

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ZÁŘÍ 2020

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia	147,9257
Výkonnost za poslední měsíc	-0,69 %



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia	144,5905
Výkonnost za poslední měsíc	0,36 %



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia	129,1663
Výkonnost za poslední měsíc	0,52 %

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Na obou stranách Atlantiku se během září nic výraznějšího nestalo. Německá výnosová křivka během září poklesla, a to za současného snížení sklonu. Na krátkém konci totiž výnosy klesly o cca 2 bb. na -70 b.b., na dlouhém konci pak o 10 b.b. na -52 bb. Ve Spojených státech amerických byly změny ještě menší, doslova nepatrné. Na krátkém konci se totiž výnosy mezi počátkem září a jeho koncem nezměnily (úroveň +13 b.b.), na dlouhém vzrostly o 1,5 b.bodu na 68 b.b. Dluhopisové trhy byly nadále v područí probíhajících ultra volných měnových politik světových centrálních bank, respektive jejich QE programů a prozatím absence silnějších očekávání dlouhodobějších inflačních tlaků.

DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka během září poklesla a, podobně jako německá křivka, snížila svůj sklon. Krátký konec, který se ještě koncem dubna nacházel nad 0,6% (a počátkem ledna dokonce na 1,8%), totiž koncem září klesl na 6 b.b., což bylo oproti konci srpna níže o cca 9 b.b. Dlouhý konec rovněž klesl, a to o 25 b.b. z 1,1% na 0,86%, což ale znamená, že se

v podstatě jen vrátil na hodnotu z konce července. Opadly tak zřejmě inflační obavy, které během srpna vytlačily dlouhý konec až na zmíněných 1,1%. Nárůst zájmu investorů byl dobře patrný v aukcích Ministerstva financí, které nicméně i přesto nabídlo trhu pouze naplánované omezené objemy, což cenám na sekundárním trhu dále pomohlo.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské

dluhopisy

Polská výnosová křivka se během září moc nehýbala. Desetileté polské výnosy během září klesly o 6,5 bodu na 1,3%, dvouleté výnosy pak klesly o 4 b.b. na 0,08%. Jediná část křivky, kde byly pohyby o něco výraznější, byla střední část, kde pětileté i sedmileté výnosy klesly o 13-14 b.b. na 0,6 resp. 1%.

Ukrajinské
dluhopisy

Vývoj ekonomických fundamentů na Ukrajině je i nadále silně ovlivňován virovou pandemií. Propad hrubého domácího produktu ve druhém čtvrtletí byl větší, než původní předpoklady a aktuální vývoj předstihových ukazatelů v kombinaci s rozvolňováním hygienických opatření a opětovným nárůstem počtu nových případů dává tušit, že zlepšování bude jen velmi pozvolné. Pro další vývoj bude zásadní konečná podoba státního rozpočtu, jehož plánovaný deficit není v souladu s požadavky Mezinárodního měnového fondu. Nicméně probíhá vyjednávání, které by mělo přinést určité změkčení požadavků tak, aby reflektovaly dopady pandemie a dosáhlo se tak uvolnění schválených prostředků ze strany MMF. Pro to bude dále zásadní posouzení protikorupčních opatření, jejichž tempo v poslední době výrazně ubralo z nastaveného reformního kurzu. Stejně tak se ukrajinským představitelům nedaří zabezpečit o nezávislosti centrální banky, v jejíž bankovní radě nadále probíhá výměna původních proreformních členů. Uvolnění financování ze strany MMF tak v letošním roce není vůbec jisté.

Firemní dluhopisy

Vývoj na kreditním trhu byl v září klidný, i když se už neopakovalo zlepšování, které jsme pozorovali v předcházejících měsících.

Korporátní dluhopisy investičního stupně denominované v euru během září dále vzrostly, ale jenom velmi mírně: změna tzv. total return indexu dosáhla +0,08% (u spekulativních dluhopisů došlo u stejného ukazatele k poklesu o 0,6%). U dolarových instrumentů byl vývoj negativní – u investičního stupně poklesl o 0,33%, u spekulativního stupně o 1,25%.

