

## ERGO pojišťovna

## ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC LISTOPAD 2021

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



### Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia

**182,1798**

Výkonnost za poslední měsíc

**-2,65 %**



### Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia

**159,3521**

Výkonnost za poslední měsíc

**-1,28 %**



### Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia

**132,9439**

Výkonnost za poslední měsíc

**-0,35 %**

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

### DLUHOPISY – USA, EMU

Během listopadu se americká výnosová křivka proti konci října změnila jen minimálně. Výnosy na krátkém konci totiž marginálně vzrostly (z 0,5 % na 0,55 %), na dlouhém konci však o zhruba 10 b.b. klesly. Ohlášení tzv. taperingu s výnosy nic neudělalo, neprojevila se pak ani překvapivě vyšší inflace.

Na německých vládních dluhopisech převládá navzdory vyšší inflaci spíše strach z další vlny pandemie a dluhopisové výnosy tak poklesly. Dvouletý výnos poklesl o 15 b.b. a vrátil se tak pod -0,7 %, desetiletý výnos poklesl dokonce o 25 b.b. na -0,35 %.

### DLUHOPISY ČR

**Česká výnosová křivka během listopadu přešla do inverze.** Překvapivý růst sazeb v listopadu zvednul krátký konec až na 3,05 % (+12 b.b. oproti konci října), středná a delší část křivky však mírně (o 5 až 15 b.b.) poklesly. Desetileté výnosy v obavě, že ČNB způsobí recesi a v očekávání, že inflace nebude v delším horizontu problém, klesly pod 2,6 %.

Bloomberg Barclays Czech Index



### DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

#### Polské

#### dluhopisy

**Polská křivka se během listopadu dostala do stavu, který není od inverze daleko.** Vlivem překvapivého růstu sazeb polské centrální banky a vlivem inflace, která, stejně jako v ČR, živí obavy trhu, že další růst sazeb bude následovat, výnosy na krátkém konci a na střední části křivky výrazně vzrostly (+85 b.b. na 2,9 % na dvouleté splatnosti, + 67 b.b. na 3,2 % na sedmileté). Na dlouhém konci – u desetiletých výnosů – byl růst jen o 25 b.b. na 3,1 %.

#### 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 sílící 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 poklesu cen ukrajinských aktiv. Rusko soustavně zvyšuje svůj tlak v mezinárodních vztazích (např. i snahou o zprovoznění plynovodu Nord Stream 2 a přiživováním 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.

#### Firemní dluhopisy

Na trhu korporátních dluhopisů v Eurozóně i v USA byl v listopadu s výjimkou korporátních dluhopisů spekulativního stupně vývoj nudný - u tzv. total return indexu (TRI) nedošlo k prakticky žádným změnám. U instrumentů spekulativního stupně byl vývoj odlišný, když TRI po poklesu o 0,4 % v říjnu zaznamenal v listopadu další pokles, tentokrát o 1,1 %. Segment korporátních dluhopisů investičního stupně je tak i nadále evidentně pod silným vlivem nákupů ECB, zatímco v případě neinvestičního stupně se plně promítl nárůst rizikové averze.

V listopadu došlo podobně jako v říjnu k dalšímu růstu vnímání rizika na trhu, a to evidentně jako důsledek obav ze sílící pandemie a růstu cen vstupů, potažmo inflace. U dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR narostly prémie o 17,6 %, u spekulativních dokonce o 27,6 %. Je tak až s podivem, že se dluhopisové výnosy nezměnily přece jenom více.

Vyspělé akciové trhy byly v listopadu primárně ovlivněny narůstajícími počty nakažených Covid a obavami z nové mutace Omicron. I přes dobrý začátek měsíce tak nakonec akciové trhy skončily ve ztrátách: americký index S&P 500 meziměsíčně -0,8 %, evropský index DJ STOXX 600 -2,6 %. V Evropě i přes rostoucí čísla nakažených nedocházelo k výrazným problémům s přeplněním nemocnic. Přijátá opatření se lišila země od země, nejtvrdší opatření přijalo Rakousko.

Nervozita ohledně růstu počtu nakažených byla patrná také na amerických trzích, zvláště pak po potvrzení nakažených novou variantou Omicron i v USA. Prozatímní spekulace ohledně nebezpečnosti dané mutace byly všemi směry a s tím byly volatilní také akciové trhy. Negativně na akciové trhy působily obavy ohledně rostoucí inflace a utahující se měnové politiky FEDu, který by měl skončit s nákupy dluhopisů koncem června příštího roku. Jmenování J. Powella na další čtyřleté období nemělo výrazný vliv na akcie, a tak převaha obav z inflace a vývoje nemoci Covid měla primární vliv na propad trhů.

