

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC BŘEZEN 2021

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Poté, co ve Spojených státech došlo v únoru k výraznému růstu výnosů, pokračoval stejný vývoj i v březnu. Kvůli překvapivě dobrému tempu vakcinace a kvůli obrovskému fiskálnímu stimulu, který v březnu svým podpisem uvedl v život americký prezident a vinou kterého se na trh vrátily obavy z inflace, se desetileté výnosy dostaly z jednoho procenta koncem ledna přes 1,5% koncem února až na 1,75% koncem března. Na krátkém konci zůstaly vzhledem k tomu, že trh prozatím věří Fedu a jeho slibu nezvyšovat sazby, dvouleté výnosy kolem 0,15%.

Německé desetileté vládní dluhopisy, které v únoru nezůstaly stranou vývoje na americkém dluhopisovém trhu a narostly na -30 b.b. (z lednových – 55 b.b.), během března vývoj na americkém dluhopisovém trhu už nekopírovaly. I proto, že inflace v Eurozóně hrozí mnohem méně než v USA, desetileté německé výnosy během března jen oscilovaly v úzkém pásmu kolem -30 b.b. Udržet výnosy nízkou určitě pomohl i „whatever it takes“ slib Lagardové a vůbec postoj celé centrální banky na březnovém zasedání (tj. příslib zvýšit tempo odkupu aktiv).

DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka během března výnosově vzrostla, a to za současného zvýšení sklonu. Krátký (dvouletý) konec totiž po výrazném únorovém růstu (o 70 b.b.) narostl v březnu už jen zhruba 10 b.b. na 1,1%. To je hodnota, která je o skoro procentní bod výše než počátkem ledna 2021 a také nejvyšší hodnota od konce března minulého roku.

Na dlouhém konci jsme byli vinou stále špatné epidemiologické situace a zejména špatného vývoje rozpočtu (a díky tomu pokračující vysoké nabídce nových dluhopisů Ministerstvem financí) svědky pokračujícího výprodeje (podobně jako v Maďarsku, ale na rozdíl od Polska): po růstu o 30 b.b. na desetileté splatnosti v únoru vzrostly výnosy v březnu stejným rozsahem a dostaly se tak, poprvé od května 2019, nad 2%.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské

dluhopisy

Polská výnosová křivka během března téměř nedoznala změn. Poté, co desetileté polské výnosy vlivem růstu výnosů na americkém trhu narostly v únoru o 45 b.b. na 1,60%, zůstaly na této úrovni i koncem března. Na krátkém konci dvouleté výnosy dokonce poklesly, a to ze zhruba 0,13% koncem února na 0,07% koncem března. Je to celkem zvláštní, protože trh FRA již s nějakým mírným růstem sazeb počítá, dalo by se tudíž čekat, že se zmíněná sazební očekávání projeví i na dluhopisové křivce.

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 bude růst i během celého letošního roku a měla by překročit 8%. K tomuto vývoji nemohla zůstat netečná centrální banka a 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.

Na trhu korporátních dluhopisů byl v březnu vývoj vcelku klidný. Korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně denominované v euru se během března příliš nezměnily: u investičních dluhopisů byla změna tzv. total return indexu (TRI) proti konci února -0,02%, u spekulativních +0,45%. U dolarových instrumentů byl vývoj jiný – u investičního stupně se zrcadlil výprodej na dluhopisových trzích vládních dluhopisů, který se projevil po poklesu TRI

Ukrajinské dluhopisy

Firemní dluhopisy

v lednu o 1,7% a v únoru o 2,6% poklesem v březnu o dalších 1,3%. U spekulativních dluhopisů jsme však naopak viděli růst TRI o 0,4%.

Poté, co v lednu 2021 poprvé od dubna 2020 vzrostly kreditní prémie jak investičních, tak také spekulativních korporátních dluhopisů denominovaných v euru, jsme se v únoru dočkali korekce. Dle indexu Markit iTraxx Europe poklesly CDS prémie investičních dluhopisů v únoru o 1,5%, spekulativních dluhopisů pak o 6,3%. V březnu pak došlo u investičních dluhopisů k mírnému růstu (+1,6%), u spekulativních však k dalšímu poklesu, a to o razantních 27,8% (!). Zatímco v prvním případě jsou CDS prémie o 17,7% vyšší než počátkem minulého roku 2020, v případě spekulativních jsou o 36% nižší. To vzhledem k makroekonomické situaci a všemu, co se v posledním roce odehrálo, jen potvrzuje, že zásah centrálních banky byl vpravdě masivní a v podstatě setřel rozdíly mezi spekulativním a investičním stupněm.

