

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ÚNOR 2021

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



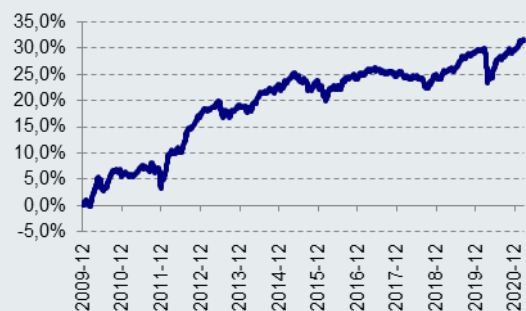
Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **171,3250**
 Výkonnost za poslední měsíc **2,44 %**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **155,3742**
 Výkonnost za poslední měsíc **1,24 %**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **131,4121**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,32 %**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Ve Spojených státech došlo v únoru k výraznému růstu požadovaných obligačních výnosů. Kvůli překvapivě dobrému tempu vakcinace, které vedlo investory k opuštění bezpečí dluhopisového přístavu a k rotaci z růstových (převážně technologických) akciových titulů k titulům hodnotovým, a kvůli obrovskému chystanému fiskálnímu stimulu, který živí obavy z inflace, se desetileté výnosy dostaly z jednoho procenta koncem ledna až na 1,5% koncem února. Výnosová křivka tak razantně zvýšila svůj sklon – na krátkém konci totiž zůstaly dvouleté výnosy kolem 0,15%, ukotvené (prozatím) neměnnou měnovou politikou amerického Fedu.

Německé desetileté vládní dluhopisy nemohly zůstat stranou vývoje na americkém dluhopisovém trhu a tak i ony narostly, byť kvůli tomu, že inflace v Eurozóně nehrozí, méně než v USA. Desetileté německé výnosy vyrostly během února z -55 b.b. na -30 b.b., výnosová křivka i zde zvyšovala svůj sklon při stabilitě krátkodobých obligačních výnosů.

DLUHOPISY ČR

Výnosy českých vládních dluhopisů začaly během února viditelně růst.

Jedním z faktorů byl vývoj na obligačních trzích v zahraničí, na rozdíl od nich však v případě české výnosové křivky výrazně rostly požadované výnosy také v segmentu kratších a středních splatností, což vedlo ke **snížení sklonu výnosové křivky**.

Krátký (dvouletý) výnos totiž narostl na bezmála jedno procento (tj. m/m o 70

b.b.), což je jeho nejvyšší hodnota od konce března minulého roku. Hlavním důvodem byla zesílená jestřábí rétorika vedení ČNB, poukazující na možný nástup cyklu zvyšování úrokových sazeb již v druhé polovině letošního roku. Podstatnou roli hrálo také zhoršení epidemiologické situace, díky které se zhoršila již tak nepříznivá fiskální situace a zintenzivnila potřeba vydávat nové státní dluhopisy ke krytí obrovského rozpočtového deficitu také v letošním roce. Tyto faktory společně s výprodejem na americkém dluhopisovém trhu způsobily i nárůst výnosů dlouhodobých vládních dluhopisů o cca 30 b.b. na 1,7%.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské

dluhopisy

Polská výnosová křivka během února také narostla, ale její sklon se na rozdíl od české křivky zvýšil. Desetileté polské výnosy totiž samozřejmě vlivem růstu výnosů na americkém trhu narostly o 45 b.b. na 1,60%, dvouleté však díky tomu, že se změnou měnové politiky Polské centrální banky se hned tak nepočítá, narostly jen kosmeticky (+10 b.b. na 0,13%).

Ukrajinské
dluhopisy

Vývoj ukrajinské ekonomiky v závěrečném kvartále a i za celý rok 2020 byl dle očekávání lepší, země se nicméně stále velmi špatně potýká s probíhající pandemií. To bude i nadále omezovat běžný provoz či fungování zemědělského sektoru. Ceny potravin byly, společně s cenami energií, jednou z výrazných položek zvyšujících již nyní inflaci. Ta bude růst i během celého roku a měla by překročit 8 %. K tomuto vývoji nemohla zůstat netečná centrální banka a po období stability sazeb zahájila, prozatím jen slovně, cyklus jejich zvyšování.

