

## ERGO pojišťovna

## ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ZÁŘÍ 2021

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



### Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **182,4943**  
 Výkonnost za poslední měsíc **-2,18 %**



### Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **159,5422**  
 Výkonnost za poslední měsíc **-1,00 %**



### Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **132,7845**  
 Výkonnost za poslední měsíc **-0,18 %**

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

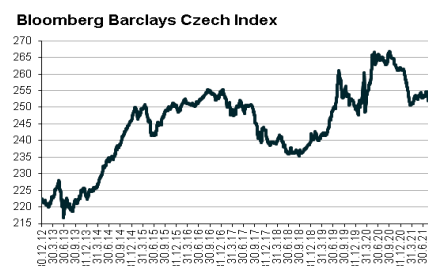
### DLUHOPISY – USA, EMU

V posledním roce jsme na americkém dluhopisovém trhu zaznamenali tři rozdílná období. Od konce července covidového roku 2020 začaly americké dlouhé výnosy pomalu růst s tím, jak se ukazovalo, že pandemie nebude mít větší dlouhotrvající následky a s tím, jak se trh (lehce) začal zamýšlet nad tím, zda se bezprecedentní fiskální expanse přece jenom nakonec neprojeví v růstu inflace. Do konce minulého roku tak americké desetileté dluhopisy vyrostly z 0,5 % v červenci 2020 na cca 0,9 % koncem prosince 2020. Od ledna letošního roku se inflační obavy vyostřily, což v prvním čtvrtletí vystřelilo desetileté výnosy až na 1,8 %. Od konce března letošního roku, letní měsíce nevyjímaje, však dluhopisové trhy (resp. to, co z nich zbylo po vpádu centrálních bank na ně) tyto obavy začaly (ve světle inflačních dat zcela iracionálně) opouštět. V červenci tak desetileté výnosy klesly až pod 1,20 %, v srpnu sice vyrostly, ale jenom velice mírně (1,3 %). Až po zasedání FED-u v září, na němž Powell de facto ohlásil, že FED brzy začne snižovat tempo odkupu aktiv, výnosy vyrostly, i když nikterak dramaticky: koncem září se desetileté výnosy dostaly lehce nad 1,50 %, dvouleté zůstaly na 0,3 %.

V Eurozóně jsme od července, kdy se německé výnosy dostaly na -50 b.b., pozorovali pozvolný růst výnosů. Během srpna tak německé desetileté výnosy narostly na -40 b.b., v září, zejména v jeho poslední dekádě a v návaznosti na růst amerických výnosů, „až“ na -20 b.b.

### DLUHOPISY ČR

**České výnosová křivka se vlivem překvapivého zářijového zasedání ČNB posunula celá nahoru.** Na krátkém konci vzrostly oproti konci srpna výnosy o bezmála 40 b.b. (na 2,1 %), na dlouhém konci pak o 26 b.bodů (na identických 2,1 %). Nebýt výnosů kolem 2,2 % na střední části křivky, byla by česká křivka zcela plochá.



### DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

#### Polské

#### dluhopisy

**I polské dlouhé výnosy během září vzrostly, a to ještě výrazněji než v ČR.** Dvouleté výnosy vyrostly nad procento (+65 b.b. oproti konci srpna), desetileté se dostaly na dohled 2,3 % (+50 b.b. oproti konci srpna), což bylo v obou případech nejvýše od března 2020. Tento růst je živen inflačním vývojem v Polsku, kde trh nevěří centrální bance, že bude zvyšovat sazby za dlouhou dobu – kontrakty FRA 6x9 vzrostly během srpna na 1,3 %, což implikuje, že trh nyní čeká čtyřnásobné zvýšení sazeb v relativně blízké době.

#### Ukrajinské dluhopisy

Ke zlepšení výkonnosti ukrajinské ekonomiky ve druhém kvartále sice došlo, ale stále výrazně slabšímu oproti očekávání. Hlavním důvodem byl opožděný rozjezd zemědělské aktivity. Aktuální vývoj průmyslové produkce, maloobchodních tržeb i očekávané rekordní úrovně zemědělské sklizně potvrzují, že ve zbytku roku lze očekávat lepší výsledek. Na inflační frontě došlo k materializaci očekávaného zpomalení tempa růstu cenové hladiny. Jestřábí tón centrální banky, doplněný začátkem září zvýšením sazeb o 50 b.b. dále přispíval k ukotvení inflačních očekávání. Centrální banka indikovala připravenost pokračovat ve zvedání sazeb, nicméně vzhledem k inflačnímu výhledu se aktuálně nachází blízko vrcholu současného cyklu. Výnosy státních dluhopisů delších splatností tak na vyšší měnově politické sazby příliš nereagovaly, na krátkém konci jsme mohli pozorovat růst o cca 50 b.b. I nadále posiloval kurz Hřivny a to až na roční maxima proti americkému dolaru.