Středoevropské akciové trhy zaznamenaly silné výprodeje. Hlavních příčin bylo několik. Jendou byla dobrá letošní výkonnost, tažená především bankovním sektorem a růstem úrokových sazeb v regionu. Dalším pak již zmíněným důvodem byla horšící se situace ohledně nemoci Covid a s tím spojená přijatá restriktivní opatření. Největší místí polský trh tak propadl o 8,5 % (index WIG 30). Vysoké ztráty si připsala většina sektorů od bank, přes zpracovatele ropy až po e-commerce. Maďarský index BUX (-5 %) a rumunský index BET (-3,3 %) pouze kopírovaly dění ve světě. V plusu tak skončil jen český PX index, který byl tažen vzhůru novou nabídkou ze strany PPF a možného spojení s Monetou (meziměsíčně +10,6 %), dále pak akciemi Avast (+7,6 %) spojené se schvalováním akvizice ze strany americké softwarové společnosti NortonLifeLock. Převaha finančních titulů v indexu a jejich vesměs záporná výkonnost tak znamenala růst indexu PX o +2,4 %.

Akcie na rozvíjejících se trzích následovaly negativní sentiment, souhrnný index MSCI Emerging Markets USD zakončil měsíc se ztrátou 4,14%. Na vině byly stejně jako v případě vyspělých trhů především obavy z nové varianty koronaviru (Omicron), čímž narostly rizika dalších lockdownů, což by nadále zpomalilo již tak křehký ekonomický růst. Riziková aktiva se ocitla pod tlakem a velmi rychle odevzdala zisky z počátku měsíce. Hlavní asijské akciové trhy skončily všechny v mínusu, akcie v Hong-Kongu odevzdaly 7,5 %, čínské pevninské akcie (A-Shares) 1,56 % a indické 3,8 %. Pokles ceny ropy způsobil ztráty ruským akciím (-6,6%). Výprodeje se nevyhnuly ani v Latinské Americe. Možná nejdramatičtější vývoj panoval v Turecku, když centrální banka pod tlakem prezidenta nadále snížila úrokové sazby, nehledě na neustále rostoucí inflaci. Turecká lira proto propadla více než 37 % (proti EUR), zahraniční akcioví investoři proto museli ve výsledku počítat dvouciferné ztráty.

MSCI World Index



## STRUKTURA PORTFOLIÍ

### Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolio v tomto měsíci poklesla o 2,65 %. Listopad byl pro akciové trhy poměrně nepříjemný. Hlavním negativním faktorem byl opět Covid. Čísla ve většině států i přes poměrně vysokou proočkovanosť rostla a objevila se také nová mutace Omicron, která vyvolala velké obavy na celém trhu. Nervozita ohledně její nebezpečnosti a rozpolcenost názorů na její dopady vedla k vyšší volatilitě. Druhým faktorem byla nadále rostoucí inflace a FED, který se rozhodl začít snižovat měsíční tempo nákupů aktiv a zřejmě ukončí QE k červnu roku 2022. Středoevropský region postihly taktéž silné výprodeje z důvodu Covidu. Investoři uzavírali své zisky plynoucí z letošní dobré výkonnosti regionu, zejména pak bankovního sektoru, který těžil z rostoucích úrokových sazeb. Tento měsíc se nedařilo až na výjimky všem fondům v portfoliu a přispívaly zápornou výkonností. Nejhůře na tom byl fond zaměřený na Turecko, kde pod tlakem prezidenta snižovala centrální banka úrokové sazby i přes rostoucí inflaci, což razantně oslabilo Tureckou liru. V listopadu jsme v portfoliích navyšovali akciovou expozici skrze fondy zaměřené na drahé kovy a těžařské společnosti, které by měly v portfoliu fungovat jako zajištění proti již vysoké a nadále rostoucí inflaci.

