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,37%	0,37%	22,92%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>11,22%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,44%	0,44%	6,74%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	0,35%	3,15%	2,53%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,62%	0,62%	1,96%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>6,54%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,14%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	0,73%	3,54%	2,40%
<b>Akciové fondy</b>					<b>2,57%</b>
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	0,31%	3,10%	0,85%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	0,03%	0,03%	0,41%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	1,80%	1,94%	0,25%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	0,64%	0,78%	0,25%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-1,80%	0,94%	0,22%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-2,68%	0,03%	0,21%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	0,47%	2,47%	0,13%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	0,47%	3,27%	0,09%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	0,44%	0,58%	0,09%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	0,25%	3,04%	0,08%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,10%</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, která v roce 2020 vytvořila zhruba 380 miliardový deficit, v letošním roce to bude stejné nebo horší (deficit za prvních 6 měsíců je 265 mld., s přehledem největší v historii) a v příštím roce se dle návrhu ministryně Schillerové (390 mld.) také o zásobu dluhopisů trh obávat zrovna nemusí. Zadruhé, Česká republika stále vykazuje vcelku vysokou inflaci v její poptávkové složce, která je již rok na(d) 3%. Zatřetí, sazby ČNB začaly již růst a zdá se, že budou růst vcelku rychle. Začtvrté, jsou zde obrovské fiskální stimuly v Americe a z těchto stimulů pramení strach z vyšší inflace (a tudíž vyšší požadované oblihační výnosy v USA), což by se nemohlo neprojevit na české výnosové křivce.

Naproti těmto faktorům stojí (1) extrémně uvolněná měnová politika (jako důsledek desinflačních / deflačních 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). Domníváme se nicméně, že první množina faktorů v dalších čtvrtletích bude převládat. Z toho pramení naše očekávání růstu výnosů českých státních dluhopisů (poklesu jejich cen), zejména v případě delších splatností.

### Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Polsko je relativně málo zadlužená ekonomika s poměrně 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 nad 3% v nejbližších třech letech), spíše naopak. Trh to však, jak je patrné z vývoje FRA, vidí jinak a centrální bance jej holubičí přístup 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 i pro polské dluhopisy, desinflační prostředí v Eurozóně zase pro ně pozitivem. V konečném důsledku tak očekáváme růst výnosů polských vládních dluhopisů.

### Měny

U kurzu **eura proti dolaru** se v letošním roce zastavil trend k oslabování dolaru z minulého roku, který byl hnaný inflačním narativem. Je to ve světle inflačního vývoje v USA trochu překvapivé, ale je to tak. I když v červnu díky jestřábí otočce FED-u posílil, domníváme se, že FED zůstane za křivkou, a tedy že inflace zůstane delší dobu vyšší. V delším horizontu tak díky vyšší inflaci a taktéž dramaticky rozvolněné fiskální politice bude dle nás dolar trpět, respektive slábnout.

**Koruna** svým posílením v květnu dle nás potenciál pro další posílení již letos v zásadě vyčerpala, což ostatně vývoj v červnu potvrdil. Zlepšení epidemiologické situace, postupný návrat k normálu i relativně rychlý růst sazeb ČNB již trh reflektuje. Ano, biliónový deficit za minulý, letošní i příští rok je strašidelný, ale že by devizový trh českou korunu za rozhazovačnou vládu vytrestal, je nepravděpodobné – na dluzích dnes (s nadsázkou řečeno) nikomu nezáleží. V letošním roce tak čekáme oscilaci kolem 25,50, v příštím pak posílení mírně pod 25 korun.

**Polskému zlotému** by z fundamentálního hlediska svědčily hodnoty silnější, než jaké vidíme dnes. Postupný návrat ekonomiky do normálu zlotý na silnější úroveň než 4,40-4,45 asi nedostane, ale centrální banka by v případě, že se trh nemýlí a že bude nucena k utažení měnové politiky přistoupit dřív, než co dnes říká, už mohla. V hlavním scénáři tak čekáme hodnoty v letošním roce kolem 4,45, v případě, že se centrální banka rozhoupe k akci, pak další posílení pod hranici 4,40.

**Maďarskému forintu** doposud škodila, podobně jako jeho polskému protějšku, centrální banka, která chtěla mermomocí udržet měnovou politiku co možná nejuvolněnější. Obrát v červnu a začátek utahování zatím nebyly takovou vzpruhou pro forint, jak jsme čekali, ale protože si

## Globální akciové trhy

myslíme, že maďarská centrální banka bude v utahování pokračovat, očekáváme, že nakonec forintu pomůže. Pro letošek čekáme posílení k hranici 330 forintů za euro.

S blížícími se nejistými podzimními měsíci, v případě nízké proočkovánosti populace, se může dostavit další vlna růstu počtu nakažených nemocí COVID19. To by znamenalo další možné restriktivní opatření, s dopadem do ekonomik, hospodaření domácností a společností. Proto jsme na některé akciové trhy jsme opatrní. Mezi hlavní důvody naší opatrnosti patří vysoké úrovně 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 možné 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 12; P/S 1,4; EV/EBITDA 7,8). Nejvyšší růstový potenciál v rámci střeoevropského regionu ve střednědobém horizontu vidíme především u slovinských, českých a některých polských akcií. Místní trhy se vyznačují vysokými dividendovými výnosy (zřejmě 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 17,5; P/S 1,8; EV/EBITDA 17,6). 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*