#### Firemní dluhopisy

Na trhu korporátních dluhopisů byl v září, stejně jako v předcházejícím půlroce, vývoj vcelku poklidný. Korporátní dluhopisy investičního stupně denominované v euru se během měsíce nezměnily, u jejich spekulativních protějšků jsme zaznamenaly jen minimální pokles tzv. total return indexu (TRI) o 0,1 %. U dolarových instrumentů byl vývoj lehce paradoxní – zatímco

dluhopisy investičního stupně zaznamenaly v návaznosti na zasedání americké centrální banky pokles TRI o 1,3 %, u spekulativního to bylo pouze o 0,2 %.

V září došlo po delší době k růstu vnímání rizika na trhu, i když také lehce paradoxním způsobem. Zatímco rizikové prémie (CDS) u investičních dluhopisů denominovaných v euro vzrostly o 11,9 %, u spekulativního stupně byl růst mnohem menší, skoro nezatelný (0,3 %). Navíc, zatímco oproti konci minulého roku jsou rizikové prémie u investičních instrumentů vyšší o 4,5 %, u spekulativních jsou o 31,1 % (!) nižší.

## AKCIE Globální trhy

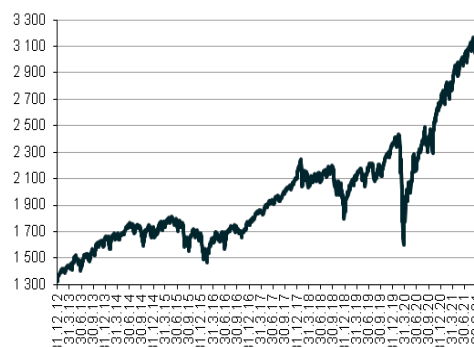
Globální akciové trhy si v průběhu září prošly korekcí (index vyspělých trhů MSCI World -4,3 %). Po silných růstech akciových trhů v letošním roce začala část investorů před koncem roku uzavírat solidní zisky. Dalšími důvody k opatrnosti a snížení akciové expozice vedly obavy z rostoucího tempa inflace a možných reakcí centrálních bank. V září americká centrální banka FED oznámila, že rozhodnutí o potenciálním utážení měnové politiky bude zveřejněno v listopadu. Obecně rostoucí inflační ukazatele u producentů i

spotřebitelů nepředstavují dobré prostředí pro akciové trhy. Do toho rostly také důležité ceny energií a některých komodit. To vedlo například ve Velké Británii k přerušení provozu některých továren. Zvýšená nejistota a opatrnost tak vedla k propadům vyspělých akciových trhů: americký index S&P 500 meziměsíčně -4,8 %, evropský index DJ STOXX 600 -3,4 %.

Relativně dobře se vedlo akciím společností obchodovaných na středoevropských burzách. Oproti vyspělým trhům byl za lepší výkonností místních trhů především vyšší podíl bankovních titulů. Rostoucí inflační tlaky vedou k zvyšování úrokových sazeb centrálními bankami, což by mělo mít pozitivní vliv na úrokové výnosy komerčních bank. To se následně promítlo do dobré výkonnosti akcií bank: Erste Bank (+11,8 %), Komerční banka (+7,1 %), OTP (+2 %), Nova Ljubljanska Banka (+4,3 %), atd. Rostoucí ceny silové elektřiny prospívaly akciím ČEZ. Dobré výsledky hospodaření po akvizici Coltu a optimistický výhled do budoucích měsíců znamenal vynikající meziměsíční zhodnocení pro akcie Česká Zbrojovka (+25,2 %). V Polsku se výrazně nedařilo on-line tržišti Allegro (zájemci o českou společnost Mall), které se zvyšuje konkurence v podobě expandujícího Amazonu a AliExpress. Akciový index českých akcií si tak v září připsal +3,2 %, maďarský index BUX +1,7 %, rumunský index BET +3,8 % a bohužel polský akciový index WIG 30 ztrátu -2,1 %.

