

## ERGO pojišťovna

## ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC PROSINEC 2021

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



### Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia

**187,1589**

Výkonnost za poslední měsíc

**2,73 %**



### Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia

**160,4952**

Výkonnost za poslední měsíc

**0,72 %**



### Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia

**132,6706**

Výkonnost za poslední měsíc

**-0,21 %**

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

### DLUHOPISY – USA, EMU

Během prosince americká výnosová křivka proti konci listopadu snížila svůj sklon za současného růstu výnosů. Výnosy na krátkém konci (dvouletá splatnost) vzrostly z 0,55 % na 0,75 %, na dlouhém konci však přidaly jen zhruba 10 b.b. (z 1,45 % na 1,55 %). Ohlášení urychlení taperingu ani vyšší očekávané utážení měnové politiky, které FED rovněž v poslední prognóze naznačil, s výnosy nic zásadnějšího neudělalo.

Na německých vládních dluhopisech jsme viděli mírný paralelní posun křivky nahoru. Dvouletý výnos vzrostl o 12 b.b. a vrátil se tak na -0,6 %, desetiletý výnos vzrostl o 15 b.b. na -0,2 %. Byl to tedy v podstatě návrat na hodnoty z října 2021.

### DLUHOPISY ČR

**Česká výnosová křivka poté, co během listopadu přešla do inverze, svůj inverzní sklon během prosince 2021 dále zvýšila.** Další růstu sazeb ČNB v prosinci zvednul krátký (dvouletý) konec z 3,05 % koncem listopadu na 3,65 % koncem prosince, na střední části křivky vzrostly (pětileté) vládní výnosy o 45 b.b. na 3,3 % a na dlouhém konci desetileté výnosy o 30 b.b. na 2,9 %. Ceny vládních dluhopisů tak napříč splatnostmi

v posledním měsíci roku svorně klesaly, a uzavřely tak pro trh českých státních obligací značně negativní rok. V tom se musely vyrovnat s kumulativním nárůstem měnověpolitických sazeb ČNB z 0,25% na 3,75% a očekáváním pokračování tohoto cyklu i v roce 2022. Výsledkem byla celoroční ztráta ve výši bezmála 10% (-9,7%), měřeno indexem Bloomberg Czech Govt All – největší v historii sahající 22 let nazpět a dvojnásobná proti dosavadní rekordní roční ztrátě.

Bloomberg Barclays Czech Index



### DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

#### Polské dluhopisy

**Polská křivka během prosince výnosově narostla.** Vlivem dalšího růstu sazeb polské centrální banky a vlivem inflace, která živí obavy trhu, že další rychlý růst sazeb bude následovat, narostly výnosy na všech splatnostech – dvouleté na 3,4 % (+50 b.b. oproti konci listopadu), pětileté na 4 % (+75 b.b.) a desetileté na 3,65 % (+55 b.b.).

#### Ukrajinské dluhopisy

Ukrajinská ekonomika se ani ve třetím kvartále plně nevymanila z probíhající pandemie a zejména vlivem nižšího výkonu zemědělského sektoru, který stahoval komoditní export, zůstala za očekávaným růstem. Nepomohlo ani schválení nové legislativy podporující nezávislost centrální banky, prodloužení spolupráce s Mezinárodním měnovým fondem včetně uvolnění části financování a lepší inflační vývoj. K probíhající pandemii se přidalo rostoucí geopolitické napětí na hranicích s Ruskem. Již několikáté letošní navyšování počtu ruských vojáků v hraničních oblastech na úroveň přesahující sto tisíc mužů a zostřování rétoriky ruských politiků vedlo k pokračujícímu poklesu cen ukrajinských aktiv. Rusko soustavně zvyšuje svůj tlak v mezinárodních vztazích (např. i snahou o zprovoznění plynovodu Nord Stream 2 a přiživování uprchlické krize na evropsko-běloruských hranicích) a využívá hrozbu vojenské operace na Ukrajině pro to, aby přimělo vrcholné politiky k upuštění od myšlenky jejího plného začlenění do struktury NATO. Výnosy ukrajinských dluhopisů tak opět mírně vzrostly. Ukrajinská měna se po listopadovém oslabení mírně uklidnila, konec roku nicméně zakončila na slabších úrovních.