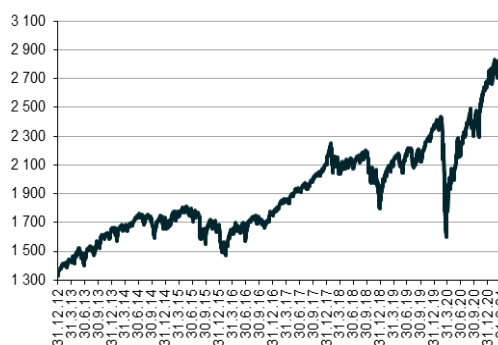
AKCIE Globální trhy

Vyspělým akciovým trhům se v březnu dařilo. Celosvětový akciový index vyspělých trhů MSCI World si meziměsíčně připsal slušných 3,1 %. V rámci regionů celoevropský index DJ STOXX 600 vzrostl o 6,1 %, americký index S&P500 pak dosáhl na svá historická maxima, přičemž měsíc zakončil 4,2 % v plusu. Lepší výkonnost evropských akcí byla dána vyšší vahou levnějších hodnotových akcí, kterým se již pátým měsícem daří. Akcie

rostoucích společností jako například Apple, Microsoft nebo Google naopak mírně zaostávaly. Pozitivně se obecně odrážely uvolněně nastavené měnové politiky centrálních bank, rostoucí proočkovanosť proti nemoci Covid19, globálně klesající počet nakažených nebo optimistický výhled na druhou polovinu roku ať již z pohledu rozvolňování lockdownů, ekonomického ožívování, růstu zisků společností nebo fiskálních stimúlů.

Kladné zhodnocení si připsaly také všechny středoevropské akciové trhy. Nejvyšších zisků dosáhl rumunský akciový index BET (+9,7 %). Za skvělou meziměsíční výkonností byl především růst cen akcií bank BRD (+9,8 %) a Transilvania (+11,6 %), které se obchodují na atraktivních úrovních, přičemž disponují silným kapitálem pro pokrytí případných nesplacených úvěrů nebo k vyplacení štědrých dividend. Více než pětiprocentní zhodnocení však předvedly také další rumunské akcie: OMV Petrom, Fondul Proprietatea, Med Life, Purcari Wineries... Dařilo se i mnoha polským akciím (index WIG 30 +1,2 %), s výraznými ztrátami skončily růstové Allegro a CD Project, jenž nenadchnul nově zveřejněnou strategií pro příští roky, ani patchem č.2 pro nedávno vydanou hru Cyberpunk2077. Český (PX index 3,1 %) a maďarský (BUX index 1,2 %) akciový trh prošel březnem bez výrazných kurzotvorných zpráv.

MSCI World Index



STRUKTURA PORTFOLIÍ

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci vzrostla o 2,23 %. Trhy vykázaly opět poměrně dobrou výkonnost a uzavřely tak první kvartál tohoto roku pozitivně. I nadále je podporují extrémně uvolněné měnové politiky centrálních bank, které v čele s FEDem zásobují trhy novými penězi. Výkonnosti akciových trhů pravděpodobně pomohl i velký fiskální balíček v USA. Nákupní náladu investorů nenarušilo ani stále rostoucí inflační očekávání. Optimismu napomáhá také zvyšující se počet naočkovaných proti Covid-19, který zlepšuje výhled na znovuootevření ekonomik a růstu zisků společností v tomto a následujícím roce.