Akcije na rozvíjejících se trzích následovaly globální sentiment a nadále tak letos pokračují v nevýrazných výsledcích. Souhrnný index MSCI Emerging Markets USD odepsal v září 4,25 %, od začátku roku je tak již ve ztrátě a od svého maxima z poloviny února korigoval přes 13 %. V centru pozornosti stojí i nadále čínské akcie, finanční problémy gigantické developerské firmy Evergrande (ale i několika dalších) s reálnou možností bankrotu resonovaly silně globálními finančními trhy. Akcie v Hong-Kongu se propadly o 5 %, domácí (on-shore) akcie nakonec skončily v plusu a připsaly 1,2 % (index CSI 300). Daří se nadále indickým akciím, které připsaly již pátý ziskový měsíc v řadě. Nejhorší výsledky zaznamenaly akcie v Latinské Americe, jejichž celkový index odepsal přes 11 % (v USD). Na vině byl zejména silící americký dolar, rostoucí inflace a s tím spojené utahování měnových podmínek, a v neposlední řadě celkové zpomalování ekonomické aktivity v regionu. Nezanedbatelný dopad má i rekordní sucho v Brazílii, které má vliv na letošní úrodu a ceny energií. Růst cen komodit naopak pomohl ruským akciím (+4,8 %).

MSCI World Index



## STRUKTURA PORTFOLIÍ

### Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci klesla o 2,18 %. Září bylo pro akciové trhy slabším měsícem, ve kterém si prošly citelnou korekcí. Důvodem k opatrnosti investorů byla zejména zvýšená a stále rostoucí inflace, na kterou by mohli reagovat centrální bankéři. S rostoucím rizikem se část investorů rozhodla uzavřít zisky, což se do trhu v září promítlo záporným vývojem. Také rostoucí množství problémů v jednotlivých ekonomikách, zvyšující se ceny komodit, vstupů do výroby a hlavně nedostatek čipů dopadalo na trhy negativně. Tento měsíc se nedařilo zejména fondu zaměřenému na Latinskou Ameriku, kde se nejvýrazněji promítá rostoucí inflace, posilující dolar a celkové oslabování ekonomické aktivity v tomto regionu. Naopak dobrou výkonnost v měsíci předvedly fondy zaměřené na Japonské akcie. V průběhu září nedošlo k žádným změnám v portfoliu.

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>5,06%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,68%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,06%	0,06%	3,38%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>5,03%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,09%	-0,09%	3,02%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	-0,11%	-0,11%	2,02%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>4,57%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,54%	-0,54%	2,73%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,58%	0,58%	1,84%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>7,18%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,93%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	-6,71%	-4,76%	2,26%
<b>Akciové fondy</b>					<b>79,71%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	0,81%	0,81%	12,89%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-2,39%	-0,35%	4,04%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,18%	0,89%	3,99%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-3,68%	-1,67%	3,97%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-5,89%	-3,92%	3,96%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-3,15%	-1,12%	3,80%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-1,83%	-1,95%	3,68%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-10,59%	-8,72%	3,14%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,81%	-0,78%	2,86%
NN (L) European Equity I	Lucembursko	EUR	-1,65%	-1,77%	2,78%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-3,10%	-3,21%	2,71%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-5,43%	-5,54%	2,70%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-2,08%	-2,20%	2,57%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-2,78%	-0,75%	2,56%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-4,42%	-4,53%	2,48%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-7,07%	-7,18%	2,41%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-5,35%	-5,46%	2,40%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	-4,82%	-2,83%	2,22%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	0,41%	2,51%	2,05%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-4,11%	-2,10%	1,83%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-0,11%	1,98%	1,63%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	4,23%	4,34%	1,57%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	5,46%	5,57%	1,51%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-4,75%	-2,76%	1,32%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	4,65%	4,53%	1,17%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	1,40%	3,52%	0,86%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	-4,91%	-2,92%	0,83%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	2,03%	2,14%	0,65%
Allianz Japan Equity WT (JPY )	Japonsko	JPY	4,44%	4,55%	0,64%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-6,93%	-7,04%	0,47%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-1,55%</b>

## Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci klesla o 1,00 %. Září bylo pro akciové trhy slabším měsícem, ve kterém si prošly citelnou korekcí. Důvodem k opatrnosti investorů byla zejména zvýšená a stále rostoucí inflace, na kterou by mohli reagovat centrální bankéři. S rostoucím rizikem se část investorů rozhodla uzavřít zisky, což se do trhu v září promítlo záporným vývojem. Také rostoucí množství problémů v jednotlivých ekonomikách, zvyšující se ceny komodit, vstupů do výroby a hlavně nedostatek čipů dopadalo na trhy negativně. Tento měsíc se nedařilo zejména fondu zaměřenému na Latinskou Ameriku, kde se nejméně promítá rostoucí inflace, posilující dolar a celkové oslabování ekonomické aktivity v tomto regionu. Naopak dobrou výkonnost v měsíci předvedly fondy zaměřené na Japonské akcie. Dluhopisové fondy se podílely na celkové výkonnosti portfolia negativně. V průběhu září nedošlo k žádným změnám v portfoliu.

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>12,52%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	<b>0,89%</b>
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,06%	0,06%	<b>11,63%</b>
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>37,16%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,09%	-0,09%	<b>22,28%</b>
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	-0,11%	-0,11%	<b>14,88%</b>
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>11,93%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,54%	-0,54%	<b>7,11%</b>
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-0,18%	1,91%	<b>2,72%</b>
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,58%	0,58%	<b>2,10%</b>
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>9,05%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	<b>6,84%</b>
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	-6,71%	-4,76%	<b>2,21%</b>
<b>Akciové fondy</b>					<b>30,28%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	0,81%	0,81%	<b>4,89%</b>
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-2,39%	-0,35%	<b>1,53%</b>
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,18%	0,89%	<b>1,51%</b>
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-3,68%	-1,67%	<b>1,50%</b>
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-5,89%	-3,92%	<b>1,50%</b>
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-3,15%	-1,12%	<b>1,44%</b>
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-1,83%	-1,95%	<b>1,38%</b>
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-10,59%	-8,72%	<b>1,19%</b>
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,81%	-0,78%	<b>1,09%</b>
NN (L) European Equity I	Lucembursko	EUR	-1,65%	-1,77%	<b>1,05%</b>
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-3,10%	-3,21%	<b>1,02%</b>
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-5,43%	-5,54%	<b>1,01%</b>
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-0,11%	1,98%	<b>0,99%</b>
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-2,08%	-2,20%	<b>0,98%</b>
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-2,78%	-0,75%	<b>0,97%</b>
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-4,42%	-4,53%	<b>0,94%</b>
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-7,07%	-7,18%	<b>0,92%</b>
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-5,35%	-5,46%	<b>0,91%</b>
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	-4,82%	-2,83%	<b>0,84%</b>
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	0,41%	2,51%	<b>0,78%</b>
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-4,11%	-2,10%	<b>0,69%</b>
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	4,23%	4,34%	<b>0,60%</b>
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	5,46%	5,57%	<b>0,57%</b>
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-4,75%	-2,76%	<b>0,51%</b>
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	4,65%	4,53%	<b>0,44%</b>
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	-4,91%	-2,92%	<b>0,31%</b>
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-6,93%	-7,04%	<b>0,29%</b>
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	4,44%	4,55%	<b>0,25%</b>
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	2,03%	2,14%	<b>0,24%</b>
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	1,40%	3,52%	<b>-0,05%</b>
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,94%</b>

## Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc klesla o 0,18 %. Konzervativní portfolio mělo v září poměrně slabou výkonnost. Fondy zařazené v portfoliu připisovaly takřka ve všech případech ztráty. Desetileté výnosy po sérii několika měsíců klesajícího trendu konečně rostly a stálo zatím zejména zasedání FEDu, na kterém J.Powell ohlásil možné snížení tempa odkupu aktiv. Problémem na trhu zůstává vysoké zadlužení po pandemii Covid-19 a již poměrně vysoká a nadále rostoucí inflace. Všechny tyto faktory, které mají stejný spád ve všech regionech včetně Středoevropského, měly negativní vliv na celkovou výkonnost portfolia. Jediným dluhopisovým fondem přispívajícím kladnou výkonnost během září byl Conseq fond vysoce úročených dluhopisů.