U kreditních premií CDS kontraktů byl vývoj také rozdílný u spekulativních a investičních dluhopisů. U kreditních premií investičních korporací došlo dle indexu Markit iTraxx Europe

k růstu o 9,6% (byl to první růst těchto premií od března). U spekulativního stupně klesly premie o 1,7%, oproti hodnotě z konce února jsou však stále o 30% výš).

Celkově zůstává segment evropských korporátních dluhopisů pod silným vlivem ECB. Ta stabilně udržuje týdenní nákupy v rámci svého programu CSPP mezi 1 a 2 mld. EUR. Za září nakoupila téměř 7.5 mld. EUR, což byl nejvyšší objem od května 2017.

AKCIE Globální trhy

Na globálních akciových trzích proběhlo menší vybírání zisků, když nejširší globální akciový index MSCI All Country World odepsal 3,4 %. V průběhu září jsme se nedočkali výraznějších kurzotvorných zpráv jak na straně jednotlivých společností, tak na straně ekonomických ukazatelů. Investoři tak využili růstu akciových trhů z předešlých měsíců a uzavřeli část zisků. Nejvíce tak

v USA korigovaly sektory technologií nebo energetiky. V Evropě se navíc po skandálu s praním špinavých peněz nedařilo ani sektoru bank, dále pak cestovního ruchu a technologií. Dobře se naopak vedlo sektoru spotřebitelskému a užití. Americký akciový index S&P 500 v září meziměsíčně klesl o 3,9 %, evropský index DJ STOXX 600 o 1,5 % a japonský index Nikkei 225 vzrostl mírně o 0,2 %.

Drobná korekce se nevyhnula ani akciím na rozvíjejících se trzích, když v září souhrnný index MSCI Emerging Markets USD odepsal 1,8 %. Zaznamenaly tak první ztrátový měsíc od března, kdy vrcholila koronavirová panika. Čínské akcie si po silném růstu vybraly slabší měsíc, do popředí se opět dostaly možné restriktce ze strany USA na čínské technologické firmy (Huawei) a zavedení zákazů používání aplikací TikTok a WeChat. Indické akcie také odepisovaly, i když výrazně méně. Schválené vládní reformy (v oblasti zemědělství a trhu práce) vnímali investoři pozitivně. Ztrátám se nevyhnuly v září ani ruské či brazilské akcie. Naopak dobrých výsledků dosáhly korejské, mexické či akcie na Taiwanu. Nadále tak platí, že situace je napříč různými regiony značně odlišná.

Akcii z regionu střední Evropy se také nedařilo. Místní trhy mají relativně vyšší váhu bankovního sektoru, kterému se v září nedařilo. Na burze v Praze předvedly dobrou výkonnost akcie CME, u kterých se spekuluje na blížící se podání nabídky na odkup akcií ze strany PPF. Akcie všech bank, včetně pojišťovny VIG, skončily ve ztrátách. Pro bankovní sektor to stejné platilo i pro zbylé země regionu a to Polsko, Maďarsko nebo Slovinsko. V Polsku navíc ztrácely sektory spotřebitelský a energií (dáno propadem cen surové ropy a zároveň rafinérských a petrochemických marží). Pozitivní výkonnost předvedly akcie telekomunikační společnosti Play, a to z důvodu nabídky na odkup 100% akcií francouzskou telekomunikační firmou Iliad. Akciím užití se vedlo dobře na základě představených obrysů transformace polské výroby elektřiny směrem k udržitelným zdrojům, možného financování a rozdělení stávajících polostátních společností. Zajímavou událostí bylo polské IPO e-commerce společnosti Allegro, která je lídrem (tržní podíl 36%) on-line prodeje v Polsku. Společnost byla oceněna 44mld polských zlotých, což z ní činí největší obchodovanou společnost na polské burze. Závěrem měsíce proběhlo IPO také na pražské burze, společnosti Česká zbrojovka. Jedná se o necyklickou společnost s kontinuálně rostoucími tržbami, kvalitními výrobky, dobrým managementem a zdravou kapitálovou strukturou. Český akciový index PX meziměsíčně ztratil 3,9 %, polský index WIG 30 klesl o 5,2 %, maďarský index BUX 5,5 % a pouze rumunský index BET se dokázal udržet v pozitivním pásmu 0,1 %.