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>8,55%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,44%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	-0,03%	-0,03%	6,11%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>4,14%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,35%	-0,35%	2,48%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	-0,42%	-0,42%	1,66%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>3,09%</b>
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,99%	-0,99%	1,85%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-2,16%	-2,16%	1,23%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>6,64%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,24%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	-1,25%	0,54%	2,40%
<b>Akciové fondy</b>					<b>78,69%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-4,45%	-4,45%	12,03%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-1,56%	-2,21%	3,91%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-0,21%	1,60%	3,89%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-2,29%	-0,52%	3,86%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-5,10%	-3,38%	3,83%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,73%	-3,00%	3,81%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-3,99%	-2,25%	3,78%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-6,95%	-5,26%	3,22%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,87%	0,93%	2,86%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-3,29%	-3,93%	2,63%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-3,25%	-3,89%	2,63%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	-3,14%	-3,78%	2,62%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-0,72%	-1,38%	2,51%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-4,01%	-4,65%	2,44%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-3,58%	-4,22%	2,39%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-4,25%	-2,51%	2,38%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-4,30%	-4,93%	2,37%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-5,80%	-4,09%	2,09%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-3,52%	-1,77%	1,90%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-3,39%	-1,64%	1,89%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-1,52%	0,27%	1,71%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-3,92%	-1,29%	1,41%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	-5,29%	-2,70%	1,35%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-0,81%	0,99%	1,28%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	-7,05%	-7,66%	0,98%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-2,34%	-0,57%	0,90%
BGF World Mining I2	Globální	USD	0,46%	2,28%	0,85%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	-3,45%	-1,70%	0,81%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	0,64%	2,46%	0,77%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	-8,26%	-5,75%	0,59%
Allianz Japan Equity WT (JPY )	Japonsko	JPY	-2,94%	-0,29%	0,58%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-9,84%	-10,44%	0,42%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-1,11%</b>

## Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolio v tomto měsíci poklesla o 1,28 %. Listopad byl pro akciové trhy poměrně nepříjemný. Hlavním negativním faktorem byl opět Covid. Čísla ve většině států i přes poměrně vysokou proočkovanosť rostla a objevila se také nová mutace Omicron, která vyvolala velké obavy na celém trhu. Nervozita ohledně její nebezpečnosti a rozpolcenost názorů na její dopady vedla k vyšší volatilitě. Druhým faktorem byla nadále rostoucí inflace a FED, který se rozhodl začít snižovat měsíční tempo nákupů aktiv a zřejmě ukončí QE k červnu roku 2022. Středoevropský region postihly taktéž silné výprodeje z důvodu Covidu. Investoři uzavírali své zisky plynoucí z letošní dobré výkonnosti regionu, zejména pak bankovního sektoru, který těžil z rostoucích úrokových sazeb. Dluhopisová část portfolio přispívala taktéž zápornou výkonností. Tento měsíc se nedařilo až na výjimky všem fondům v portfolio a přispívaly zápornou výkonností. Nejhuře na tom byl fond zaměřený na Turecko, kde pod tlakem prezidenta snižovala centrální banka úrokové sazby i přes rostoucí inflaci, což razantně oslabilo Tureckou líru. V listopadu jsme v portfolích navyšovali akciovou expozici skrze fondy zaměřené na drahé kovy a těžbařské společnosti, které by měly v portfolio fungovat jako zajištění proti již vysoké a nadále rostoucí inflaci

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu			MTD Výkonnost		
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>22,26%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,00%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	-0,03%	-0,03%	20,26%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>33,83%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,35%	-0,35%	20,31%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	-0,42%	-0,42%	13,52%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>7,98%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-2,16%	-2,16%	4,32%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,99%	-0,99%	2,11%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-0,82%	0,98%	1,55%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>6,49%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,16%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	-1,25%	0,54%	2,33%
<b>Akciové fondy</b>					<b>29,89%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-4,45%	-4,45%	4,02%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-2,29%	-0,52%	1,42%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-0,21%	1,60%	1,41%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-1,56%	-2,21%	1,38%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-3,99%	-2,25%	1,36%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,73%	-3,00%	1,36%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-5,10%	-3,38%	1,35%
BGF World Mining I2	Globální	USD	0,46%	2,28%	1,31%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	0,64%	2,46%	1,28%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-6,95%	-5,26%	1,06%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-1,52%	0,27%	1,04%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,87%	0,93%	1,04%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	-3,14%	-3,78%	0,95%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-3,29%	-3,93%	0,92%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-3,25%	-3,89%	0,91%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-0,72%	-1,38%	0,88%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-4,01%	-4,65%	0,85%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-3,58%	-4,22%	0,83%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-4,30%	-4,93%	0,83%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-4,25%	-2,51%	0,83%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-5,80%	-4,09%	0,74%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-3,39%	-1,64%	0,71%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-3,52%	-1,77%	0,66%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-3,92%	-1,29%	0,49%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	-5,29%	-2,70%	0,49%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-0,81%	0,99%	0,47%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	-7,05%	-7,66%	0,35%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	-3,45%	-1,70%	0,33%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-2,94%	-0,29%	0,24%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	-8,26%	-5,75%	0,22%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-9,84%	-10,44%	0,15%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,46%</b>

## Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc poklesla o 0,35 %. Konzervativní portfolio mělo v listopadu, oproti předchozímu měsíci horší výkonnost a mazalo tak předešlé zisky. Na dluhopisových trzích nadále rezonují problémy spojené se zvýšenou inflací, na kterou pravděpodobně budou nuceni reagovat centrální bankéři v USA a Eurozóně utahováním měnových podmínek. ECB je ve své rétorice stále opatrnější a do utahování se jí moc nechce, zatímco FED se rozhodl začít snižovat měsíční tempo nákupů aktiv a zřejmě ukončí QE k červnu roku 2022. Rétorika FEDu měla však jen minimální vliv na americké výnosy. ČNB byla naopak poměrně agresivní a během listopadového zasedání překvapivě rozhodla o navýšení úrokových sazeb o 1,25%, což vedlo k inverzi české výnosové křivky. Zatímco krátký konec křivky rostl, delší část křivky klesala. Desetileté výnosy klesly až pod 2,6% v očekávání, že se v delším horizontu podaří inflaci zkrotit. Všechny dluhopisové fondy v portfoliu tak ztrácely.

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

V listopadu jsme v portfoliích navyšovali akciovou expozici skrze fondy zaměřené na drahé kovy a těžbařské společnosti, které by měly v portfoliu fungovat jako zajištění proti již vysoké a nadále rostoucí inflaci.

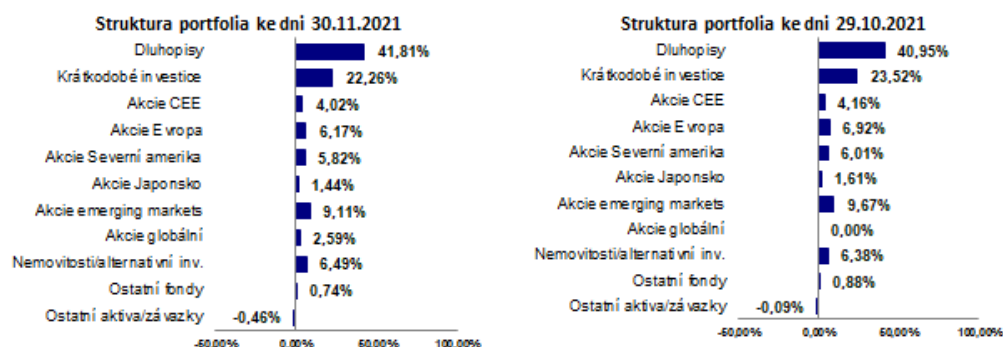
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	MTD Výkonnost		Rozložení portfolia
			v z. měně	v měně portfolia	
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>30,10%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,00%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	-0,03%	-0,03%	28,10%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>53,37%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,35%	-0,35%	32,02%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	-0,42%	-0,42%	21,35%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>7,50%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-2,16%	-2,16%	4,05%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,99%	-0,99%	2,00%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-0,82%	0,98%	1,45%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>6,54%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,19%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	-1,25%	0,54%	2,35%
<b>Akciové fondy</b>					<b>2,56%</b>
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-4,07%	-2,33%	0,63%
BGF World Mining I2	Globální	USD	0,46%	2,28%	0,33%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	0,64%	2,46%	0,32%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-4,45%	-4,45%	0,28%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-3,25%	-3,89%	0,21%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-4,01%	-4,65%	0,21%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-2,29%	-0,52%	0,17%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-3,99%	-2,25%	0,16%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	-4,32%	-1,70%	0,13%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-5,80%	-4,09%	0,08%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-4,25%	-2,51%	0,06%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,07%</b>



