

## ERGO pojišťovna

## ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC KVĚTEN 2021

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



## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

### DLUHOPISY – USA, EMU

Po únoru a březnu, dvou měsících výrazného růstu výnosů, se v dubnu ani květnu tento trend na trhu amerických vládních dluhopisů zastavil. Navzdory vysoké inflaci a růstu zadlužení výnosy během dubna mírně zkorigovaly směrem dolů a během května víceméně stagnovaly. Na dlouhém konci desetileté výnosy za duben a květen o 8 b.b. oproti konci března poklesly, koncem května tak byly na úrovni 1,6%. Na krátkém konci nedošlo k pražádným změnám, dvouleté výnosy jsou slibem FED-u nezvyšovat sazby ukotvené na 15 b.b.

Ani na protilehlém břehu Atlantiku nebyla v květnu situace výrazně odlišnější. Poté, co v dubnu německé desetileté výnosy nenásledovaly Ameriku a během toho měsíce vzrostly z přibližně -30 b.b. na zhruba -20 b.b., čímž se dostaly na nejvyšší úroveň za zhruba rok, se v květnu od této hranice již nehnuly. Na krátkém konci vládne kvůli výhledu na velmi dlouhé období stability sazeb ECB také podobná (a ve světle obav z americké či světové inflace možná nedůvodná) nuda jako v USA – dvouleté německé dluhopisy zůstaly v dubnu i v květnu kolem hranice -70 b.b.

### DLUHOPISY ČR

**Česká výnosová křivka během května prošla lehkým snížením svého sklonu.**

Krátký (dvouletý) konec narostl oproti konci dubna o zhruba 11 b.b. na 1,15% (své udělal očekávaný růst sazeb ČNB, který se přiblížil a teď se zdá, že k němu dojde dost možná již v červnu), na dlouhém (desetiletém) konci výnosy zhruba o 10 b.b. (na 1,7%) poklesly, když pozitivní vliv měl zejména neutuchající silný zájem investorů v primárních aukcích nových dluhopisů Ministerstva financí.

Bloomberg Barclays Czech Index



### DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské

dluhopisy

**I změny na polské výnosové křivce byly v květnu větší než v dubnu.** Desetileté výnosy vyrostly o zhruba 15 b.b. oproti konci dubna, dostaly se tak na skoro 1,9%, hlavním faktorem byla pokračující akcelerace inflace v prostředí ekonomického oživení. Krátký konec také narostl, dvouleté výnosy se vlivem rostoucích očekávání na brzké utažení měnové politiky, jejichž důkazem je kupříkladu růst FRA (u 6x9 z 0,2% na 0,5%), zvýšily z 0,1% na 0,3%.

Ukrajinské  
dluhopisy

Vývoj ukrajinské ekonomiky sice překonává očekávání, země se nicméně stále velmi špatně potýká s probíhající pandemií a nedostatkem vakcín. To bude i nadále omezovat běžný provoz či fungování zemědělského sektoru. Ceny potravin byly, společně s cenami energií, jednou z výrazných položek nadále zvyšujících inflaci. Ta dosáhla téměř 8,5 % a přiměla centrální banku, aby po období stability sazeb zahájila, nejdříve jen slovně a následně změnou měnově politických sazeb, cyklus jejich růstu. V letošním roce čekáme sérii ještě několika dalších zvýšení sazeb. Zásadní pro nás zůstává vůle ke spolupráci s MMF a aktuálně nově projednávaná nezbytná legislativa a relativně kontrolovaný vývoj inflace. Ceny ukrajinských státních dluhopisů zůstaly vesměs stabilní, vyšší sazby podporovaly měnový kurz, který v květnu mírně posiloval.

Firemní  
dluhopisy

Na trhu korporátních dluhopisů byl tak v květnu, stejně jako v předcházejících 2 měsících, vývoj poměrně klidný a stabilizovaný. Korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně denominované v euru se během měsíce příliš nezměnily: u investičních dluhopisů byla změna tzv. total return indexu (TRI) proti konci dubna nulová (oproti konci roku 2020 pak dokonce jenom +0,02%), u spekulativních pak jen lehce kladná, +0,23% (oproti konci minulého roku +2,2%). U dolarových instrumentů byl vývoj, podobně jako v dubnu, o něco volatilnější. U

investičního stupně se zrcadlila stabilizace / cenový růst výnosů na dluhopisových trzích vládních dluhopisů, který se v květnu projevil druhým letošním růstem TRI, a to o 1% u investičních a o 0,2% u spekulativních dluhopisů.