#### Firemní dluhopisy

Na trhu korporátních dluhopisů v Eurozóně i v USA byl v prosinci s výjimkou korporátních dluhopisů spekulativního stupně denominovaných v dolarech vývoj nudný – u tzv. total return indexu (TRI) nedošlo k prakticky žádným změnám. U dolarových instrumentů spekulativního

stupně zaznamenal TRI po dvou předcházejících měsících poklesu (o 0,4 % v říjnu a o 1,1 % v listopadu další pokles) v prosinci růst o 2,1 %.

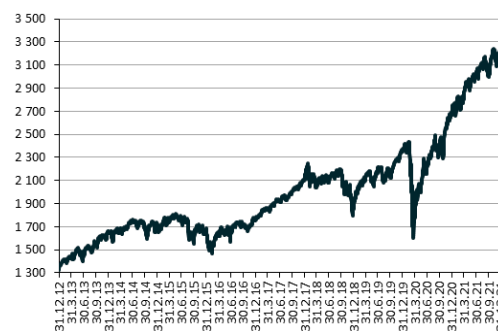
V posledních dvou měsících došlo k růstu vnímání rizika na trhu, a to jako důsledek obav ze silící pandemie a silící inflace. U investičních dluhopisů denominovaných v EUR narostly prémie o 17,6 % v listopadu a o 4,8 % v prosinci, u spekulativních dokonce o 27,6 % v listopadu (a svým poklesem o 1,7 % v prosinci na celkovém růstu nic nezměnily). Je tak až s podivem, že se dluhopisové výnosy nezměnily přece jenom více.

## AKCIE

### Globální trhy

Akciovým trhům se v prosinci dařilo (globální index MSCI All Country World +3,9 %). Za dobrou měsíční výkonností byla spíše setrvačnost pozitivního trendu z celého roku. Mnoho důležitých kurzotvorných informací nebylo zveřejněno. Pro akcie teoreticky negativní oznámení amerického FEDu o dřívějším utahování měnové politiky převážily informace ohledně méně závažné varianty Omicron a postupné proočkování. Středoevropské trhy se vezly s globálními trhy a také si připsaly slušné +4,4 % zhodnocení (index CECEEUR).

MSCI World Index



### Roční zhodnocení

Globální akciové trhy si v roce 2021 připsaly vysoké 16,8 % zhodnocení, měřeno globální akciovým indexem MSCI All Country World. Z hlavních trhů se nejvíce dařilo USA, neboť hlavní americký akciový index S&P 500 posílil o 27 %. Dobrou výkonnost vykázal také středoevropský region, index CECEEUR +21,9 %.

Za vysokými zisky bylo mnoho faktorů. Investoři oceňovali každý kvartál lepší než očekávané výsledky hospodaření společností v USA i Evropě. Překonání odhadů analytiků bylo vždy napříč téměř všemi sektory, včetně největších společností jako Apple, Google nebo Microsoft. Dobrá nálada panovala také kvůli probíhajícímu očkování proti nemoci COVID-19 a zvládnutelnému počtu hospitalizací. Data ohledně očkování potvrzovala klesající počet nově nakažených, vážných případů nebo úmrtí. Právě to vedlo k silným očekáváním ekonomického oživení v následujících měsících. Ze stran centrálních bank v Evropě, USA i Japonska jsme po většinu roku nadále slyšeli potvrzující vyjádření ohledně setrvání uvolněných měnových podmínek skrze nízké úrokové sazby a nákupy dluhopisů a to i přes zvyšující se inflační tlaky. Americké i evropské ekonomice se dařilo dobře, zvláště pak pracovnímu trhu. Americký senát navíc schválil infrastrukturní balíček ve výši 1000 mld USD, v Evropě byla částka dvojnásobná.

Dobře se také vedlo akciím společností obchodovaných na středoevropských burzách. Oproti vyspělým trhům v Evropě byl za lepší výkonností místních trhů především vyšší podíl bankovních titulů. Rostoucí inflační tlaky vedly k zvyšování úrokových sazeb centrálními bankami, což by mělo mít pozitivní vliv na úrokové výnosy komerčních bank. Zároveň očekávání vysokých dividend se promítla do dobré výkonnosti akcií bank: Erste Bank (+55 %), Komerční banka (+42 %), OTP (+24 %), Nova Ljubljanska Banka (+66 %), atd. Rostoucí ceny silové elektřiny prospívaly akciím ČEZ (+61 %). Dobré výsledky hospodaření po akvizici Coltu a optimistický výhled do budoucích měsíců znamenalo vynikající zhodnocení pro akcie Česká Zbrojovka (+73 %).

