

## ERGO pojišťovna

## ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC DUBEN 2021

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH .....	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ .....	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ .....	8



## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

### DLUHOPISY – USA, EMU

Po únoru a březnu, dvou měsících výrazného růstu výnosů, se v dubnu další růst výnosů už neodehrál. Navzdory vyšší inflaci a hrozbě dalšího dluhem financovaného fiskálního uvolnění se výnosy během dubna stabilizovaly, ba dokonce mírně klesly. Na dlouhém konci se americké vládní desetileté výnosy z úrovně 1,75% koncem března dostaly pod 1,6% na konci dubna. Na krátkém konci se nestalo vůbec nic, dvouleté výnosy zůstaly stabilní na úrovni 0,16%.

Na protilehlém břehu Atlantiku byla situace mírně odlišná. Německé desetileté výnosy tentokrát nenásledovaly Ameriku a během dubna vzrostly z přibližně -30 b.b. na zhruba -20 b.b, čímž se dostaly na nejvyšší úroveň za zhruba rok. Důvodem byla rostoucí důvěra v sílící dynamiku očkování proti covidu a tím rychlejší a výraznější oživení ekonomické aktivity. Na krátkém konci vládně kvůli výhledu na stále dlouhé období stability sazeb ECB také podobný (a ve světle obav z americké či světové inflace možná nedůvodný) klid jako v USA: dvouleté německé dluhopisy zůstaly v dubnu kolem hranice -70 b.b.

### DLUHOPISY ČR

**Česká výnosová křivka během dubna korigovala na dlouhém konci poměrně výrazný růst z předcházejících měsíců.** Krátký (dvouletý) konec zůstal bez větší změny lehce nad hranicí 1%. V případě desetileté splatnosti však klesly výnosy o zhruba 20 b.b. na 1,8%. Tento pohyb byl částečně ovlivněn vývojem v USA ale primárně byl tažen výrazně silnou poptávkou v dubnových primárních aukcích Ministerstva financí – mohutný zájem o nově nabízené vládní dluhopisy se rekrutoval zejména z bankovních knih při snaze bank umístit volný kapitál s ohledem na zatím stále stagnující úvěrovou aktivitu.

Bloomberg Barclays Czech Index



### DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

#### Polské dluhopisy

**Změny na polské výnosové křivce byly v dubnu podobně malé jako během března.** Desetileté výnosy lehce vyrostly, ale +10 b.b. na 1,7% není nic, o čem bychom měli dlouho mluvit či pátrat po příčinách. Krátký konec byl jako jinde stabilní, v polském případě pak přikovaný k nule. Je to nadále zvláštní, protože trh FRA již s nějakým mírným růstem sazeb počítá, dalo by se tudíž čekat, že se zmíněná vyšší sazební očekávání projeví i na krátkém konci dluhopisové křivky. dominantní efekt v rámci stability polské výnosové křivky tak hrají probíhající nákupy dluhopisů centrální bankou, doplněné solidním zájmem bankovního sektoru umisťovat svůj kapitál (zatím) konzervativně.

#### 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 bude růst i během celého letošního roku a překročí 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. Podíl ukrajinských státních dluhopisů jsme v dubnu neměnili. Zásadní pro nás zůstává vůle ke spolupráci s MMF a výhled na brzkou stabilizaci inflačního vývoje.

#### Firemní dluhopisy

Na trhu korporátních dluhopisů byl v dubnu, stejně jako v březnu, vývoj poklidný. 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 března

pouhých +0,03% (oproti konci roku 2020 pak dokonce jenom +0,02%), u spekulativních +0,55% (oproti konci minulého roku + 1,96%). U dolarových instrumentů byl vývoj o něco dynamičtější – u investičního stupně se zrcadlila stabilizace / cenový růst na trhu vládních dluhopisů, který se v dubnu projevil prvním letošním růstem TRI, a to o 1,1% u investičních a o 1% u spekulativních dluhopisů.

Tak, jak ve většině měsíců od dubna minulého roku i v dubnu roku letošního kreditní prémie jak investičních, tak také spekulativních korporátních dluhopisů denominovaných v euro klesaly. Dle indexu Markit iTraxx Europe poklesly CDS prémie investičních dluhopisů v dubnu o 4,2%, spekulativních dluhopisů pak o 2,8%. Zatímco v prvním případě jsou CDS prémie o 12,7% vyšší než počátkem minulého roku 2020, v případě spekulativních jsou o 37,5% nižší. To vzhledem k makroekonomické situaci a všemu, co se v posledních roce odehrálo, jen potvrzuje, že zásah centrálních banky byl vpravdě masivní a významně setřel rozdíly mezi spekulativním a investičním stupněm. Což je situace, o které všichni konzervativní investoři moc dobře ví své.