V průběhu tohoto měsíce jsme se rozhodli snížit expozici na akciové trhy kromě stále poměrně atraktivně oceněného středoevropského regionu, Ruska a Turecka, a proto jejich váha v portfoliích zůstává stejná. Akcie dosahují na mnoha trzích nových historických maxim a jejich valuační jsou v některých regionech až extrémně vysoké a z tohoto důvodu jsme se rozhodli snížením expozice částečně uzavřít zisk. Do portfolia jsme na místo toho přidali Conseq fond vysoko-úročených dluhopisů, od kterého očekáváme slušné zhodnocení.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			Rozložení portfolia
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	
Krátkodobé investice					4,82%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,28%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	-0,05%	-0,05%	2,54%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					6,77%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,16%	0,16%	3,00%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,41%	0,41%	1,96%
Conseq fond vysoko-úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	n/a	n/a	1,81%
Dluhopisové fondy - ostatní					2,64%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-3,53%	-3,53%	2,64%
Fondy alternativních investic					5,78%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,62%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	3,51%	6,78%	2,16%
Akciové fondy					80,84%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	3,76%	3,76%	11,96%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	5,40%	5,20%	4,68%
NN (L) European Equity I	Lucembursko	EUR	8,23%	8,02%	4,40%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	5,90%	5,70%	4,38%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	7,19%	10,58%	4,15%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	6,57%	9,94%	4,10%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	6,03%	9,38%	4,09%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,56%	1,55%	3,98%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-3,26%	-0,20%	3,91%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-0,48%	-0,67%	3,89%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-0,28%	2,87%	3,35%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,04%	4,23%	3,04%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	6,32%	6,12%	2,80%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	6,09%	5,89%	2,51%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	2,57%	5,81%	2,49%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	0,57%	3,75%	2,22%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-3,39%	-0,34%	1,89%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-0,82%	2,31%	1,88%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	4,17%	3,16%	1,52%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	5,07%	4,05%	1,51%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	2,43%	5,67%	1,39%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-7,70%	-4,78%	1,37%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	5,96%	5,76%	1,37%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-9,40%	-6,54%	1,31%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	2,35%	5,58%	0,88%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	n/a	n/a	0,63%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	4,55%	3,53%	0,63%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-12,54%	-12,71%	0,49%
OSTATNÍ					-0,85%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci vzrostla o 0,81 %. Trhy vykázaly opět poměrně dobrou výkonnost a uzavřely tak první kvartál tohoto roku pozitivně. I nadále je podporují extrémně uvolněné měnové politiky centrálních bank, které v čele s FEDem zásobují trhy novými penězi. Výkonnosti akciových trhů pravděpodobně pomohl i velký fiskální balíček v USA. Nákupní náladu investorů nenarušilo ani stále rostoucí inflační očekávání. Optimismu napomáhá také zvyšující se počet naočkovaných proti Covid-19, který zlepšuje výhled na znovuootevření ekonomik a růstu zisků společností v tomto a následujícím roce. Dluhopisové fondy tento měsíc přispěly smíšenou výkonností. Fond Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy utrpěl ztrátu zejména v reakci na situaci v Turecku, kde Prezident Erdogan náhle odvolal šéfa centrální banky poté co navýšil úrokové sazby.

V průběhu tohoto měsíce jsme se rozhodli snížit expozici na akciové trhy kromě stále poměrně atraktivně oceněného střeoevropského regionu, Ruska a Turecka, a proto jejich váha v portfoliích zůstává stejná. Akcie dosahují na mnoha trzích nových historických maxim a jejich valuace jsou v některých regionech až extrémně vysoké a z tohoto důvodu jsme se rozhodli snížením expozice částečně uzavřít zisk. Do portfolia jsme na místo toho přidali Conseq fond vysoko-úročených dluhopisů, od kterého očekáváme slušné zhodnocení.

Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	MTD Výkonnost		
			v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					12,38%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,17%
Conseq Invest Konzervativní A	Střeoevropský region	CZK	-0,05%	-0,05%	10,20%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					39,63%
Conseq Invest Dluhopisový B	Střeoevropský region	CZK	0,16%	0,16%	22,85%
Conseq korporátních dluhopisů A	Střeoevropský region	CZK	0,41%	0,41%	14,69%
Conseq fond vysoko-úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	n/a	n/a	2,09%
Dluhopisové fondy - ostatní					9,75%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-3,53%	-3,53%	7,05%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	0,00%	3,16%	2,70%
Fondy alternativních investic					5,79%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,67%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	3,51%	6,78%	2,11%
Akciové fondy					32,93%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Střeoevropský region	CZK	3,76%	3,76%	4,86%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	5,40%	5,20%	1,91%
NN (L) European Equity I	Lucembursko	EUR	8,23%	8,02%	1,79%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	5,90%	5,70%	1,77%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	7,19%	10,58%	1,69%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	6,57%	9,94%	1,67%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	6,03%	9,38%	1,67%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,56%	1,55%	1,61%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-3,26%	-0,20%	1,61%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-0,48%	-0,67%	1,60%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-0,28%	2,87%	1,39%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,04%	4,23%	1,21%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	6,32%	6,12%	1,14%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	6,09%	5,89%	1,02%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	2,57%	5,81%	1,02%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	0,57%	3,75%	0,89%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-3,39%	-0,34%	0,79%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-0,82%	2,31%	0,76%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	4,17%	3,16%	0,61%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	5,07%	4,05%	0,61%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-7,70%	-4,78%	0,60%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	5,96%	5,76%	0,56%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	2,43%	5,67%	0,55%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-9,40%	-6,54%	0,53%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	2,35%	5,58%	0,35%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	n/a	n/a	0,27%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	4,55%	3,53%	0,26%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-12,54%	-12,71%	0,20%
OSTATNÍ					-0,48%