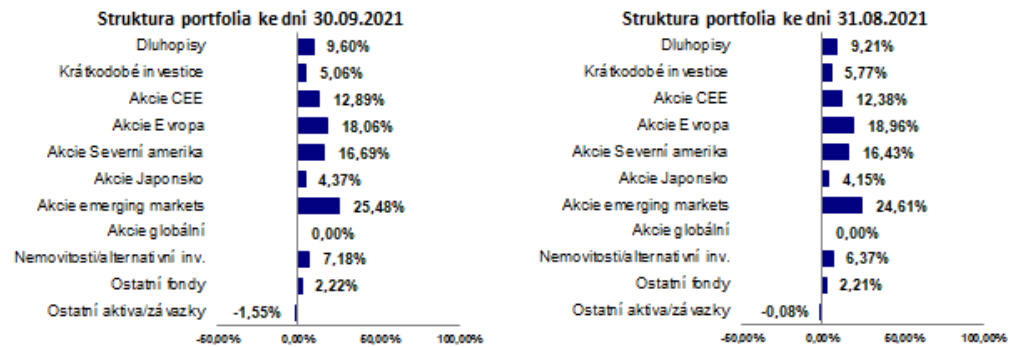
Část portfolia alokovaná do akcií a alternativních investic tento měsíc působila na výkonnost portfolia negativně.

V průběhu září nedošlo k žádným změnám v portfoliu.

Název fondu	Teritoriální zaměření	MTD Výkonnost			Rozložení portfolia
		Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>21,76%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,64%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,06%	0,06%	20,12%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>57,31%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,09%	-0,09%	34,38%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	-0,11%	-0,11%	22,92%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>11,30%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,54%	-0,54%	6,74%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-0,18%	1,91%	2,56%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,58%	0,58%	1,99%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>7,25%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	5,02%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	-6,71%	-4,76%	2,23%
<b>Akciové fondy</b>					<b>2,51%</b>
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-5,62%	-3,65%	0,78%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	0,81%	0,81%	0,41%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-2,08%	-2,20%	0,29%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-3,10%	-3,21%	0,28%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-2,39%	-0,35%	0,22%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-3,68%	-1,67%	0,22%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	4,28%	4,39%	0,14%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-2,78%	-0,75%	0,09%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	-4,82%	-2,83%	0,08%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,12%</b>



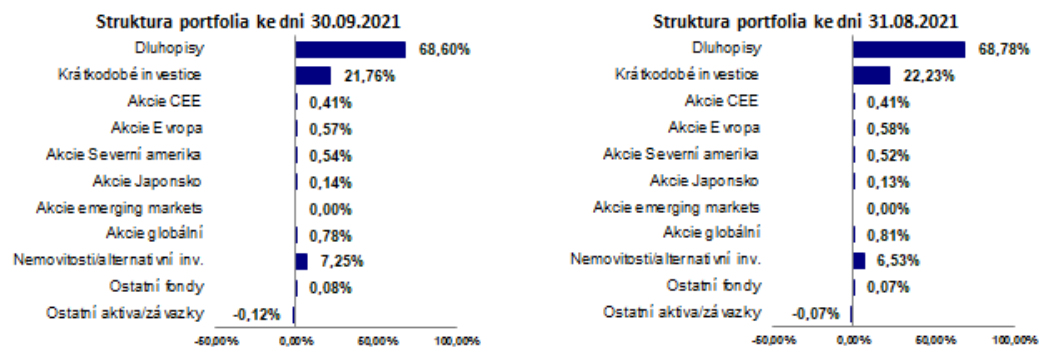
## DYNAMICKÉ PORTFOLIO



## 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 „zítřek neexistuje“. Deficit za prvních tří čtvrtletí dosáhl 326,3 mld., což z něj činí nejvyšší srpnový deficit v historii, pro rok 2022 MF ČR plánuje (a do Poslanecké sněmovny již poslalo) rozpočet s deficitem 376,6 mld. a ani v dalších letech se nechce v utrácení příliš omezovat. Jinými slovy, o zásobu dluhopisů se dluhopisový trh obávat zrovna nemusí. Zadruhé, Česká republika stále vykazuje vcelku vysokou inflaci v její poptávkové složce, která je již skoro rok a půl na(d) 3 %. Zatřetí, sazby ČNB rostou rychle a guvernér Rusnok navzdory nelibosti politiků říká, že budou růst rychle i v dalších měsících, a to až k neutrální sazbě 2,5-3 %. 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).