V květnu byl pokojný také vývoj u kreditních prémií, a to jak u investičních, tak také u spekulativních korporátních dluhopisů denominovaných v euru. Dle indexu Markit iTraxx Europe CDS prémie investičních dluhopisů v květnu prakticky stagnovaly (+0,2%), u spekulativních dluhopisů pak počtvrté v řadě klesly, a to o 1,6%. Zatímco v prvním případě jsou CDS prémie o 12,7% vyšší než počátkem minulého roku, v případě spekulativních jsou o 38,5% nižší. To vzhledem k makroekonomické situaci a všemu, co se v posledních roce odehrálo, jen potvrzuje, že zásahy centrálních bank byly vpravdě masivní a v podstatě setřely rozdíly mezi spekulativním a investičním stupněm. Což je situace, o které všichni konzervativní investoři moc dobře ví své.

## AKCIE Globální trhy

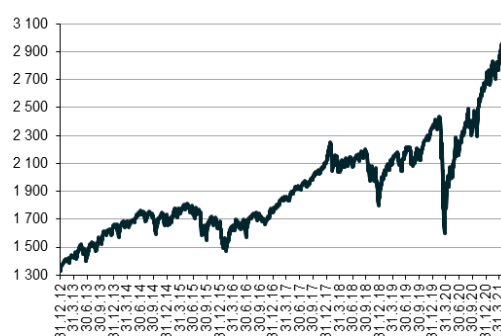
Také v květnu panovala na akciových trzích pozitivní nálada. Přicházely nadále dobré výsledky hospodaření společností za první čtvrtletí letošního roku, navíc ve většině případů došlo k zlepšení výhledu hospodaření pro následující měsíce. K překonání odhadů analytiků došlo v rámci všech sektorů a to výrazně především na úrovni čistých zisků. Dobrá nálada panovala také kvůli probíhajícímu očkování proti nemoci COVID-19 a klesajícím číslům nově nakažených ve vyspělých zemích. Slabší výkonnost předvedly akcie známe pod zkratkou FAANG, jako například Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google nebo Microsoft.

Nadále docházelo k postupnému rozvolňování ekonomik. Ze stran centrálních bank v Evropě, USA i Japonska jsme nadále slyšely potvrzující vyjádření ohledně uvolněných měnových podmínek skrze nízké úrokové sazby a to i přes zvyšující se inflační tlaky. Akciové trhy si tak připsaly solidní meziměsíční zhodnocení: evropský index DJ STOXX 600 +2,1 % a americký index S&P 500 +0,6 %.

Velice dobrou výkonnost v měsíci květnu předvedly středoevropské akciové trhy (index CECEUR v CZK +9,6 %). Za výrazně vyšší výkonností místních trhů oproti vyspělým můžeme hledat výrazně vyšší podíl hodnotových společností, např. bankovního sektoru. Akciím bank se dařilo z důvodu očekávaných zvyšování úrokových sazeb již v následujících měsících, rozvolňování restriktivních opatření a zvyšující se dynamiky poskytovaných úvěrů. Akcie Komerční banky meziměsíčně vzrostly o +18 %, banky PEKAO o +20 % a NLB o +15 %. Krásných +16 % předvedly také akcie České Zbrojovky, které reagovaly na schválenou akvizici Coltů americkým regulátorem a následně oznámené dobré hospodářské výsledky za první čtvrtletí. Mírně výkonnostně zaostávaly spíše společnosti s malou kapitalizací a likviditou, např. producent vína Purcari, Kofola nebo Stock Spirits Group. V průběhu května proběhl primární úpis (IPO) akcií polského Pepco. Jedná se o dynamicky rostoucí společnost prodávající diskontní oblečení pro děti, provozující přes 3.000 obchodů, včetně Velké Británie, ve které provozuje také řetězec s potravinami (Poundland a Dealz). Trh ocenil Pepco na hodnotu přesahující 5 mld eur. Nejvyšší výkonost v rámci CEE regionu předvedly polské akcie - index WIG30 +10,1 %, maďarský index BUX si připsal +7,4 %, slovenský index SBITOP +6,9 %, český index PX +5,7 % a rumunský index BET +0,8 %.