Konzervativní portfolio

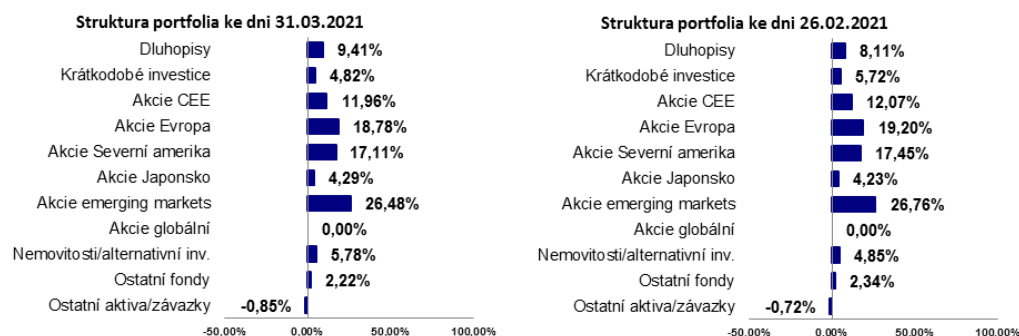
Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,29 %. Na dluhopisových trzích se pokračovalo v poměrně velkém růstu výnosů, který započal minulý měsíc. Výnosy tlačí vzhůru zejména dopad extrémně uvolněných měnových politik centrálních bank, které svými kroky navyšují inflační očekávání v budoucnu. Na krátkém konci výnosové křivky zůstaly výnosy na velmi podobné úrovni. Zatímco na dlouhém konci, například desetileté americké výnosy, pokračovaly v růstu až na 1,76 %. Poměrně velkou ztrátu utrpěl fond Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy, jehož výkonnost ovlivnila zejména expozice na Turecko. Negativní pohyb způsobilo zejména rozhodnutí tureckého prezidenta Erdogana, který odvolal šéfa centrální banky ihned poté co navýšil úrokové sazby. Ostatní dluhopisové fondy měly tento měsíc spíše kladný výsledek a výkonnost dluhopisových fondů tak byla smíšená.

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

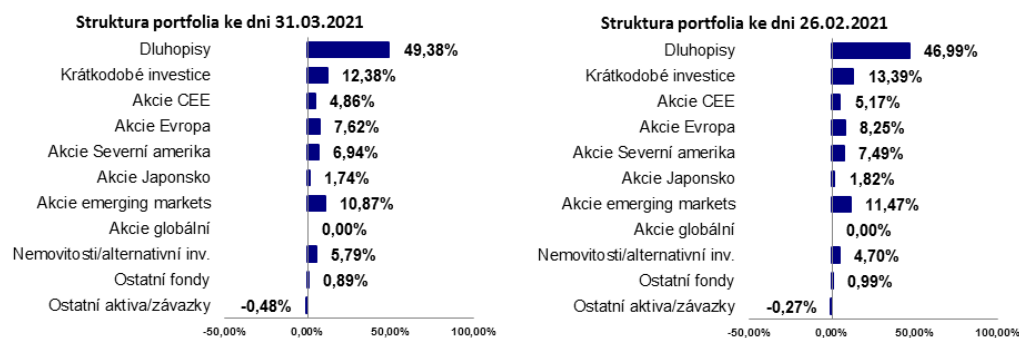
V průběhu tohoto měsíce jsme se rozhodli snížit expozici na akciové trhy. Akcie dosahují nových historických maxim a jejich valuace jsou v některých regionech až extrémně vysoké a z tohoto důvodu jsme se rozhodli snížením expozice částečně uzavřít zisk. Do portfolia jsme na místo toho přidali Conseq fond vysoko-úročených dluhopisů, od kterého očekáváme slušné zhodnocení.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					22,85%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,37%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	-0,05%	-0,05%	20,47%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					59,70%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,16%	0,16%	34,59%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,41%	0,41%	23,16%
Conseq fond vysoko-úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	n/a	n/a	1,95%
Dluhopisové fondy - ostatní					8,59%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-3,53%	-3,53%	6,57%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	0,00%	3,16%	2,02%
Fondy alternativních investic					5,82%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,71%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	3,51%	6,78%	2,11%
Akciové fondy					3,15%
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-0,34%	2,81%	1,05%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	3,76%	3,76%	0,46%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	5,90%	5,70%	0,31%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	5,40%	5,20%	0,31%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	6,57%	9,94%	0,28%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	6,03%	9,38%	0,28%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	8,52%	7,46%	0,17%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	6,32%	6,12%	0,11%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	2,57%	5,81%	0,10%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	0,57%	3,75%	0,09%
OSTATNÍ					-0,10%