V Polsku se výrazně nedařilo on-line tržišti Allegro (-54 %), kupci české společnosti Mall, které se zvyšuje konkurence v podobě expandujícího Amazonu a AliExpress. Nedařilo se ani herním

společnostem, které po dobré výkonnosti v roce 2020 zažily v roce 2021 výrazné korekce. Těžař mědi KGHM z důvodu zpomalující ekonomiku Číny ztratil 24 %. Ve skvělé jízdě pokračovaly akcie rumunské skupiny zdravotních zařízení MedLife (+113 %) a producenta vína Purcari (+35 %). K nim se přidaly i akcie banky BRD(+19 %).

Rozvíjejícím se akciovým trhům se v uplynulém roce nedařilo. Primárním důvodem byla dobrá výkonnost v roce 2020 a to na základě lepšího se vypořádání s nemocí COVID 19 v Číně. Po proočkování vyspělých zemí se zlepšujícími se výhledy na ekonomickou aktivitu docházelo k uzavírání zisků na asijských akciových trzích. Zároveň v druhé polovině roku přišly propady na základě obav ohledně jednoho z největších čínských developerů Evergrande, který nebyl schopen dostát svým závazkům. Investoři se samozřejmě báli negativního rozšíření na další společnosti a do ekonomiky, což vedlo k dalším propadům akcií. Čínský akciový index CSI300 tak meziročně ztratil -5,2 %. Nedařilo se ani akciím v latinské Americe nebo Turecku, kde se prezident Erdogan snaží implementovat pojetí vlastní ekonomické teorie, jež vedla k meziročnímu znehodnocení turecké liry k USD o 79 %. Z rozvíjejících se trhů se tak dařilo pouze komoditně orientovanému ruskému trhu (index RTS\$ +15 %).

Akcie na rozvíjejících se trzích také zakončily rok na pozitivní notě, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD připsal v prosinci 1,62 %. Za celý rok však ztratil 4,6 %, a výrazně tak zaostal za rozvinutými trhy či středoevropskými akciemi. Čínským akciím pomohla v posledním měsíci v roce tamní centrální banka, která se několika cílenými opatřeními (např. snížení min. rezerv) snažila podpořit ekonomiku. Podpora se očekává také na fiskální straně. Index CSI 300 (A-Shares) připsal 2,2 % (za celý rok -5,2 %). Lehce v mínusu naopak skončily akcie v Hong-Kongu, což je důsledkem pokračujícího tlaku na technologické akcie a také obav z varianty Omicron. O necelých 5 % pak vzrostly akcie v Koreji a Taiwanu. Úspěšný rok podtrhly indické akcie: v prosinci + 2 %, za celý rok pak + 22 %. Dařilo se rovněž Latinské Americe, obzvláště mexickým akciím. Turecké akcie se po dramatickém listopadovém propadu stabilizovaly (+4,2 %), ekonomika však nadále čelí velmi vysoké inflaci a nevolí centrální banky zvyšovat úrokové sazby. Napětí na rusko-ukrajinských hranicích se podepsalo na ruských akciích, jež odepisovaly 2,6 %.

## STRUKTURA PORTFOLIÍ

### Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci vzrostla o 2,73 %. Akciové trhy se v prosinci nesly v pozitivním duchu celého uplynulého roku. Investory zřejmě uklidnily nové zprávy týkající se varianty Omicron. I přes rychlejší šíření mutace se zdá, že průběh onemocnění je mírnější než u předchozích variant. Opačným signálem pro investory byl výsledek prosincového zasedání FEDu, který se rozhodl přitvrdit v boji s inflací trojitým zvýšením úrokových sazeb v roce 2022 a dalším zmírněním kvantitativního uvolňování. Výbornou výkonností se může pochlubit Latinská Amerika, kterou táhlo především Mexiko. Naopak ruské akcie si prošly nepříjemným propadem kvůli napjaté situaci na rusko-ukrajinských hranicích. V prosinci jsme dále navýšili naši akciovou expozici prostřednictvím investic do fondů sektorově zaměřených na těžbařské společnosti a drahé kovy. Tyto sektory momentálně považujeme za podhodnocené a podinvestované, navíc by nám měly poskytnout ochranu před inflací. Na prosincovém zasedání ČNB došlo k dalšímu zvýšení úrokových sazeb, což vedlo k posílení koruny vůči všem měnám v našem portfoliu, měnové zajištění tedy působilo na výkonnost portfolia pozitivně.