Firemní
dluhopisy

Na trhu korporátních dluhopisů byl v únoru vývoj až překvapivě stabilní. Korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně denominované v euru se během února nezměnily: u investičních dluhopisů byla změna tzv. total return indexu proti konci lednu 0%, u spekulativních +0,6%. U dolarových instrumentů byl vývoj jiný – u investičního stupně pokles po lednových -1,7% o dalších 2,6%, u spekulativního stupně růst o 0,1%. Rizikovější firemní dluhopisy

profitovaly z očekávání ekonomického oživení, hnaných nastoupenou vakcinací, růst bezrizikových výnosů je prozatím nechával bez viditelného dopadu.

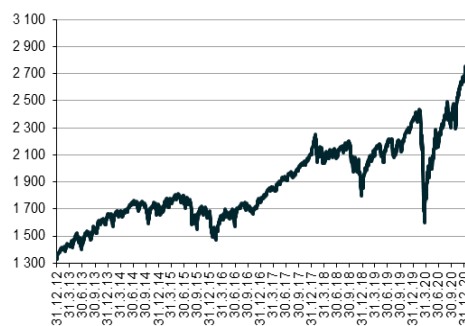
Poté, co v lednu poprvé od dubna 2020 vzrostly kreditní prémie jak investičních, tak také spekulativních korporátních dluhopisů denominovaných v euru, jsme se v únoru dočkali korekce. Dle indexu Markit iTraxx Europe poklesly CDS prémie investičních dluhopisů o 1,5%, spekulativních dluhopisů pak o 6,3%. Zatímco v prvním případě jsou CDS prémie o 16% vyšší než koncem ledna 2020, v případě spekulativních jsou o 11% nižší. To vzhledem k makroekonomické situaci a všemu, co se v posledním roce odehrálo, jen potvrzuje, že zásah centrálních banky byl vpravdě masivní a z velké míry upozadil v myslech investorů riziko, respektive směřoval investory více a více do víceúročných firemních dluhopisů s cílem zafixovat si atraktivnější potenciální výnos.

AKCIE Globální trhy

Globálním akciovým trhům se v měsíci únoru dařilo. Obavy z inflace, jež vedla k propadům cen dluhopisů, se výkonností akciových trhů výrazně nedotkly. Mírné tlaky na růst spotřebitelských cen se historicky většinou zdařile přenesly do tržeb a zisků společností. Investorský zájem o akcie tak nadále pokračoval. Pozitivně se odrážely uvolněné nastavené měnové politiky centrálních bank, rostoucí proočkovanosť proti nemoci Covid19, globálně klesající počet nakažených nebo optimistický výhled na druhou polovinu roku ať již ohledně rozvolňování lockdownů, ekonomického oživování nebo růstu zisků společností. Výsledková sezóna společností jak v USA, tak v západní Evropě dopadla nad očekávání dobře, zvláště na úrovni čistých zisků. Nejlépe se dařilo sektorům Těžby a Technologickému, slabší výsledky předvedly především Utility. V únoru si kladné zhodnocení připsaly americké (index S&P 500 +2,6 %), japonské (index Nikkei 225 +4,7 %) i evropské trhy (index DJ STOXX 600 +2,3 %).

Relativně pozitivní sentiment panoval také na středoevropských akciových trzích. Nejlépe se vedlo „českému“ akciovému indexu PX (+4 %), v němž se nachází mnoho bankovních titulů. Obecně se od listopadu roku 2020 relativně dobře daří hodnotovým akciím, které převažují v našem regionu. Slušné zhodnocení předvedly i akcie České zbrojovky, reagující na oznámení koupě stoprocentního podílu v americkém výrobci ručních zbraní, Colt. Akcie polských společností v průměru skončily s mírnou ztrátou (index WIG30 -0,7 %). Za slabou výkonností stály hlavně ztráty růstových akcií a to e-commerce společnosti Allegro (-12,5 %) nebo herní společnosti CD Project (-22,5 %). Ztráty si připsal také rumunský akciový index BET (-1 %). Nedařilo se většině velkých společností (Blue Chips), pěkných ziskových 7 % si však po dobrých hospodářských výsledcích za 4. Kvartál 2020 připsal producent vína, Purcari. Dobré hospodářské výsledky za rok 2020 a výhled pro rok 2021 po akvizici srbské Komercijalne banky oznámila slovinská Nova Ljubljanska Banka.