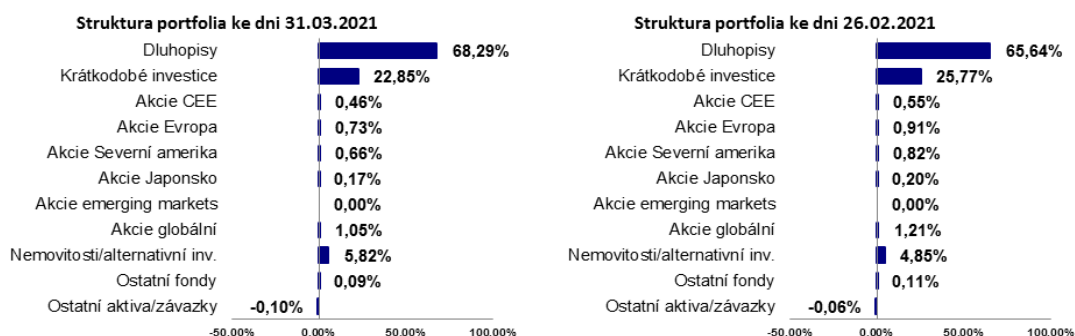
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Na straně faktorů ukazujících na růst dluhopisových sazeb máme čtveřici důvodů. Zprv je zde extrémní emisní aktivita vlády, která v roce 2020 vytvořila zhruba 380 miliardový deficit, a v letošním roce to bude vzhledem k daňovému balíčku schválenému v prosinci 2020 (s dopadem cca 100 mld. nad již beztak plánovaný deficit ve výši 320 mld. korun) a kvůli špatné epidemiologické situaci (tj. kvůli dlouhé uzavírcce ekonomiky) stejné nebo horší. Zadruhé, Česká republika stále vykazuje vcelku vysokou inflaci v její poptávkové složce, a to i když v posledních měsících došlo ke zpomalení. Zatřetí, sazby ČNB jsou sice na nule, ale lze čekat, že letos nebo v příštím roce vyrostou, a to jako první v regionu. Nemusí se sice vyplnit poslední prognóza ČNB čekající v nejbližších 12 měsících čtyřnásobný růst sazeb, ale že bude ČNB první s prstem na utahovacím kohoutku, je dle nás jasné. Začtvrté, jsou zde obrovské fiskální stimuly v Americe a z těchto stimulů pramení strach z vyšší inflace (a tudíž vyšší výnosy v USA).

Naproti těmto faktorům stojí (1) extrémně uvolněná měnová politika (jako důsledek desinflačních / deflačních tlaků) v celé Eurozóně, která bude trvat dlouho, a také (2) domácí bankovní sektor ve výrazném přebytku likvidity (a tudíž schopen absorbovat i výrazně velké nové emise dluhopisů bez větších problémů). Podle vývoje v minulých měsících se zdá, že první množina faktorů převládá a bude převládat. Proto očekáváme, že výnosová křivka bude dále zvyšovat svůj sklon růstem středně- a zejména dlouhodobých výnosů. Později by se měla vzhůru posouvat celá výnosová křivka.

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 vloni 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. Ani inflační impuls fiskální podpory tam v letošním nebude tak velký jako u nás. Tlak na růst výnosů tak zevnitř Polska (prozatím) nemá proč přijít. V Eurozóně je situace také stabilizovaná. Evropská centrální banka provádí masivní uvolňování politiky, inflace je nízká (jádrová je na historickém minimu), ekonomika se bude na před-pandemické úrovni nějakou dobu vracet. Polské výnosy však může tlačit znatelněji nahoru dění na globálních dluhopisových trzích, a to zejména vlivem růstu inflačních očekávání v USA, potažmo v rámci starého kontinentu právě ve středoevropském regionu.