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>6,34%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,15%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	-0,27%	-0,27%	4,19%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>3,91%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,56%	-0,56%	2,34%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	-0,11%	-0,11%	1,57%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>2,94%</b>
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,14%	0,14%	1,77%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,20%	0,20%	1,17%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>6,56%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,22%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	5,30%	2,89%	2,34%
<b>Akciové fondy</b>					<b>79,22%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	1,55%	1,55%	10,97%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	5,17%	2,76%	3,71%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	5,05%	2,65%	3,70%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	6,57%	4,13%	3,69%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,92%	-1,39%	3,59%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,38%	-0,94%	3,55%
BNP Paribas ASIA ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-0,51%	-3,10%	3,53%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	8,22%	5,74%	3,32%
BGF World Mining I2	Globální	USD	6,88%	4,43%	3,31%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	2,41%	0,07%	3,21%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	2,29%	-0,05%	2,67%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	5,82%	3,06%	2,52%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	5,01%	2,27%	2,49%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	4,15%	1,44%	2,49%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	5,90%	3,14%	2,40%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	4,35%	1,63%	2,36%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	5,86%	3,10%	2,30%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	5,01%	2,27%	2,28%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	3,62%	1,25%	2,28%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	4,95%	2,55%	2,01%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	0,76%	-1,55%	1,75%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	1,27%	-1,05%	1,73%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	0,40%	-1,90%	1,64%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	2,94%	-1,40%	1,30%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	1,52%	-2,76%	1,28%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	3,65%	1,28%	1,22%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	-3,57%	-6,08%	0,91%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	3,76%	1,39%	0,76%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	0,61%	-1,69%	0,73%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	2,44%	-1,88%	0,56%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	2,50%	-1,82%	0,56%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	2,56%	-0,11%	0,41%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>1,03%</b>

## Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci vzrostla o 0,72 %. Akciové trhy se v prosinci nesly v pozitivním duchu celého uplynulého roku. Investory zřejmě uklidnily nové zprávy týkající se varianty Omicron. I přes rychlejší šíření mutace se zdá, že průběh onemocnění je mírnější než u předchozích variant. Opačným signálem pro investory byl výsledek prosincového zasedání FEDu, který se rozhodl přitvrdit v boji s inflací trojitým zvýšením úrokových sazeb v roce 2022 a dalším zmírněním kvantitativního uvolňování. Výbornou výkonností se může pochlubit Latinská Amerika, kterou táhlo především Mexiko. Naopak ruské akcie si prošly nepříjemným propadem kvůli napjaté situaci na rusko-ukrajinských hranicích. Dluhopisová část portfolia přispívala spíše zápornou výkonností. V prosinci jsme dále navýšili naši akciovou expozici prostřednictvím investic do fondů sektorově zaměřených na těžbařské společnosti a drahé kovy. Tyto sektory momentálně považujeme za podhodnocené a podinvestované, navíc by nám měly poskytnout ochranu před inflací. Na prosincovém zasedání ČNB došlo k dalšímu zvýšení úrokových sazeb, což vedlo k posílení koruny vůči všem měnám v našem portfoliu, měnové zajištění tedy působilo na výkonnost portfolia pozitivně.