MSCI World Index



STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolio v tomto měsíci vzrostla o 2,44 %. Trhy vykazaly opět poměrně vysokou volatilitu. Investoři se přiklínali spíše na stranu nákupů, čemuž pomáhaly zejména stále extrémně uvolněné měnové politiky centrálních bank v čele s FEDem. Ani zvyšující se očekávání ohledně potenciálně rychle rostoucí inflaci v budoucnu nevyvolala v akciových investorech strach. Naopak velmi pozitivně se do trhu promítala rychleji rostoucí proočkovanosť populace, která s sebou přináší optimistický výhled na znovuotevření ekonomik, rozvolňování lockdownů a růstu zisků společností v tomto a následujícím roce.

V průběhu tohoto měsíce jsme se rozhodli snížit expozici na akciové trhy skrze rozvojové a rozvinuté trhy kromě středoevropského regionu, který stále považujeme za valuačně atraktivnější, a proto jeho váha v portfoliích zůstává stejná. Naopak rozvinuté a rozvojové státy za sebou mají velký růst a aktuálně je považujeme za valuačně spíše drahé. Dále jsme zvýšili zastoupení alternativních investic v portfoliích skrze Conseq realitní fond, který investorům stále nabízí stabilní a atraktivní zhodnocení. Téměř všechny fondy v tomto měsíci přispívaly v portfoliu zisky. Dařilo se zejména fondům zaměřeným na rozvinuté státy v čele s fondy zaměřujícími se na Spojené státy.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			Rozložení portfolia
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	
Krátkodobé investice					5,72%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	3,45%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,02%	0,02%	2,28%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					4,99%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,05%	0,05%	2,99%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,26%	0,26%	2,00%
Dluhopisové fondy - ostatní					3,13%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,28%	0,28%	3,13%
Fondy alternativních investic					4,85%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,78%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	2,11%	2,92%	2,07%
Akciové fondy					82,04%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	3,43%	3,43%	12,07%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	6,09%	6,80%	4,91%
NN (L) European Equity I	Lucembursko	EUR	2,81%	3,50%	4,45%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	1,97%	2,66%	4,40%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	2,49%	3,30%	4,40%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,86%	2,67%	4,35%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	0,57%	1,25%	4,31%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	5,84%	6,68%	4,27%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	5,04%	5,87%	4,25%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	0,77%	1,57%	4,04%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-2,90%	-2,13%	3,31%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	7,59%	8,44%	3,06%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	1,53%	2,21%	2,83%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	6,04%	6,88%	2,63%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	n/a	n/a	2,61%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	4,49%	5,32%	2,34%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	3,35%	4,17%	1,95%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	1,20%	2,00%	1,94%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	3,11%	2,35%	1,50%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-4,17%	-3,41%	1,48%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	1,59%	0,85%	1,46%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	3,41%	4,11%	1,41%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	5,71%	6,55%	1,39%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	3,33%	4,15%	0,86%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	4,80%	4,03%	0,66%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	n/a	n/a	0,61%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-1,61%	-0,95%	0,57%
OSTATNÍ					-0,72%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci vzrostla o 1,24 %. Trhy vykazaly opět poměrně vysokou volatilitu. Investoři se přikláněli spíše na stranu nákupů, čemuž pomáhaly zejména stále extrémně uvolněné měnové politiky centrálních bank v čele s FEDem. Ani zvyšující se očekávání ohledně potenciálně rychle rostoucí inflaci v budoucnu nevyvolala v akciových investorech strach. Naopak velmi pozitivně se do trhu promítala rychleji rostoucí proočkovanosť populace, která s sebou přináší optimistický výhled na znovuootevření ekonomik, rozvolňování lockdownů a růstu zisků společností v tomto a následujícím roce. Dluhopisovým fondům se tento měsíc opět poměrně dařilo a jejich výkonnost přispívala k výkonnosti celého portfolia.