## AKCIE

### Globální trhy

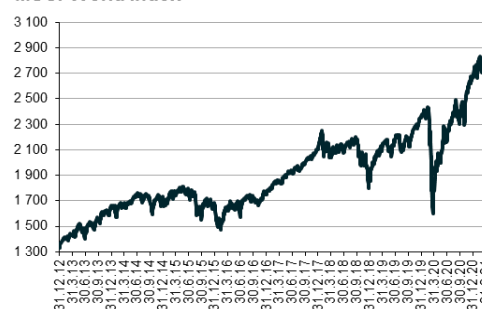
Duben vyzněl pro vyspělé akciové trhy pozitivně. Investoři byli optimisticky naladěni po zveřejnění velice dobrých výsledků hospodaření společností za první čtvrtletí letošního roku. Překonání odhadů analytiků přišlo napříč všemi sektory, včetně největších společností jako Apple, Google nebo Microsoft. Postupně docházelo k růstu počtu očkovaných ve vyspělém světě, s čímž budou později spojena rozvolnění

současných restriktivních opatření. Právě to vedlo k silným očekáváním ekonomického oživení ve druhém pololetí. Ze stran centrálních bank v Evropě, USA i Japonska jsme nadále slyšely potvrzující vyjádření ohledně setrvání uvolněných měnových podmínek skrze nízké úrokové sazby a nákupy dluhopisů. Akciové trhy si tak v měsíci dubnu připsaly slušné zhodnocení: americký index S&P 500 +5,2 % a evropský index DJ STOXX 600 +1,8 %.

Zajímavé zhodnocení předvedly středoevropské akciové trhy, zvláště pak polský trh s meziměsíčním zhodnocením +5,3 % (index WIG 30). Super růst předvedly akcie polských Utilit: PGE + 48,6 %, Enea +32,7 % a Tauron +30,3 %. Důvodem bylo přiblížení se rozuzlení ohledně rozdělení daných společností na část zelenou a tu „špinavou“, která by mohla přejít pod polský stát. S blížícím se rozvolnění ekonomik, respektive obchodů, znamenalo další růst akcií společností ze spotřebitelského sektoru jako výrobce a prodejce bot CCC nebo skupiny oděvních řetězců LPP. Tyto společnosti dokázaly využít krize k snížení nákladů, rozvoje on-line kanálu a zefektivnit procesy, což by měly v následujících měsících přetavit do výrazného růstu zisků. Naopak nedařilo se společností z herního průmyslu, pro něž blížící se rozvolnění bude těžkým obdobím pro získání nových hráčů. Český akciový index PX si meziměsíčně připsal +0,9 %. O devět procent vzrostly akcie ČEZ, reagující na růst cen silové elektřiny. Slabou výkonnost předvedly akcie finančních institucí, to zřejmě v reakci na uvolněnou rétoriku CNB. Se zisky skončila také většina rumunských akcií, index BET +1,4 %. Dvouciferné zisky si připsal zpracovatel hliníku Alro nebo skupina zdravotních zařízení MedLife.

Akcie na rozvíjejících se trzích připsaly za duben solidní zisky, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD zhodnotil o 2,37 %. Situaci však nadále komplikuje pandemie koronaviru, protože dostupnost vakcín a proočkovanost obyvatel je obecně nižší než v rozvinutých zemích. Nadto je počet nakažených v některých státech vysoký či nadále roste. Epicentrem nákazy se stala Indie, a proto tamní akciový trh jako jeden z mála skončil v červených číslech. Naopak se dařilo akcím v Číně, Taiwanu a Koreji, kde investoři podpoření globálním optimismem již vyhlíží návrat k normálu. Solidní zisky připsaly i akcie v Latinské Americe. Rychle rostoucí ceny komodit jsou pro tyto (a i další) rozvíjející země pozitivním impulsem. Ruské akcie skončily meziměsíčně beze změny a v poslední době volatilní turecké akcie připsaly přes 1,8 % (v lokálních měnách).

MSCI World Index



## STRUKTURA PORTFOLIÍ

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci vzrostla o 1,79 %. Trhy pokračovaly v růstovém trendu a připisovaly zisky. I nadále zůstávají hlavním podporovatelem růstu extrémně uvolněné měnové politiky centrálních bank, které v čele s FEDem zásobují trhy novými penězi. Pozitivně se do výkonnosti promítá také rostoucí počet naočkovaných proti Covid-19, který zlepšuje výhled na tento a následující rok. Nákupní náladu investorů nenarušilo ani stále rostoucí inflační očekávání.