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>19,42%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,01%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	-0,27%	-0,27%	17,41%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>33,24%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,56%	-0,56%	19,92%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	-0,11%	-0,11%	13,32%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>8,00%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,20%	0,20%	4,38%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,14%	0,14%	2,10%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,18%	-1,14%	1,52%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>6,52%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,14%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	5,30%	2,89%	2,38%
<b>Akciové fondy</b>					<b>32,54%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	1,55%	1,55%	4,52%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	5,17%	2,76%	1,54%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	5,05%	2,65%	1,54%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	6,57%	4,13%	1,52%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,92%	-1,39%	1,48%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,38%	-0,94%	1,47%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-0,51%	-3,10%	1,46%
BGF World Mining I2	Globální	USD	6,88%	4,43%	1,36%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	8,22%	5,74%	1,36%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	2,41%	0,07%	1,27%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	2,29%	-0,05%	1,10%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	5,82%	3,06%	1,04%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	5,01%	2,27%	1,03%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	4,15%	1,44%	1,03%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	0,40%	-1,90%	1,02%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	5,90%	3,14%	0,99%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	4,35%	1,63%	0,97%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	3,62%	1,25%	0,96%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	5,86%	3,10%	0,93%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	5,01%	2,27%	0,93%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	4,95%	2,55%	0,83%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	1,27%	-1,05%	0,72%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	0,76%	-1,55%	0,69%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	1,52%	-2,76%	0,53%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	2,94%	-1,40%	0,48%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	3,65%	1,28%	0,48%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	3,76%	1,39%	0,34%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	-3,57%	-6,08%	0,33%
Allianz Japan Equity WT (JPY )	Japonsko	JPY	2,50%	-1,82%	0,24%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	2,44%	-1,88%	0,22%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	2,56%	-0,11%	0,14%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	0,61%	-1,69%	0,04%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>0,28%</b>

## Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc poklesla o 0,21 %. Konzervativní portfolio mělo v prosinci, po předchozím negativním měsíci, marginálně zápornou výkonnost. Na dluhopisových trzích nadále rezonují problémy spojené se zvýšenou a nadále rostoucí inflací, na kterou jsou již dle vlastních prohlášení nuceni reagovat centrální bankéři v USA a Eurozóně utahováním měnových podmínek. ECB je ve své rétorice i nadále pozadu a opatrnější a do utahování se jí moc nechce, zatímco FED se rozhodl začít snižovat měsíční tempo nákupů aktiv ještě rychleji a zřejmě v roce 2022 přijde se zvyšováním úrokových sazeb daleko rychleji, než se původně očekávalo. Rétorika FEDu se však na americké výnosy začala promítat až v druhé polovině prosince, ale k nikterak zásadnímu růstu nedošlo. ČNB byla opět poměrně agresivní a během prosincového zasedání rozhodla o navýšení úrokových sazeb o 1 procentní bod na celkových 3,75 %. Dluhopisové fondy zaměřující se na střeoevropský region tak oproti globálně zaměřeným na výkonnosti zaostávaly.

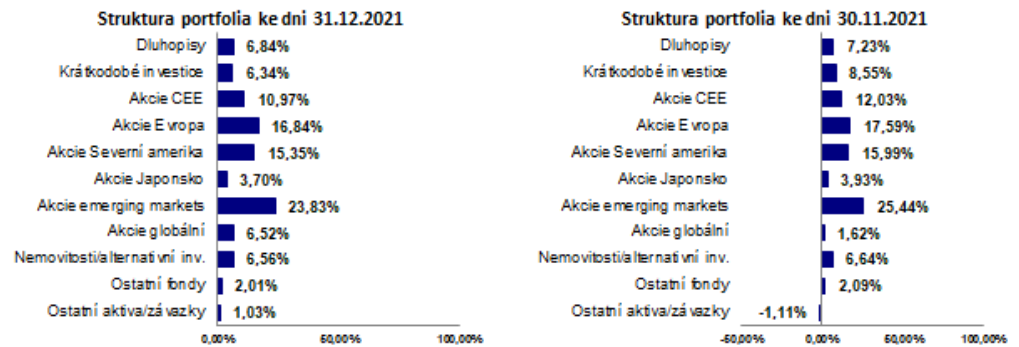
Část portfolia alokovaná do akcií a alternativních investic tento měsíc působila na výkonnost portfolia pozitivně.

V prosinci jsme dále navýšili naši akciovou expozici prostřednictvím investic do fondů sektorově zaměřených na těžbařské společnosti a drahé kovy. Tyto sektory momentálně považujeme za podhodnocené a podinvestované, navíc by nám měly poskytnout ochranu před inflací.