V průběhu tohoto měsíce jsme se rozhodli snížit expozici na akciové trhy skrze rozvojové a rozvinuté trhy kromě středoevropského regionu, který stále považujeme za valuačně atraktivnější, a proto jeho váha v portfoliích zůstává stejná. Naopak rozvinuté a rozvojové státy za sebou mají velký růst a aktuálně je považujeme za valuačně spíše drahé. Dále jsme zvýšili zastoupení alternativních investic v portfoliích skrze Conseq realitní fond, který investorům stále nabízí stabilní a atraktivní zhodnocení. Téměř všechny fondy v tomto měsíci přispívaly v portfoliu zisky. Dařilo se zejména fondům zaměřeným na rozvinuté státy v čele s fondy zaměřujícími se na Spojené státy.

Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	MTD Výkonnost			Rozložení portfolia
			v z. měně	v měně portfolia		
Krátkodobé investice						13,39%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a		3,21%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,02%	0,02%		10,18%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia						36,53%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,05%	0,05%		21,89%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,26%	0,26%		14,63%
Dluhopisové fondy - ostatní						10,46%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,28%	0,28%		7,84%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-0,42%	0,37%		2,62%
Fondy alternativních investic						4,70%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a		2,63%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	2,11%	2,92%		2,08%
Akciové fondy						35,19%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	3,43%	3,43%		5,17%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	6,09%	6,80%		2,11%
NN (L) European Equity I	Lucembursko	EUR	2,81%	3,50%		1,91%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	1,97%	2,66%		1,89%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	2,49%	3,30%		1,89%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,86%	2,67%		1,86%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	0,57%	1,25%		1,85%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	5,84%	6,68%		1,84%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	5,04%	5,87%		1,82%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	0,77%	1,57%		1,74%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-2,90%	-2,13%		1,41%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	7,59%	8,44%		1,31%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	1,53%	2,21%		1,22%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	n/a	n/a		1,13%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	6,04%	6,88%		1,13%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	4,49%	5,32%		0,99%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	3,35%	4,17%		0,84%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	1,20%	2,00%		0,83%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	3,11%	2,35%		0,65%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-4,17%	-3,41%		0,63%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	1,59%	0,85%		0,63%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	5,71%	6,55%		0,60%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	3,41%	4,11%		0,60%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	3,33%	4,15%		0,37%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	4,80%	4,03%		0,28%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	n/a	n/a		0,26%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-1,61%	-0,95%		0,24%
OSTATNÍ						-0,27%

Konzervativní portfolio

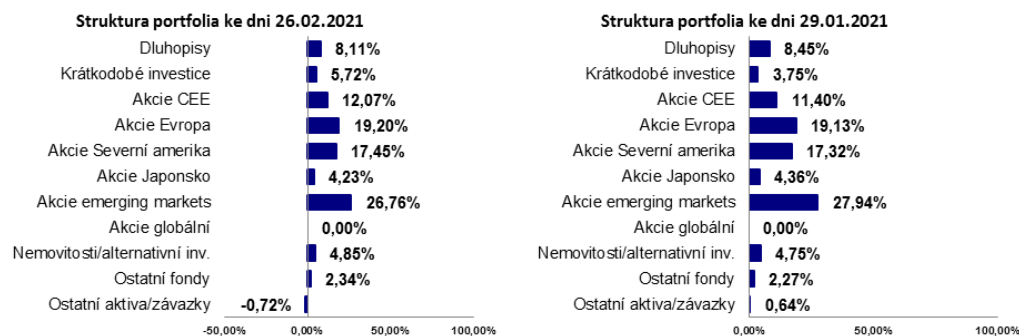
Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,32 %. Na dluhopisových trzích po několika měsících klidu došlo k výraznému růstu výnosů. Zejména z důvodu rychlejšího postupu v očkování došlo k postupnému odlivu investorů z bezpečného dluhopisového přístavu zejména k hodnotovým akciím. Na krátkém konci výnosové křivky zůstaly výnosy na téměř stejné úrovni a to zejména díky stále uvolněné měnové politice centrálních bank. Zatímco na dlouhém konci například desetileté americké výnosy rostly až na 1,5%. Naopak na trhu korporátních (rizikovějších) dluhopisů byla situace poměrně stabilní. Rizikovější dluhopisy těžily z očekávání ekonomického oživení, jenž podporuje rychlejší vakcinace proti Covid-19. Téměř všechny dluhopisové fondy v portfoliu přispěly kladným zhodnocením.