MSCI World Index



Středoevropské trhy

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci poklesla o 0,69 %. Na trzích došlo k drobné korekci, způsobené pravděpodobně výběrem zisků. Z důvodu zejména rostoucího počtu nakažených koronavirem po celém světě, blížícími se prezidentskými volbami v USA roste mezi investory stále více nejistota, a právě to mohlo být důvodem výběru zisků a tím způsobené korekce na většině světových trhů. Nadále podporujícím efektem pro trhy zůstává extrémně uvolněná měnová politika hlavních centrálních bank.

V průběhu tohoto měsíce jsme se rozhodli kvůli rostoucí nejistotě na trzích snížit proporcionálně akciovou expozici v portfoliích a strategicky vybrat další část zisků. Peníze ze snížení akciové expozice jsme částečně přesunuli do alternativního fondu, který stále nabízí poměrně slušné zhodnocení a částečně do krátkodobých investic, které v případě hlubší korekce na trzích umožňují rychlou reakci a využití potenciálních investičních možností.

Výkonnost fondů byla během tohoto měsíce smíšená. Opět se poměrně dobře dařilo fondům zaměřeným na Japonsko.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					3,35%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,37%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	-0,08%	-0,08%	0,98%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					4,65%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,42%	0,42%	2,79%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,32%	0,32%	1,86%
Dluhopisové fondy - ostatní					2,77%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,54%	0,54%	2,77%
Fondy alternativních investic					4,62%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,55%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	-2,75%	2,95%	2,07%
Akciové fondy					87,15%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-2,25%	-2,25%	11,97%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-2,38%	3,34%	6,19%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,84%	4,97%	5,23%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	3,13%	7,06%	5,23%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,14%	4,65%	5,17%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-2,80%	0,91%	4,67%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-3,02%	2,66%	4,54%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-3,80%	1,84%	4,38%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-5,05%	0,51%	3,60%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,25%	6,12%	3,09%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	2,50%	6,41%	2,92%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	0,41%	4,24%	2,87%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-2,37%	3,35%	2,86%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	-0,61%	3,18%	2,84%
NN (L) EURO Equity I Cap	Evropa	EUR	-0,99%	2,79%	2,82%
NN (L) European Equity I	Lucembursko	EUR	-1,56%	2,20%	2,82%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	-5,76%	-0,24%	2,42%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	6,74%	13,23%	2,36%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	2,64%	8,88%	2,28%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	1,04%	6,96%	2,19%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	-4,28%	-0,63%	2,15%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-1,79%	3,96%	1,64%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	6,08%	12,53%	1,00%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	0,59%	6,71%	0,96%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	-1,34%	4,44%	0,95%
OSTATNÍ					-2,54%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci vzrostla o 0,36%. Na trzích došlo k drobné korekci, způsobené pravděpodobně výběrem zisků. Z důvodu zejména rostoucího počtu nakažených koronavirem po celém světě, blížícími se prezidentskými volbami v USA roste mezi investory stále více nejistota, a právě to mohlo být důvodem výběru zisků a tím způsobené korekce na většině světových trhů. Nadále podporujícím efektem pro trhy zůstává extrémně uvolněná měnová politika hlavních centrálních bank. Na dluhopisových trzích byla situace klidnější a dluhopisové fondy spíše lehce pomohly výkonnosti portfolia.

V průběhu tohoto měsíce jsme se rozhodli kvůli rostoucí nejistotě na trzích snížit proporcionálně akciovou expozici v portfoliích a strategicky vybrat další část zisků. Peníze ze snížení akciové expozice jsme částečně přesunuli do alternativního fondu, který stále nabízí poměrně slušné zhodnocení a částečně do krátkodobých investic, které v případě hlubší korekce na trzích umožňují rychlou reakci a využití potenciálních investičních možností.