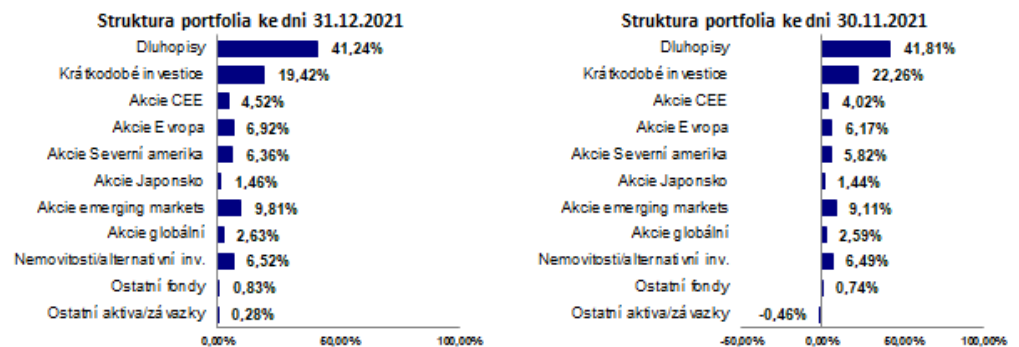
Česká koruna v reakci na rozhodnutí ČNB posílila vůči všem měnám v našem portfoliu, měnové zajištění tedy působilo na výkonnost portfolia pozitivně.

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>29,37%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,99%
Conseq Invest Konzervativní A	Střeoevropský region	CZK	-0,27%	-0,27%	27,38%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>53,39%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Střeoevropský region	CZK	-0,56%	-0,56%	32,02%
Conseq korporátních dluhopisů A	Střeoevropský region	CZK	-0,11%	-0,11%	21,37%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>7,56%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,20%	0,20%	4,14%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,14%	0,14%	2,01%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,18%	-1,14%	1,41%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>6,63%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,21%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	5,30%	2,89%	2,42%
<b>Akciové fondy</b>					<b>3,16%</b>
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	2,35%	0,01%	0,95%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Střeoevropský region	CZK	1,55%	1,55%	0,44%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	5,90%	3,14%	0,34%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	5,01%	2,27%	0,34%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	6,57%	4,13%	0,27%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	5,05%	2,65%	0,26%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	4,37%	-0,03%	0,13%
BGF World Mining I2	Globální	USD	6,88%	4,43%	0,13%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	2,41%	0,07%	0,12%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	3,62%	1,25%	0,09%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	4,95%	2,55%	0,09%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,10%</b>