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

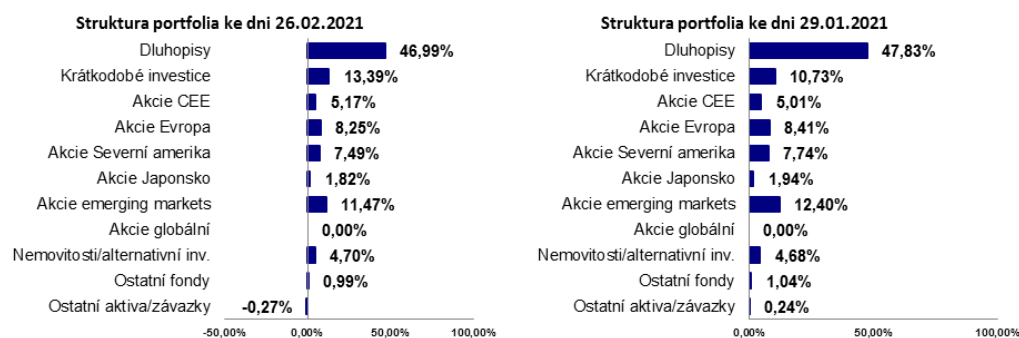
V průběhu tohoto měsíce jsme se rozhodli snížit expozici na akciové trhy skrze rozvojové a rozvinuté trhy kromě středoevropského regionu, který stále považujeme za valuačně atraktivnější, a proto jeho váha v portfoliích zůstává stejná. Naopak rozvinuté i rozvojové státy za sebou mají velký růst a aktuálně je považujeme za valuačně spíše drahé. Dále jsme zvýšili zastoupení alternativních investic v portfoliích skrze Conseq realitní fond, který investorům stále nabízí stabilní a atraktivní zhodnocení. Téměř všechny fondy v tomto měsíci přispívaly v portfoliu zisky. Dařilo se zejména fondům zaměřeným na rozvinuté státy v čele s fondy zaměřujícími se na Spojené státy.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					25,77%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,58%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,02%	0,02%	23,19%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					57,77%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,05%	0,05%	34,63%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,26%	0,26%	23,13%
Dluhopisové fondy - ostatní					7,87%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,28%	0,28%	5,91%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-0,42%	0,37%	1,96%
Fondy alternativních investic					4,85%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,76%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	2,11%	2,92%	2,09%
Akciové fondy					3,80%
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	0,24%	1,03%	1,21%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	3,43%	3,43%	0,55%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	6,09%	6,80%	0,39%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	1,97%	2,66%	0,38%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	5,84%	6,68%	0,35%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	5,04%	5,87%	0,35%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	5,32%	4,55%	0,20%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	1,53%	2,21%	0,14%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	6,04%	6,88%	0,12%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	4,49%	5,32%	0,11%
OSTATNÍ					-0,06%