Akcie na rozvíjejících se trzích zaznamenaly rovněž dobré výsledky, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD zhodnotil o 2,1 %. Akcie poháněly vpřed zřejmé signály pokračujícího ekonomického oživení a očekávání návratu k normálu po pandemii. Podpory se jim také dostalo ve druhé půlce měsíce od slábnoucího dolaru, který reagoval na nad-očekávání silná inflační data v USA. V Asii se nejvíce dařilo indickým akciím (+6,5 %), a to navzdory stále nepříznivé epidemiologické situaci. Solidní výsledky zaznamenaly i čínské akcie. Naopak ztrátám se

MSCI World Index



nevyhnuly akcie na Taiwanu, v důsledku nárůstu zachycených případů Covid-19, a s tím spojených nových restrikcí. Nejlepších zisků dosáhly v květnu akcie Latinské Ameriky (MSCI Latin America USD +7,75 %), které těží z prudkého nárůstu ceny komodit a také z optimističtějších vyhlídek na fiskální situaci v Brazílii, jenž je klíčovou ekonomikou v regionu).

## STRUKTURA PORTFOLIÍ

### Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci vzrostla o 2,36 %. Trhům se stále daří, tento měsíc pokračovaly v růstovém trendu a připisovaly zisky. I nadále zůstávají hlavním podporovatelem růstu extrémně uvolněné fiskální a měnové politiky centrálních bank, které v čele s FEDem zásobují trhy novými penězi. Velmi pozitivně se do výkonnosti propisuje rychle rostoucí počet naočkovaných proti Covid-19, který zlepšuje výhled na tento a následující rok. Nákupní náladu investorů nenarušila ani zvyšující se inflace, za čímž pravděpodobně stojí její označení za dočasnou.

V průběhu tohoto měsíce jsme se rozhodli snížit akciovou expozici skrze všechny regiony kromě středoevropského, který oproti ostatním regionům považujeme za valuačně levný. Prostředky z prodejů jsme se rozhodli přesunout do alternativní části portfolia, které nabízí slušný potenciál zhodnocení a do krátkodobých investic, odkud mohou být v případě korekce trhů takřka ihned využity k nákupu.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			Rozložení portfolia
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>5,65%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,36%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,02%	0,02%	3,30%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>4,90%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,10%	0,10%	2,93%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	-0,06%	-0,06%	1,97%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>4,42%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,00%	0,00%	2,64%
Conseq fondy vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,05%	-0,05%	1,78%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>5,93%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,65%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	2,07%	-0,65%	2,28%
<b>Akciové fondy</b>					<b>78,00%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	7,06%	7,06%	12,45%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	2,64%	0,92%	4,45%
NN (L) European Equity I	Lucembursko	EUR	3,02%	1,29%	4,19%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	2,04%	0,33%	4,16%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	3,67%	0,91%	3,94%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-0,88%	-2,55%	3,85%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,39%	-2,28%	3,81%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	2,96%	0,22%	3,81%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	3,37%	0,62%	3,79%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	1,86%	-0,85%	3,77%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	6,61%	3,77%	3,52%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	6,90%	4,06%	3,01%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	0,50%	-1,19%	2,64%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	n/a	n/a	2,41%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-1,34%	-3,96%	2,31%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	0,95%	-1,74%	2,06%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	8,17%	5,29%	1,93%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	1,64%	-1,06%	1,90%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	7,06%	4,21%	1,43%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	0,50%	-2,82%	1,34%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	-0,19%	-3,48%	1,34%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	1,93%	-0,78%	1,26%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	6,82%	3,98%	1,21%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	4,40%	2,65%	1,06%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	0,30%	-2,37%	0,80%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	-0,79%	-4,06%	0,58%
Allianz Japan Equity WT (JPY )	Japonsko	JPY	3,01%	-0,39%	0,57%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-0,91%	-2,58%	0,42%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>1,09%</b>

## Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci vzrostla o 0,76 %. Trhům se stále daří, tento měsíc pokračovaly v růstovém trendu a připsovaly zisky. I nadále zůstávají hlavním podporovatelem růstu extrémně uvolněné fiskální a měnové politiky centrálních bank, které v čele s FEDem zásobují trhy novými penězi. Velmi pozitivně se do výkonnosti propisuje rychle rostoucí počet naočkovaných proti Covid-19, který zlepšuje výhled na tento a následující rok. Nákupní náladu investorů nenarušila ani zvyšující se inflace, za čímž pravděpodobně stojí její označení za dočasnou. Dluhopisové fondy se tento měsíc svou výkonností nijak výrazně nepodílely na celkové výkonnosti portfolia.

V průběhu tohoto měsíce jsme se rozhodli snížit akciovou expozici skrze všechny regiony kromě středoevropského, který oproti ostatním regionům považujeme za valuačně levný. Prostředky z prodejů jsme se rozhodli přesunout do alternativní části portfolia, které nabízí slušný potenciál zhodnocení a do krátkodobých investic, odkud mohou být v případě korekce trhů takřka ihned využity k nákupu.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			Rozložení portfolia
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>14,54%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,90%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,02%	0,02%	11,65%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>37,24%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,10%	0,10%	22,36%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	-0,06%	-0,06%	14,88%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>11,79%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,00%	0,00%	7,11%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	n/a	n/a	2,61%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,05%	-0,05%	2,07%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>5,96%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,65%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	2,07%	-0,65%	2,30%
<b>Akciové fondy</b>					<b>30,14%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	7,06%	7,06%	4,79%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	2,64%	0,92%	1,71%
NN (L) European Equity I	Lucembursko	EUR	3,02%	1,29%	1,62%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	2,04%	0,33%	1,61%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	3,67%	0,91%	1,52%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-0,88%	-2,55%	1,48%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,39%	-2,28%	1,47%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	2,96%	0,22%	1,47%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	3,37%	0,62%	1,46%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	1,86%	-0,85%	1,45%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	6,61%	3,77%	1,36%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	6,90%	4,06%	1,16%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	0,50%	-1,19%	1,02%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	n/a	n/a	0,93%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-1,34%	-3,96%	0,89%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	0,95%	-1,74%	0,80%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	8,17%	5,29%	0,74%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	1,64%	-1,06%	0,73%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	7,06%	4,21%	0,64%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	-0,19%	-3,48%	0,53%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	0,50%	-2,82%	0,53%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	1,93%	-0,78%	0,49%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	4,40%	2,65%	0,41%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	6,82%	3,98%	0,40%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	0,30%	-2,37%	0,30%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	3,01%	-0,39%	0,24%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	-0,79%	-4,06%	0,22%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-0,91%	-2,58%	0,17%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>0,33%</b>



## Konzervativní portfolio

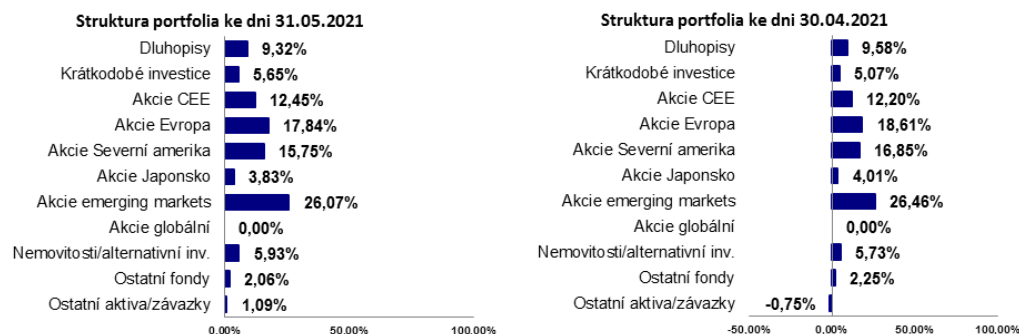
Hodnota portfolia tento měsíc klesla o 0,05 %. Na dluhopisových trzích se odehrál další, poměrně klidný měsíc. Ani na jedné straně Atlantiku se nedělo nic zvláštního. Výnosy na dlouhých koncích se i přes vyšší inflaci a růst zadlužení stabilizovaly v okolí dubnových úrovní. Na krátkém konci se žádná větší změna také neodehrávala. A ani na trhu korporátních dluhopisů tomu tento měsíc nebylo jinak. Dění na dluhopisových trzích se propsalo i do výkonnosti jednotlivých dluhopisových fondů, které se nějak výrazně na výkonnosti portfolia nepodílely. Nejlepšího výsledku dosáhl Conseq Invest Dluhopisový B.