Výkonnost fondů byla během tohoto měsíce smíšená. Opět se poměrně dobře dařilo fondům zaměřeným na Japonsko.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					11,59%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,21%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	-0,08%	-0,08%	9,39%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					35,25%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,42%	0,42%	21,18%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,32%	0,32%	14,08%
Dluhopisové fondy - ostatní					9,12%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,54%	0,54%	6,79%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-0,25%	5,59%	2,33%
Fondy alternativních investic					4,58%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,55%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	-2,75%	2,95%	2,03%
Akciové fondy					40,48%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-2,25%	-2,25%	5,58%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-2,38%	3,34%	2,85%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,14%	4,65%	2,42%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,84%	4,97%	2,42%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	3,13%	7,06%	2,42%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-2,80%	0,91%	2,15%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-3,02%	2,66%	2,10%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-3,80%	1,84%	2,08%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-5,05%	0,51%	1,71%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,25%	6,12%	1,42%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	2,50%	6,41%	1,35%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	0,41%	4,24%	1,32%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-2,37%	3,35%	1,32%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	-0,61%	3,18%	1,31%
NN (L) EURO Equity I Cap	Evropa	EUR	-0,99%	2,79%	1,30%
NN (L) European Equity I	Lucembursko	EUR	-1,56%	2,20%	1,30%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	-5,76%	-0,24%	1,15%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	6,74%	13,23%	1,09%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	2,64%	8,88%	1,05%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	1,04%	6,96%	1,01%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	-4,28%	-0,63%	0,99%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-1,79%	3,96%	0,76%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	6,08%	12,53%	0,46%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	-1,34%	4,44%	0,45%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	0,59%	6,71%	0,44%
OSTATNÍ					-1,02%

Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc klesla o 0,52 %. Vývoj na dluhopisových trzích byl podobně jako v červenci a srpnu ve znamení zklidňující se situace. Lehký růst byl způsoben spíše odklonem od rizikovějších aktiv, u kterých stále více roste nejistota investorů, do bezpečnějších aktiv, zejména tedy dluhopisů. U korporátních dluhopisů se situace také zklidnila, avšak růst, jenž zaznamenaly v minulých měsících, se neopakoval.

Část portfolia alokovaná do akcií a alternativních investic tento měsíc (po dlouhé době) snižovala výkonnost portfolia.

V průběhu tohoto měsíce jsme se rozhodli kvůli rostoucí nejistotě na trzích snížit proporcionálně akciovou expozici v portfoliích a strategicky vybrat další část zisků. Peníze ze snížení akciové expozice jsme částečně přesunuli do alternativního fondu, který stále nabízí poměrně slušné zhodnocení a částečně do krátkodobých investic, které v případě hlubší korekce na trzích umožňují rychlou reakci a využití potenciálních investičních možností.

Výkonnost fondů byla během tohoto měsíce smíšená. Lehce pozitivně svou výkonností opět přispěl fond zaměřený na japonský trh.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					27,78%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,21%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	-0,08%	-0,08%	25,57%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					55,91%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,42%	0,42%	33,59%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,32%	0,32%	22,32%
Dluhopisové fondy - ostatní					6,80%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,54%	0,54%	5,07%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-0,25%	5,59%	1,73%
Fondy alternativních investic					4,61%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,59%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	-2,75%	2,95%	2,02%
Akciové fondy					5,00%
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-1,74%	4,02%	1,63%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-2,25%	-2,25%	0,70%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-3,02%	2,66%	0,47%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-3,80%	1,84%	0,47%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	-0,61%	3,18%	0,46%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-2,80%	0,91%	0,45%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	0,78%	6,91%	0,36%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	2,50%	6,41%	0,17%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-2,37%	3,35%	0,16%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	-5,76%	-0,24%	0,14%
OSTATNÍ					-0,10%

DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Na jedné straně extrémní emisní aktivita vlády, která letos vytvoří zhruba 500 miliardový deficit (a v příštím roce to bude o jen max o 100 mld. lepší), a persistentně vysoká domácí inflace, na straně druhé pokles sazeb ČNB na nulu, extrémní uvolňování měnové politiky v Eurozóně, domácí bankovní sektor ve výrazném přebytku likvidity a komerční banky, které v čase koronavirové nejistoty preferují půjčovat státu než půjčovat obyvatelům či firmám. Potřeba státu financovat se na dluhopisovém trhu tak zůstane po delší dobu výrazně zvýšená. V českých poměrech to sice nemusí nutně automaticky znamenat okamžitý nárůst požadovaných výnosů (pokles cen), dle našeho názoru je to však klíčový rizikový faktor ve scénáři déletrvajících recese. V tomto ohledu nesmíme také zapomínat na přetrvávající vysoký (a v rámci CEE regionu i historicky výrazně nadprůměrný) podíl držby českých státních dluhopisů zahraničními investory (téměř 35% celkového objemu), jež v případě zhoršení tržního sentimentu či vnímaného makroekonomického fundamentu ČR může vést k turbulencím na trhu a i k rozsáhlým cenovým ztrátám vládních dluhopisů.

Co se týče měnové politiky ČNB, dle poslední kvartální prognózy a komentářů členů bankovní rady lze nadále očekávat stabilitu sazeb, jejich další (kosmetické) snížení spíše není pravděpodobné, stejně tak, jako použití nekonvenčních nástrojů na další ekonomickou stimulaci, byť akcelerující druhá vlna pandemie toto riziko zvyšuje. Později nicméně, se stabilizací epidemie očekáváme vyšší sazby zhruba v souladu s prognózou ČNB (2. pololetí 2021), a to v důsledku vyšší realizované inflace a též silnějšího ekonomického oživení. Ze zahraničí, tedy zejména z EMU, v nejbližší době silný tlak na růst obligačních výnosů spíše nepřijde, neboť těmito tendencím bude bránit Evropská centrální banka navýšeným programem nákupů vládních dluhopisů. Podtrženo sečteno, byť výsledkem v nejbližších měsících může být relativní stabilita českých výnosů na nízkých úrovních, postupně dle našeho názoru převládnu tendence směrem k vyšším požadovaným výnosům a výnosová křivka bude zvyšovat svůj sklon růstem středně- a zejména dlouhodobých výnosů. Později by se měla celá posouvat vzhůru.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Podobný výhled platí i pro Polsko. I Polsko je málo zadlužená ekonomika se zdravými fundamenty a centrální bankou, která navíc, pro mnohé celkem překvapivě, snížila sazby až na nulu. Tlak na růst výnosů tak zevnitř Polska může, nicméně, začít přicházet při scénáři ekonomického zotavení a přetrvávající zvýšené inflace, která se již dostala do viditelného kontrastu s extrémně (na polské poměry) uvolněnou měnovou politikou. Nízké výnosy v Eurozóně budou nicméně výraznější růst polské křivky pravděpodobně tlumit.

Měny

Vývoj kurzu eura proti dolaru byl v červenci překvapivý, v srpnu nudný, v září pak dle očekávání. Oslabení dolaru v červenci směrem k 1,20 bylo primárně taženo spekulacemi na změnu strategie měnové politiky Fedu, které se následně potvrdily. Působení tohoto faktoru by mohlo mít trvalejší negativní dopad na hodnotu kurzu dolaru, tížit by jej v dalším období měly také extrémně nepříznivý fiskální vývoji v USA a politická nejistota v souvislosti s prezidentskými volbami. V důsledku tak očekáváme, že tendence ke slabšímu dolaru by měla v dalších měsících pokračovat.

Koruna je po zářijovém oslabení opět moc slabá. Lepší růst (ve srovnání s EMU) a – hlavně – vyšší inflace by měly poté, co se trochu zploští epidemiologická křivka, postupně vést k návratu koruny směrem k úrovni 26 CZK/EUR v první polovině 2021. Ano, koruna bude i nadále zranitelná (přece jen, stále je v ní spousta zahraničních investorů), ale nemělo by se (už jenom proto, že se nejedná o takový šok, jako na jaře) ani v případě dalšího zhoršení situace opakovat jarní oslabení až na dohled 28 korunám za euro. Koruna by se měla ještě do konce roku vrátit na mírně silnější úroveň, v roce 2021 pak dále posílit.