Naproti těmto faktorům stojí (1) extrémně uvolněná měnová politika (jako důsledek minimálních poptávkových inflačních tlaků) v celé Eurozóně, která bude zřejmě trvat dlouho, a také (2) domácí bankovní sektor nacházející se 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. Z toho pramení naše očekávání růstu českých, zejména delších, výnosů.

Vzhledem k tomu, že polská inflace je velmi vysoko a že dle nás bude muset přijít zásah centrální banky dřív, než centrální banka tvrdí (a tedy spíše v souladu s tím, co čeká forwardový trh), očekáváme, že polské výnosy budou, podobně jako v ČR, dále růst.

U kurzu **eura proti dolaru** se v letošním roce zastavil trend k oslabování dolaru z minulého roku, který byl hnán proti-dolarovým inflačním narativem. Ve světle inflačního vývoje v letošním roce v USA to je překvapivé, ale je to tak. I když v září došlo k posílení dolaru proti euru až na hranici 1,16, nadále se domníváme se, že FED zůstane delší dobu takřkajíc za křivkou, a tedy že inflace zůstane delší dobu vyšší. V delším horizontu tak díky vyšší inflaci bude dle nás dolar trpět.

Jak jsme psali v minulých vydáních tohoto materiálu, **koruna** svým posílením v květnu letošního roku dle nás potenciál pro další letošní posílení již vyčerpala. To potvrdil i vývoj v letních měsících a ostatně i v září. Že by měla ale oslabit nečekáme – na špatném fiskálu trhům nezáleží, delta variant koronaviru také už asi nepovede k tak rozsáhlým uzavírkám ekonomiky jako minulý rok – jinými slovy, oslabení, pokud nějaké, bude jen epizodické a bude mít krátké trvání. Ve zbytku letošního roku tak čekáme převážně oscilaci mezi 25,30 a 25,50, v příštím pak kvůli výrazně se rozšiřujícímu úrokovému diferenciatu mezi ČNB a ECB posílení lehce pod 25 korun. Proti většímu posílení mluví velmi nevyrovnaný vývoj rozpočtu, ataky politiků na ČNB i překoupenost koruny v důsledku devizových intervencí.

**Polskému zlotému** by z fundamentálního hlediska svědčily hodnoty silnější, než jaké vidíme dnes. Dle nás se i v Polsku postupně blížíme k bodu, kdy se politika centrální banky začne zpřísňovat. Takový krok není v Polsku omezován, podobně jako v ČR, rozpočtovou situací (příští rok by měl rozpočet dosáhnout deficitu 5 %, zadlužení dokonce klesnou pod 43 %), polská centrální banka navíc bývávala historicky nejvíce jestřábí v regionu a je dnes jediná, která politiku neutahuje. Pokud se zpřísňováním politiky začne, posune se polský zlotý v příštím roce směrem ke 4,40. Na větší posílení nejspíš kvůli jen neochotnému tempu zpřísňování měnové politiky polské centrální banky energii mít polská měna nebude.

**Maďarskému forintu** donedávna škodila, podobně jako jeho polskému protějšku, centrální banka, která chtěla mermomocí udržet měnovou politiku co možná nejuvolněnější. Obrat v červnu a pokračování utahování v červenci se už v srpnu dle našeho očekávání projeví v posílení k hranici 345. Záříjové oslabení dle nás rychle odezní, a jelikož viceguvernér přislíbil další růst sazeb, čekáme, že do konce roku forint posílí na 340. V příštím roce se pak dostane pod tuto hranici.

### Dluhopisové trhy střední a východní Evropy Měny



S blížícími se nejistými podzimními měsíci, v případě nízké proočkovanosti populace, se může dostavit další vlna růstu počtu nakažených nemocí COVID19. To by znamenalo další možné restriktivní opatření, s dopadem do ekonomik, hospodaření domácností a společností. Proto jsme na některé akciové trhy opatrní, zvláště pak na severoamerické trhy. Mezi hlavní důvody naší opatrnosti patří vysoké úrovně globálních akciových indexů, některé hodnotové ukazatele globálních akciových indexů jsou v případě amerického trhu na historických maximech. Mezi další obavy patří obavy z výrazně zvýšené inflace kvůli stále bezprecedentním monetárním a fiskálním stimulům v klíčových největších ekonomikách, zejména USA, eurozóně a Japonsku. Rizika také vidíme 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 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 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 (oček P/E 12; P/S 1,3; EV/EBITDA 7,5). 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 (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. 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*