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

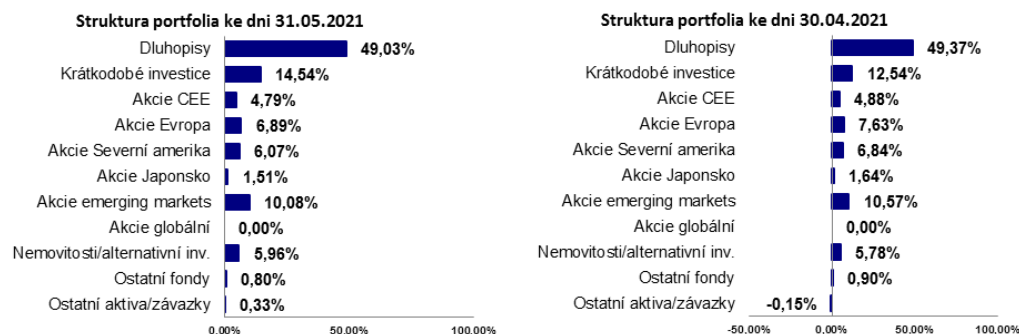
V průběhu tohoto měsíce jsme se rozhodli snížit akciovou expozici skrze všechny regiony kromě středoevropského, který oproti ostatním regionům považujeme za valuačně levný. Prostředky z prodejů jsme se rozhodli přesunout do alternativní části portfolia, které nabízí slušný potenciál zhodnocení a do krátkodobých investic, odkud mohou být v případě korekce trhů takřka ihned využity k nákupu.

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>22,87%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,65%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,02%	0,02%	20,22%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>57,44%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,10%	0,10%	34,49%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	-0,06%	-0,06%	22,95%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>11,16%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,00%	0,00%	6,74%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	n/a	n/a	2,46%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,05%	-0,05%	1,95%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>6,06%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,73%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	2,07%	-0,65%	2,33%
<b>Akciové fondy</b>					<b>2,54%</b>
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	1,46%	-1,24%	0,83%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	7,06%	7,06%	0,41%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	2,04%	0,33%	0,25%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	2,64%	0,92%	0,25%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	2,96%	0,22%	0,22%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	3,37%	0,62%	0,21%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	1,46%	-1,89%	0,13%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	0,50%	-1,19%	0,09%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	0,95%	-1,74%	0,09%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-1,34%	-3,96%	0,08%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,07%</b>