Polskému zlotému by z fundamentálního hlediska svědčily hodnoty mnohem silnější, než jaké vidíme dnes. Zhoršená situace kolem koronaviru, absence berliček v podobě vyšších reálných sazeb však budou polskému zlotému bránit ve výraznějším posílení. Ze stávajících hodnot očekáváme do konce roku pouze návrat k hranici 4,40.

Maďarskému forintu uškodil výrazný propad ekonomiky ve 2Q20, který byl mnohem horší než v Polsku, v ČR nebo i jinde v Eurozóně. I když dle měsíčních dat ekonomika solidně ožívuje, nestačilo to ve světle vysoké inflace (ergo, nízkých reálných úrokových sazeb) na to, aby forint při zhoršení epidemiologické situace neztratil půdu pod nohama. Zásah centrální banky v podobě zvýšení depozitní sazby nejspíše bude stačit na to, aby forint dále neoslaboval, ale zda jej dokáže posílit je nejisté. Makroekonomické oživení by však mělo forint vrátit aspoň pod 350 do konce roku.

Globální akciové trhy

Situace ohledně nemoci COVID19 se za uplynulý měsíc celosvětově výrazně nezměnila, avšak v evropských zemích postupně dochází k nárůstu počtu nově nakažených. Akciové trhy, v měsíci září, bez větších kurzotvorných zpráv uzavřely část dříve nabytých zisků. K tomuto kroku pravděpodobně vedly důvody jako blížící se volby amerického prezidenta, geopolitické problémy v různých místech světa, narůstající zadlužení vlád a korporací, nepredikovatelná situace ohledně vývoje nemoci COVID 19 v zimních měsících a mnoho jiného. Proto jsme na **akciové trhy z krátkodobého horizontu opatrní**. Negativní výkonnost očekáváme především od amerických společností, zvláště pak těch obsažených v technologickém indexu Nasdaq. V následujících měsících tak očekáváme výkonnostní zaostávání růstových společností a lepší výkonnost hodnotových akcií, jako například bankovního sektoru, průmyslu nebo ropy a plynu. To by znamenalo lepší regionální výkonnost akcií obchodovaných na evropských a rozvíjejících se trzích a horší výkonnost amerických akcií. Obecně se několika měsíční růst globálních akciových trhů v následujících měsících a letech projeví v nižší očekávané průměrné roční zhodnocení, včetně dividend, zhruba okolo 5 %. Nepříznivým faktorem pro akcie je negativně dynamika globálních korporátních zisků, jejichž meziroční pokles ke konci září činil 29 %. Nicméně klíčová je podle nás pokračující masivní podpora hlavních centrálních bank a vládních balíčků. Růst ziskových ukazatelů korporací by se měl výrazněji dostavit až v posledním čtvrtletí letošního roku.

Zaostávání středoevropské regionu a atraktivní hodnotové ukazatele pravděpodobně povedou k dobré výkonnosti v horizontu jednoho roku. Nejvyšší růstový potenciál v rámci středoevropského regionu nyní vidíme především u slovinských a českých akcií. Silné propady způsobené šířením COVID 19 dle nás ve střednědobém horizontu poskytují zajímavé investiční příležitosti. Místní trhy se vyznačují vysokými dividendovými výnosy (pro rok 2020 nebude platit) a relativně nízkým zadlužením. Bankovní tituly pak vysokou kapitalizací, dobrou ziskovostí vlastního kapitálu a úrokovou marží. U polského akciového trhu nadále vidíme rizika ve vysokém zastoupení státu v podílech mnoha společností, což často vede k výměnám managementu, nevhodným akvizicím nebo neefektivnímu řízení mnohdy bez ohledu na cíle minoritních akcionářů. Pozitivní však jsme na polské společnosti ze spotřebitelského sektoru a některé banky, jež dle našeho názoru mají mnoho negativních událostí již v cenách akcií obsaženy. Z hodnotového pohledu se nám líbí mnoho slovinských společností. Zajímavou investiční příležitost vidíme v nedávném IPO České zbrojovky, kdy se jedná o dobře řízenou společnost, s kvalitními výrobky, rostoucím tržním podílem a zdravou kapitálovou strukturou.

Anne-Françoise Blüher

Adam Šperl

Šimon Schloff

Portfolio managers