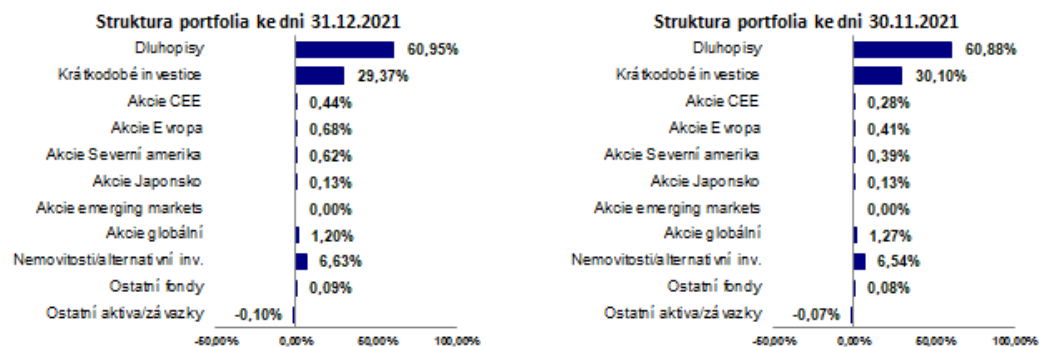
## DYNAMICKÉ PORTFOLIO



## VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



## KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO





## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### České dluhopisy

Na straně faktorů ukazujících na pokračování růstu českých dluhopisových výnosů máme stále nejméně čtveřici důvodů. Zaprvé je zde extrémní emisní aktivita vlády, kdy nová vláda musí pracovat s přebíraným neutěšeným fiskálním stavem. Deficit za prvních jedenáct měsíců přesáhl 400 mld., což z něj činí deficit historicky nejvyšší, pro rok 2022 MF ČR původně plánovalo rozpočet s deficitem 376,6 mld. Nově vznikající vláda připravuje rozpočtovou konsolidaci a již letošní schodek redukovat, manévrovací prostor má však omezený. Jinými slovy, o zásobu dluhopisů se dluhopisový trh obávat zrovna nemusí. Zadruhé, Česká republika vykazuje vysokou inflaci v její poptávkové složce, která je nyní skoro na 8 %. Zatřetí, po dosažení 4,5 až 5 % v únoru 2022 zůstanou sazby ČNB takto vysoké nejméně celý rok 2022, dost možná i v roce 2023. Začtvrté, poptávkové tlaky jsou vysoké v USA a sílí dokonce už i v historicky desinflační Eurozóně, kde jádrová inflace není příliš vzdálená hranice tří procent a trh práce je poblíž předpandemických úrovní. Je tak velmi pravděpodobné, že v roce 2022 jak FED, tak ECB přistoupí k růstu sazeb. Jediným faktorem proti růstu domácích sazeb je snad pouze domácí bankovní sektor nacházející se ve výrazném přebytku likvidity (a tudíž schopen absorbovat i výrazně velké nové emise dluhopisů bez větších problémů). To ale stačit nebude. Proto se domníváme, že české výnosy budou ještě dále růst.

### Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

I polské dluhopisy mají nakročeno k dalšímu růstu. Inflace je vysoko, polská centrální banka s ní bude bojovat ještě déle než ČNB (ta už většinu zvýšení uskutečnila) a vnější vlivy platné pro vývoj dluhopisů v ČR budou platit i pro Polsko. V Polsku se navíc přidává nervozita plynoucí z eskalace vztahů mezi Polskem a EU.

Pozitivem při pohledu na ukrajinská aktiva je schválené financování ze strany IMF. To je, i přes nižší schodek státního rozpočtu vlivem silnějšího výběru daní, pro Ukrajinu stále velmi důležité. S nastupující zimou se nicméně přetrvává špatná pandemická situace a případné restriktce (vzhledem k pomalému tempu očkování) budou na tamní ekonomiku dopadat negativně. Pozitivem pro měnový kurz bude pokračující silný export v důsledku rekordní zemědělské úrovně, podporující vývoj běžného účtu platební bilance. Nutnou podmínkou je nyní nicméně deeskalace geopolitického napětí. Tomu by mělo pomoci bilaterální jednání ruského a amerického prezidenta případně představitelů NATO.

Volatilita turecké liry je i nadále vysoká a dopady do inflačních očekávání či cen výrobních vstupů a dopadů do inflace budou značné a dlouhotrvající. Začátkem ledna byla publikována inflační data za prosinec; meziroční inflace dosáhla 36 %, růst cen ve výrobním sektoru pak těžko uvěřitelných 80 %. Turecké výnosy zůstávají nad dvaadvaceti procenty. Po eliminaci všech oponentů snížení sazeb v bankovní radě i okolí prezidenta Erdogana leží bohužel práh bolesti politických představitelů k tržnímu vývoji nyní velmi vysoko a lze čekat pokračování tohoto neradostného vývoje, bez nejmenší ochoty zvýšit úrokové sazby. Klesající popularita prezidenta Erdogana, který by dle průzkumů nyní ve druhém kole prezidentských voleb neuspěl, pak přinese další populistická opatření a represe opozice.

### Měny

U kurzu **eura proti dolaru** došlo v posledních měsících k přivření inflačního diferenciálu mezi USA a v Eurozónou a centrální banka v USA je utažení měnové politiky mnohem blíže než ECB (byť i ECB se během posledních dvou měsíců roku 2021 posunula blíž ke zpřísnění politiky). To nás vede k přehodnocení očekávání a nyní tak čekáme pro 1. pololetí 2022 oscilaci dolaru mezi 1,10 a 1,15, s riziky spíše ke silnějšímu dolaru.

**Koruna** v roce 2022 posílí setrvale pod hranici 25 korun, ale nedomníváme se, že posílí tak, jak to čeká listopadová prognóza ČNB (posílení na 24 korun ve 2. polovině roku 2022). Proti takovému posílení bude stát trojice faktorů, jež budou českou měnu v rozletu brzdit. Zaprvé, její překoupenost. Koruna je i skoro pět let po ukončení devizových intervencí překoupená. Zahraniční investoři ji totiž nadále drží ve velkých objemech: v říjnu 2020 kupř. zahraniční investoři drželi za 660 mld. korun (tj., 29 % všech) českých státních dluhopisů. Koncem intervencí v dubnu 2017 to bylo 693 mld. korun (40 %), při jejich začátku na podzim 2013 však jen 172 mld. korun (11 %). S každým, byť mírným posílením koruny budou tito investoři chtít