Měny

U kurzu **aura proti dolaru** se, zdá se, zastavil trend k oslabování dolaru, hnaný inflačním narativem minulého roku. Vzhledem k tomu, že díky fiskálním stimulům a velmi svižnému tempu vakcinace se odhady letošního tempa růstu a tempa růstu v roce 2022 zlepšily, očekáváme, že dolar může technickým trendem v kratším horizontu dále mírně posílit. V delším horizontu však dle nás převládne vyšší inflace, hluboký fiskální a obchodní schodek a jejich negativní vliv na dolar.

Koruna má letos potenciál pro další posílení. Epidemiologická situace je sice stále velmi špatná, ale zdá se, že světlo na konci tunelu (vakcinace) už v dálce přece jenom problikává. Pokud se během letošního roku potvrdí, že jsme na cestě normalizace, pro korunu to bude první vzpruha. Druhým důvodem je fakt, že se česká ekonomika díky štědré podpoře vlády, která bude v tomto roce pokračovat, dokázala vyhnout růstu nezaměstnanosti i dopadům, které by omezovaly její růst v postkovidovém období. Ano, mnohasetmiliardový deficit za dva roky je strašidelný, ale že by devizový trh českou korunu za rozhazovačnou vládu vytrestal, je velmi nepravděpodobné – na dlužích dnes (s nadsázkou řečeno) nikomu nezáleží. Zatřetí, díky fiskálnímu impulzu se udržela nejen poptávka domácností, ale i inflace. ČNB na jaře roku 2020 sice snížila sazby na nulu, ale poslední prognóza ČNB již volá po jejich vcelku rychlém růstu. Možná tak rychlý ve skutečnosti nebude, ale ČNB určitě v nejbližších dvou letech sazby zvedne, což koruně pomůže. Očekáváme tak návrat mezi 25 a 25,50 v nejbližších 12 měsících.

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 a centrální banka, která proti zlotému otevřeně brojí, však budou polské měně bránit ve výraznějším posílení. Ze stávajících hodnot očekáváme letos návrat maximálně k hranici 4,40.

Maďarskému forintu škodí, podobně jako jeho polskému protějšku, centrální banka, která chce mermomocí udržet výnosy co nejnižší. A tak i makroekonomické oživení, které již přichází (a které je nyní lepší než třeba v ČR), se na forintu nejspíš letos podepíše jen v omezené míře. Nevidíme tak prostor pro výraznější posílení pod 345 forintů za euro.

Na akcie máme nyní mírně negativní názor. Mezi hlavní důvody naší opatrnosti patří i) přední globální akciové indexy se momentálně pohybují na nových historických maximech, ii) akciové valuace neboli ocenění globálních akciových indexů je také na historických maximech nebo na nejvyšších úrovních od technologické bubliny v roce 2000, a iii) kvůli našim 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. 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 extrémní nadhodnoceností amerických akcií (P/E 32; P/S 3,0; EV/EBITDA 20). 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 nejlépe oceněným regionem na celém světě (P/E 18; P/S 1,3; EV/EBITDA 9). Nejvyšší růstový potenciál v rámci středoevropského regionu ve střednědobém horizontu vidíme především u slovinských, českých a některých polských akcií. Místní trhy se vyznačují vysokými dividendovými výnosy (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, který máme v rámci globální akciové složky výrazně nadvážený, je rozvíjející se Asie v čele s Čínou (P/E 25; P/S 1,9; EV/EBITDA 15). Tomuto regionu se v posledních kvartálech dařilo velice dobře a naše investiční portfolia z tohoto vývoje výrazně profitovala. Pevně přitom věříme, že nadvýkonnost tohoto regionu by měla pokračovat také ve zbytku letošního roku. Rozvíjející se Asie je totiž 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.

Mezi klíčová rizika našeho mírně pesimistického scénáře pro globální akciové trhy patří především skutečnost, že klíčové centrální banky stále provádějí nákupy aktiv v bezprecedentním měřítku (kvantitativní uvolňování). Z globálního pohledu v loňském roce centrální banky natiskly 9,2 bilionu dolarů, což je dokonce trojnásobek oproti předchozímu rekordy z krizového roku 2008. Nemůžeme tedy vyloučit, že globální akciové trhy budou pokračovat v růstu i ze současných historických maxim, neboť korelace mezi globálními akciovými indexy a globální peněžní zásobou je od globální finanční krize skutečně velice silná.

Anne-Françoise Blüher

Adam Šperl

Šimon Schloff

Portfolio managers