V průběhu tohoto měsíce jsme se rozhodli snížit akciovou expozici v regionu Eastern Europe (Turecko, Rusko) na neutrální váhu vůči hodnoticému benchmarku. Ke snížení podílu ruských akcií v portfoliích vedly spory Ruska s Ukrajinou, které mohly vést k razantnímu snížení cen ruských akcií. V Turecku se rozhodl prezident Erdogan odvolat guvernéra tamní centrální banky poté, co navýšil úrokové sazby. Jeho rozhodnutí poměrně podkopává důvěru investorů v místní aktiva, a proto došlo ke snížení expozice na turecký trh v portfoliu. Peníze jsme přesunuli do ostatních akciových trhů v Emerging Markets.

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>5,07%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,51%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,01%	0,01%	2,55%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>5,05%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,40%	0,40%	3,04%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,32%	0,32%	2,01%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>4,53%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,06%	-0,06%	2,71%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,42%	0,42%	1,82%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>5,73%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,64%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	4,69%	0,62%	2,10%
<b>Akciové fondy</b>					<b>80,37%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	2,43%	2,43%	12,20%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	0,17%	-0,83%	4,59%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	1,84%	0,83%	4,34%
NN (L) European Equity I	Lucembursko	EUR	1,71%	0,70%	4,32%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	4,18%	0,13%	4,06%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	3,90%	-0,14%	4,01%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	4,59%	0,52%	4,01%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-0,50%	-1,49%	3,96%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,66%	-3,25%	3,89%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,50%	-5,33%	3,86%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	6,18%	2,05%	3,58%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	3,01%	-1,00%	2,96%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	3,25%	2,22%	2,80%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	n/a	n/a	2,57%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	4,54%	0,47%	2,52%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	5,41%	1,31%	2,25%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	2,82%	-1,18%	1,96%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	3,32%	-0,70%	1,91%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	-2,69%	-4,93%	1,42%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-2,17%	-4,42%	1,42%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	7,91%	3,71%	1,40%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	5,94%	1,82%	1,39%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	9,40%	5,15%	1,39%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	-1,70%	-2,68%	1,10%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	5,03%	0,95%	0,84%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	-2,29%	-4,54%	0,59%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-3,58%	-5,80%	0,58%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	0,75%	-0,25%	0,44%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,75%</b>

## Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci vzrostla o 0,78 %. Trhy pokračovaly v růstovém trendu a připisovaly zisky. I nadále zůstávají hlavním podporovatelem růstu extrémně uvolněné měnové politiky centrálních bank, které v čele s FEDem zásobují trhy novými penězi. Pozitivně se do výkonnosti promítá také rostoucí počet naočkovaných proti Covid-19, který zlepšuje výhled na tento a následující rok. Nákupní náladu investorů nenarušilo ani stále rostoucí inflační očekávání. Dluhopisové fondy tento měsíc přispěly až na výjimku pozitivně k výkonnosti.

V průběhu tohoto měsíce jsme se rozhodli snížit akciovou expozici v regionu Eastern Europe (Turecko, Rusko) na neutrální váhu vůči hodnotícímu benchmarku. Ke snížení podílu ruských akcií v portfoliích vedly spory Ruska s Ukrajinou, které mohly vést k razantnímu snížení cen ruských akcií. V Turecku se rozhodl prezident Erdogan odvolat guvernéra tamní centrální banky poté, co navýšil úrokové sazby. Jeho rozhodnutí poměrně podkopává důvěru investorů v místní aktiva, a proto došlo ke snížení expozice na turecký trh v portfoliu. Peníze jsme přesunuli do ostatních akciových trhů v Emerging Markets.