z koruny ven, zejména s ohledem na ztráty, které na českých dluhopisech v posledních měsících utrpěli (pětiletý český dluhopis, jehož výnos byl před rokem pod procentem, je nyní na výnosu 3,3 %). Zadržet, recese. I když se mnoho pozorovatelů tváří, že dramatické utažení měnové politiky z konce roku 2021 odstraní inflaci jaksi samovolně a bezbolestně (průměr očekávání 14 institucí ohledně tempa růstu HDP v roce 2022 je stále na neuvěřitelných čtyřech procentech...), je nabíledni, že bez podstatného dopadu na hospodářský růst se ono utažení prostě neobejde. Sazby na dvacet let neviděných úrovních (5 %) ve druhé polovině roku společně s růstem cen energií prostě nemohou nezpůsobit recesi. A to není pro korunu pozitivní. Ne, koruna skutečně není švýcarský frank střední Evropy. A zatřetí, horší vnější makroekonomické poměry. Dvanáctiměsíční přebytek běžného účtu se snížil k pouhým 27 miliardám, a to jako hlavně jako důsledek slabého vývozu (automobilky) a silného dovozu. V roce 2022 se tento trend moc nezlepší, vinou čehož bude fundamentální tlak na posílení koruny jen minimální.

**Polskému zlotému** by z fundamentálního hlediska svědčily hodnoty silnější, než jaké vidíme dnes. Polská centrální banka sice již začala měnovou politiku zpříšňovat, ale prozatím stále jede jen na „čtvrt potřebného plynu“. Dle nás však již brzy přepne do rychlejšího módu. Rychlejší utahování politiky není v Polsku omezováno, podobně jako v ČR, rozpočtovou, polská centrální banka navíc bývávala historicky nejvíce jestřábí v regionu. Pokud s rychlejším zpříšňováním politiky začne, posune se polský zlotý v roce 2022 k / pod 4,50. Proti většímu posilování bude působit politika a handrkování se s EU.

**Maďarskému forintu** zatím ani utahování měnové politiky moc nepomohlo. I když je mezibankovní sazba (BUBOR) nad 4 %, forint atakuje historická minima. Problémem je evidentně volatilní politické prostředí, zejména v kombinaci s parlamentními volbami plánovanými pro rok 2022. Forint tak nejméně v první polovině roku 2022 moc neposílí, na návrat pod 360 by však úroková podpora centrální banky stačit měla.

Výhled na výkonnost globálních akciových trhů je stále nejistý. Nové mutace viru a stále nedostatečná proočkovanosť v mnoha zemích skrývá riziko v možných lock-downech. To by znamenalo další možné restriktivní opatření, s dopadem do ekonomik, hospodaření domácností a společností. Scénářů pro příchozí mutace je mnoho, kdy některé mohou mít větší rezistentnosť na očkování, jiné se zase mohou jednodušeji přenášet, avšak například nebudou mít těžké průběhy s nutnými hospitalizacemi. S tím bude spojen také vývoj inflačních tlaků, kdy může docela brzy dojít k napravení pošramocených dodavatelských řetězců, čímž by inflační tlaky výrazně povolily nebo může současná situace trvat déle. Dopady do jednotlivých ekonomik a společností budou individuální. Proto si myslíme, že k dobré výkonnosti povede především aktivní správa a výběr investičních cenných papírů (tzv. stock picking).

Rizika vidíme také v možném růstu korporátních daní, z důvodu lepení vysokých státních deficitů nebo v geopolitických rizicích. Pravděpodobně může dojít ke kompresi ziskových marží, dané především růstem mzdových, materiálových a energetických nákladů, které společnosti nebudou schopné plně promítnout do cen produktů. Domníváme se proto, že v aktuálních cenách akcií je již z veliké části zaceneno očekávání pozitivního budoucího vývoje a prostor pro další výrazný akciový růst je již výrazně omezen.

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

Domníváme se však, že některé regiony z rozvíjejících se trhů jsou i nadále oceněny velice atraktivně. Patří mezi ně především region střední Evropy, který v uplynulých letech za globálními akciovými indexy velice výrazně zaostával. Střední Evropa je momentálně nadále jedním z nejlevnějších regionů. 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 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. 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*