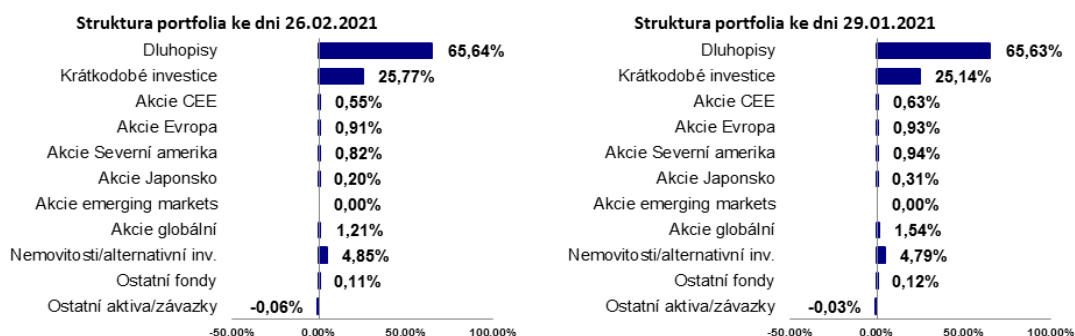
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Na straně faktorů ukazujících na růst dluhopisových sazeb máme nyní již trojici důvodů. Zaprvé 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 (s dopadem cca 100 mld. nad již beztak plánovaný deficit ve výši 320 mld. korun) a kvůli špatné epidemiologické situaci (tj. kvůli vyhlídce dlouhé uzavírky) stejně nebo horší. Zadruhé, Česká republika navzdory bezprecedentnímu zpomalení ekonomiky vykazuje vcelku vysokou míru inflace, a to (nyní zejména) v poptávkové složce. Zatřetí, sazby ČNB jsou sice na nule, ale lze čekat, že letos vyrostou (prognóza ČNB čeká v nejbližších 12 měsících čtyřnásobný růst sazeb). Naproti tomu stojí extrémně uvolněná měnová politika (jako důsledek desinflačních / deflačních tlaků) v celé Eurozóně a domácí bankovní sektor ve výrazném přebytku likvidity, který dokáže absorbovat i výrazné nové emise dluhopisů. Dle našeho očekávání budou mít ve výsledku nicméně v dalších měsících/čtvrtletích navrch domácí faktory. Očekáváme, že výnosová křivka bude zvyšovat svůj sklon růstem středně- a zejména dlouhodobých výnosů. Později by se měla celá křivka posouvat vzhůru.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

I Polsko je málo zadlužená ekonomika s relativně zdravými fundamenty a centrální bankou, která navíc, pro mnohé celkem překvapivě, snížila sazby až na nulu. Na rozdíl od ČNB však polská centrální banka nemá k utahování politiky dle svých slov pražádnou chuť, spíše naopak, a ani inflační impuls fiskální podpory tam v roce 2021 nebude tak velký jako u nás. Tlak na růst výnosů zevnitř Polska, nicméně, začíná přicházet díky scénáři ekonomického zotavení a přetrvávající zvýšené inflace, která se již dostala do viditelného kontrastu s extrémně (na polské poměry) uvolněnou měnovou politikou. Evropská centrální banka sice provádí masivní uvolňování měnové politiky, růst inflačních očekávání (zejména v USA) však i bezrizikové výnosy v EMU tlačí vzhůru, a jako externí faktor tak pomáhá (a bude i nadále) dlouhodobým obligačním výnosům vzhůru také v Polsku.

Měny

Posílení dolaru proti euru v prvních únorových dnech a pak stabilizace kurzu mezi 1,205 a 1,215 po zbytek minulého měsíce trochu nabouraly scénář (holubičí centrální bankou hnaném) setrvalého oslabování dolaru, jež se na trzích „zabydlel“ na podzim a jež byl příčinou nedávného oslabení dolaru až k hranici 1,24.

Nelze však prozatím říct, zda je to jen menší korekce či delší obrat trendu. Působení rétoriky FEDu by mělo mít trvalejší negativní dopad na hodnotu kurzu dolaru, tížit by jej v dalším období měl / mohl také extrémně nepříznivý fiskální vývoj v USA nebo rychlejší růst inflace (rozvolnění po vakcinaci + gigantický fiskální stimulus). Proti tomu z části působí fakt, že ECB dále uvolňuje měnovou politiku (její rozvaha roste rychleji než rozvaha FED-u) a rovněž očekávání, že americká ekonomika bude v letošním roce dostávat více fiskálních stimulů než ekonomika EMU, což ji může rychleji vrátit na cestu silnějšího růstu. Sumarizujíc tyto faktory tak očekáváme, že tendence ke spíše slabšímu dolaru by stále mohla v dalších měsících pokračovat, ale že nebudeme svědky nezřízeného posilování eura. Jako poměrně silná hranice odporu se jeví úroveň lehce nad 1,25.