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>12,54%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,49%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,01%	0,01%	10,04%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>37,69%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,40%	0,40%	22,62%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,32%	0,32%	15,07%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>11,68%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,06%	-0,06%	6,99%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,08%	-2,85%	2,61%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,42%	0,42%	2,08%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>5,78%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,67%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	4,69%	0,62%	2,11%
<b>Akciové fondy</b>					<b>32,47%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	2,43%	2,43%	4,88%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	0,17%	-0,83%	1,88%
NN (L) European Equity I	Lucembursko	EUR	1,71%	0,70%	1,78%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	1,84%	0,83%	1,77%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	3,90%	-0,14%	1,66%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	4,18%	0,13%	1,65%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	4,59%	0,52%	1,61%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-0,50%	-1,49%	1,57%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,66%	-3,25%	1,55%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,50%	-5,33%	1,52%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	6,18%	2,05%	1,41%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	3,01%	-1,00%	1,19%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	3,25%	2,22%	1,15%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	n/a	n/a	1,05%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	4,54%	0,47%	1,01%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	5,41%	1,31%	0,90%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	2,82%	-1,18%	0,78%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	3,32%	-0,70%	0,75%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	7,91%	3,71%	0,62%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-2,17%	-4,42%	0,57%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	-2,69%	-4,93%	0,57%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	5,94%	1,82%	0,56%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	9,40%	5,15%	0,56%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	-1,70%	-2,68%	0,44%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	5,03%	0,95%	0,35%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	-2,29%	-4,54%	0,26%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-3,58%	-5,80%	0,24%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	0,75%	-0,25%	0,20%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,15%</b>

## Konzervativní portfolio

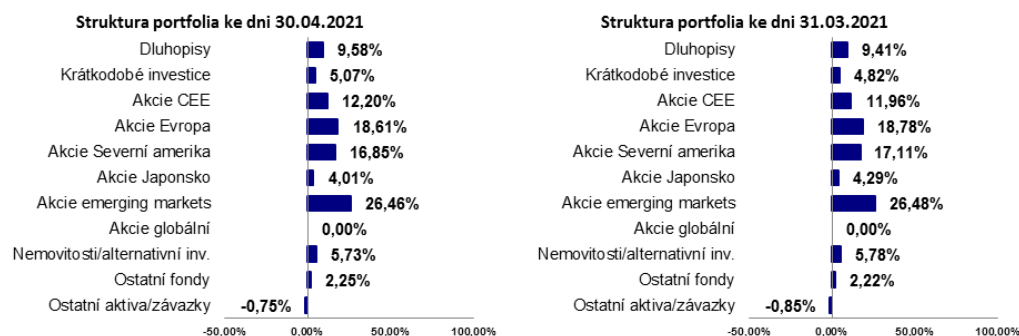
Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,09 %. Po předchozím dvouměsíčním růstu výnosů, který odstartoval v únoru bylo na dluhopisových trzích v dubnu klidněji. Růst výnosů se tento měsíc neodehrával ani přes vyšší inflaci a hrozbu dalšího fiskálního uvolnění. Výnosy dluhopisů na dlouhém, 10-ti letém konci se dokonce v US snížili z úrovně 1,75 % až pod úroveň 1,6 %. Stále je však nutné počítat s vyšším inflačním očekáváním a potenciálním růstem výnosů v budoucnu. Až na fond „Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A“ se tento měsíc v portfoliu poměrně dařilo všem dluhopisovým fondům a hodnota portfolia rostla.

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

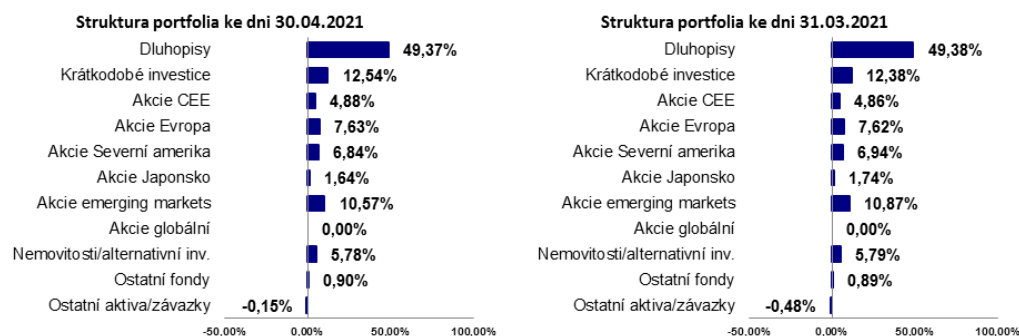
V průběhu tohoto měsíce nedošlo k žádným změnám v portfoliu.

Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	MTD Výkonnost		Rozložení portfolia
			v z. měně	v měně portfolia	
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>22,69%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,23%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,01%	0,01%	20,46%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>57,90%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,40%	0,40%	34,70%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,32%	0,32%	23,21%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>10,47%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,06%	-0,06%	6,56%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,08%	-2,85%	1,96%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,42%	0,42%	1,95%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>5,83%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,72%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	4,69%	0,62%	2,12%
<b>Akciové fondy</b>					<b>3,14%</b>
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	2,26%	-1,72%	1,03%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	2,43%	2,43%	0,47%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	1,84%	0,83%	0,31%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	0,17%	-0,83%	0,31%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	3,90%	-0,14%	0,28%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	4,18%	0,13%	0,28%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	-2,40%	-4,65%	0,16%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	3,25%	2,22%	0,11%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	4,54%	0,47%	0,10%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	5,41%	1,31%	0,09%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,03%</b>

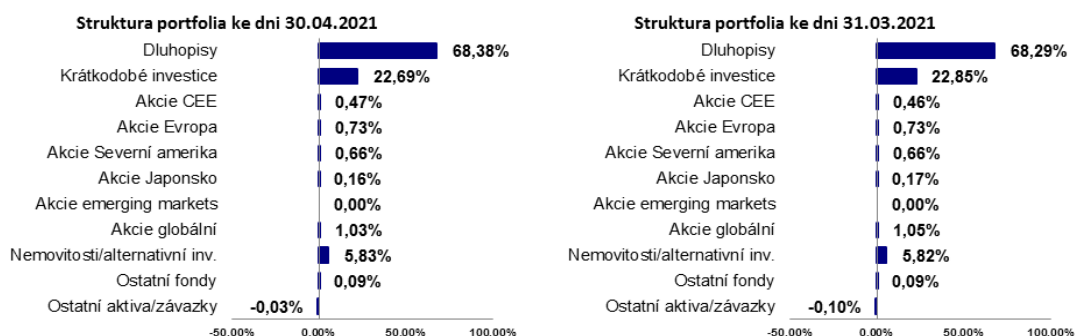
## DYNAMICKÉ PORTFOLIO



## 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 rozpočtový deficit zhruba 380 miliard a v letošním roce to bude stejné nebo horší (deficit za první třetinu roku je hrozivých 192 mld., s přehledem největší v historii). Zadruhé, Česká republika vykazuje poměrně vysokou míru inflace 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 a v příštím roce vyrostou, a to jako první v regionu. Nemusí se 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 požadované oblihační výnosy) na globální úrovni.

Naproti těmto faktorům stojí (1) extrémně uvolněná měnová politika (jako důsledek desinflačních / deflačních tlaků) v celé Eurozóně, která bude trvat ještě dlouho, a také (2) domácí bankovní sektor ve výrazném přebytku likvidity (a tudíž schopen absorbovat i výrazně velké nové emise dluhopisů bez větších problémů – čehož jsme byli v dubnu svědky). Podle dosavadního vývoje letos nicméně očekáváme, že první množina faktorů bude po zbytek roku spíše převládat. Z toho pramení očekávání růstu výnosů (poklesu cen) českých vládních dluhopisů, zejména delších splatností.

### 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, a ani inflační impuls fiskální podpory tam v letošním nebude tak velký jako u nás. Tlak na růst výnosů tak zevnitř Polska je díky tomu tlumenější než v případě ČR. Polské výnosy může, nicméně, dostat znatelněji nahoru dění na globálních dluhopisových trzích, i když domácí faktory budou mít tendence tyto růstové tlaky spíše tlumit. Tak jako tak však čekáme výsledný růst výnosů, a to díky globálním faktorům.

### Měny

U kurzu **eura proti dolaru** se zastavil trend k oslabování dolaru, hnaný inflačním narativem minulého roku. 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, živené příliš uvolněnou fiskální i měnovou politikou.

**Koruna** má letos potenciál pro další posílení. Epidemiologická situace se zlepšuje a potvrdí-li se v dalších měsících (po rozvolnění poměrů), že jsme na udržitelné cestě normalizace, pro korunu to bude další vzpruha. Druhým důvodem je fakt, že se česká ekonomika díky štedré podpoře vlády, která bude v tomto roce pokračovat, dokázala vyhnout růstu nezaměstnanosti i dopadům, které by omezovaly její růst v postcovidovém období. Ano, mnohasetmiliardový deficit za dva roky je strašidelný, ale že by devizový trh českou korunu za rozvažovací vládu vytrestal, je velmi nepravděpodobné – na dluzích dnes (s nadsázkou řečeno) nikomu moc 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 letošním roce.

**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 v posílení. Ze stávajících hodnot očekáváme letos návrat maximálně ke 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 30; P/S 3,1; EV/EBITDA 19). 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 (P/E 15; P/S 1,3; EV/EBITDA 8). 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, na který jsme pozitivní, je rozvíjející se Asie v čele s Čínou (P/E 23; P/S 1,9; EV/EBITDA 15). 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*