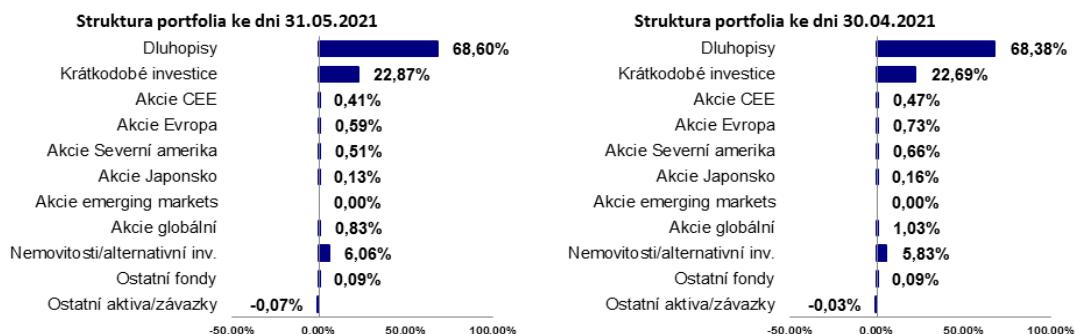
## DYNAMICKÉ PORTFOLIO



## 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, která v roce 2020 vytvořila zhruba 380 miliardový deficit, v letošním roce to bude stejné nebo horší (deficit za prvních pět měsíců je 255 mld., s přehledem největší v historii) a v příštím roce se dle návrhu ministryně Schillerové (deficit 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 11 měsíců nad úrovní 3%, tedy znatelně nad cílem centrální banky (2%). Zatřetí, sazby ČNB jsou sice na nule, ale lze čekat, že již v brzké době dle prognóz ČNB i vyjádření bankéřů vyrostou, a to jako první v regionu. Začtvrté, jsou zde obrovské fiskální stimuly v Americe a z těchto stimulů pramení strach z vyšší inflace (a tudíž vyšší výnosy v USA), což by se nemohlo neprojevit na české výnosové křivce.

Naproti těmto faktorům stojí extrémně uvolněná měnová politika (jako důsledek desinflačních / deflačních tlaků) v celé Eurozóně, která bude trvat dlouho a také domácí bankovní sektor nacházející se ve výrazném přebytku likvidity (a tudíž schopný absorbovat i výrazně velké nové emise dluhopisů bez větších problémů). Náš centrální scénář pro další část roku je, že první množina faktorů bude nadále převládat, a proto očekáváme pokračování růstu českých, zejména delších, výnosů (a tedy pokles cen českých státních dluhopisů).

### 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 prazádnou 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. Ve výsledku tak očekáváme pokračující růst výnosů.

### Měny

U kurzu **eura proti dolaru** se po korekci v první čtvrtletí dolar navrátil k trendu oslabování z minulého roku, který byl hnán inflačním narativem. Díky fiskálním stimulům a velmi svižnému tempu vakcinace se odhady letošního tempa růstu a tempa růstu v roce 2022 pro USA zlepšily, pozitivní očekávání nyní sílí i v případě eurozóny. Očekáváme tak, že dolar bude v dalších měsících roku většinu času v defenzivě proti většině hlavních měn včetně eura, zatížen negativními vlivy vyšší současné i budoucí inflace, živěné příliš uvolněnou fiskální i měnovou politikou.

**Koruna** svým posílením v květnu dle nás potenciál pro další posílení již letos vyčerpala. Zlepšení epidemiologické situace, postupný návrat k normálu i 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 velmi 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 mnohem silnější, než jaké vidíme dnes. Postupný návrat ekonomiky do normálu zlotý na silnější úroveň než 4,40 asi nedostane, ale centrální banka by v případě, že se trh nemýlí a že bude nucena k utažení měnové politiky přistoupit rychleji, než co dnes říká, mohla. V hlavním scénáři tak čekáme hodnoty v letošním roce kolem 4,40, v případě, že se centrální banka rozhoupe k akci, však můžeme vidět další posílení znatelně pod tuto hranici.

**Maďarskému forintu** doposud škodila, podobně jako jeho polskému protějšku, centrální banka, která chtěla mermomocí udržet měnovou politiku co možná nejuvolněnější. Obrat v posledním měsíci směrem k jestřábějšímu postoji tak dle nás bude vzpruhou pro forint. Očekáváme tak letos posílení směrem ke hranici 320 forintů za euro.

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 možné růstu korporátních daní, z důvodu lepení vysokých státních deficitů, nebo v geopolitických rizicích. Domníváme se proto, že v aktuálních cenách akcií je již zaceleno 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 13; P/S 1,4; EV/EBITDA 7,6). Nejvyšší růstový potenciál v rámci stredo-evropského 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 15,4; P/S 2,3; EV/EBITDA 17,4). Rozvíjející se Asie je momentálně hospodářským motorem celého světa. HDP Indie by měl podle poslední prognózy Mezinárodního měnového fondu v letošním roce růst o 11 % a HDP Číny o 8 %. 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*