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 postcovidovém období. Ano, mnohasetmiliardový deficit za dva roky je strašidelný, ale že by devizový trh českou korunu za rozhazovačnou vládu vytrestal, je velmi nepravděpodobné. Zatřetí, díky fiskálnímu impulzu se udržela nejen poptávka domácností, ale i inflace. ČNB na jaře roku 2020 sice snížila sazby na nulu v očekávání, že inflace rychle klesne, ale nestalo se tak. A s vakcinací se to už ani stát nemusí. Ostatně, i poslední prognóza ČNB volá po růstu sazeb.

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 nejnoveji též centrální banka, která proti zlotému otevřeně brojí, však budou polské měně bránit v posílení. Ze stávajících hodnot očekáváme letos návrat maximálně k úrovni 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.

Rok 2021 nebude jednoduchým rokem s mnoha nejistotami. Největší otázkou bude nadále vývoj situace ohledně nemoci Covid19. Spolu se zvládnutím ekonomických otázek spojených s uzavřenými ekonomikami a počtem nemocných se finanční trhy budou upínat na mezinárodní politiku prezidenta Joe Bidena vůči mnoha zemím, včetně Evropy. Také domácí záležitosti USA, především omezení moci firemních gigantů (např. Facebook, Amazon, Google) nebo zvýšení korporátních daní, bude věčným tématem pro akciové trhy. Pozitivní je probíhající očkování proti nemoci Covid19 a vidina, že by se mnohé mohlo postupně přiblížit normálu. V letošním roce budou zároveň nadále podporou uvolněné měnové politiky centrálních bank a vládní fiskální balíčky. Na druhou stranu se některé akciové trhy po proběhlých růstech nachází na vysokých hodnotových ukazatelích, přičemž těžké měsíce ohledně nemoci COVID-19 jsou ještě před námi.

Proto jsme na **akciové trhy z krátkodobého horizontu opatrní**. Negativní výkonnost očekáváme především od amerických společností, zvláště pak těch obsažených v technologickém indexu Nasdaq. V horizontu jednoho roku tak očekáváme výkonnostní zaostávání růstových společností a lepší výkonnost hodnotových akcií, jako například bankovního sektoru, průmyslu nebo ropy a plynu. To by znamenalo lepší regionální výkonnost akcií obchodovaných na evropských a rozvíjejících se trzích a horší výkonnost amerických akcií. Obecně se několika měsíční růst globálních akciových trhů v následujících měsících a letech projeví v nižším očekávaném průměrném ročním zhodnocení. Nepříznivým faktorem pro akcie je nyní negativní dynamika globálních korporátních zisků. Nicméně klíčová je podle nás pokračující masivní podpora předních centrálních bank a vládních balíčků. Růst ziskových ukazatelů korporací by se měl výrazněji dostavit až ve druhém čtvrtletí letošního roku.

Středoevropské akcie se hodnotově, oproti jiným regionům, jeví velice atraktivně. Vrácení se k pokovidovému normálu podpořené uvolněnými měnovými politikami centrálních bank a vládními fiskálními balíčky nás vedou k pozitivnímu pohledu na středoevropské akcie. Krátkodobě, vzhledem k nejednoznačnému vývoji ohledně nemoci COVID19, jsme však nadále opatrní. Nejvyšší růstový potenciál v rámci středoevropského regionu ve střednědobém horizontu nyní 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. U polského akciového trhu nadále vidíme rizika ve vysokém zastoupení státu v podílech mnoha společností, což často vede k výměnám managementu, nevhodným akvizicím nebo neefektivnímu řízení mnohdy bez ohledu na cíle minoritních akcionářů. Pozitivní však jsme na polské společnosti ze spotřebitelského sektoru a některé banky, jež dle našeho názoru mají mnoho negativních událostí již v cenách akcií obsaženy. Z hodnotového pohledu se nám líbí mnoho slovinských společností. Zajímavou investiční příležitostí nadále vidíme v akciích České zbrojovky, kdy se jedná o dobře řízenou společnost, s kvalitními výrobky, rostoucím tržním podílem, zdravou kapitálovou strukturou, plánovaným rozšířením výrobních kapacit a potenciálem koupit americkou společnost Colt

Anne-Françoise Blüher

Adam Šperl

Šimon Schloff

Portfolio managers