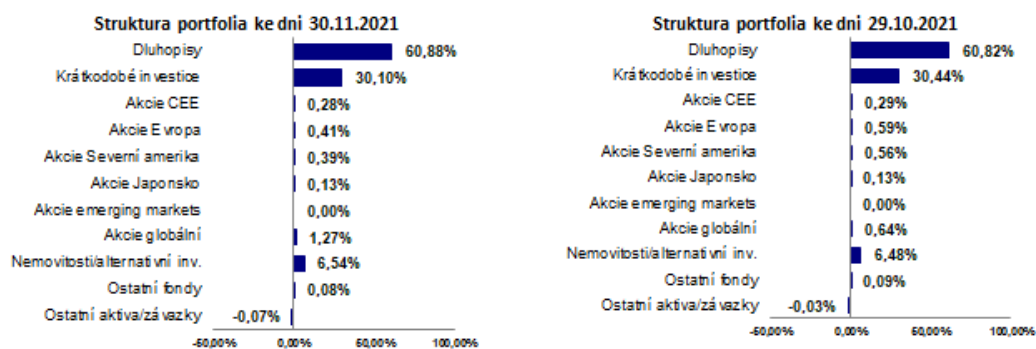
## DYNAMICKÉ PORTFOLIO



## VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



## KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### České dluhopisy

Na straně faktorů ukazujících na růst českých dluhopisových výnosů máme čtveřici důvodů. Zaprvé je zde extrémní emisní aktivita vlády, která jede v režimu „zítřejšek neexistuje“. Deficit za prvních jedenáct měsíců přesáhl 400 mld., což z něj činí deficit historicky nejvyšší, pro rok 2022 MF ČR plánuje (a do Poslanecké sněmovny již poslalo) rozpočet s deficitem 376,6 mld. a ani v dalších letech se zatím nechce v utrácení dle slov nově vznikající vlády tolik omezovat. Jinými slovy, o zásobu dluhopisů se dluhopisový trh obávat zrovna nemusí. Zadruhé, Česká republika stále vykazuje vysokou inflaci v její poptávkové složce, která je nyní skoro na 7 %. Zatřetí, sazby ČNB rostou rychle a zdá se, že porostou i dále, a to i navzdory listopadovým slovům guvernéra Rusnoka, evidentně pod vlivem pandemie, že v prosinci si ČNB může dát pauzu. Inflační realita však je taková, že ČNB bude muset dále výrazně zvýšit sazby již v 1Q22. Začtvrté, trvají obrovské fiskální stimuly v Americe a z těchto stimulů by měl pramenit strach z vyšší globální inflace, a tudíž z vyšších globálních výnosů (jakkoli tomu tak zatím příliš není). Zapáté, poptávkové tlaky sílí dokonce už i v historicky desinflační Eurozóně, kde jádrová inflace není příliš vzdálená hranici tří procent. Jediným faktorem proti růstu domácích sazeb tak je už jen 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 dále růst.

### Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Po mírné korekci v listopadu mají dle nás i polské dluhopisy nakročeno k dalšímu růstu. Inflace je vysoko, polská centrální banka s ní dle nás začne agresivněji bojovat a Eurozóna je také méně desinflační (a tudíž utážená a vyšší výnosy jsou blíž, než tomu bylo ještě před pár měsíci). To vše ukazuje na další růst delších polských výnosů.

### 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 utážená měnové politiky mnohem blíže než ECB (byť i ECB se během listopadu 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** je dle očekávání celkem resistentní vůči růstu sazeb ČNB. Vysoké deficity, vysoká inflace a překoupenost koruny budou nadále limitovat její rozlet i v případě, že ČNB dále výrazně zpřísní politiku. Očekáváme tak jen pozvolný návrat ke 25 korunám v příštím roce.

**Polskému zlotému** by z fundamentálního hlediska svědčily hodnoty silnější, než jaké vidíme dnes. Polská centrální banka sice již začala měnovou politiku zpřísnovat, ale prozatím 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 situací (příští rok by měl rozpočet dosáhnout deficitu 5 %, zadlužení dokonce klesnou pod 43 % HDP), polská centrální banka navíc bývávala historicky nejvíce jestřábí v regionu. Pokud s rychlejším zpřísněním politiky začne, posune se polský zlotý v příštím roce k 4,50.

**Maďarskému forintu** zatím centrální banka nepomohla. Zdá se však, že si uvědomuje riziko rozvolnění inflačních očekávání a věříme, že tomu v roce 2022 přizpůsobí i nastavení měnové politiky. Stane-li se tak a MNB skutečně výrazně zvýší sazby, pomůže forintů k hranici 350-355 forintů za euro.

### Globální akciové trhy

Výhled na výkonnost globálních akciových trhů se stává více a více nejistým. Nadále 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. Domníváme se proto, že v aktuálních cenách akcií je již z velké části zaceněno očekávání pozitivního budoucího vývoje a prostor pro další výrazný akciový růst je již výrazně omezen.

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

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