

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC LEDEN 2021

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **181,8917**

Výkonnost za poslední měsíc **-2,81 %**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **157,9199**

Výkonnost za poslední měsíc **-1,60 %**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **132,1884**

Výkonnost za poslední měsíc **-0,36 %**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Během ledna 2022 americká výnosová křivka výrazně narostla – na krátkém konci se dvouleté výnosy zvýšily o bezmála 45 bb. na 1,16 %, na dlouhém konci pak desetileté výnosy přidaly zhruba čtvrt procentního bodu a přehouply se přes 1,75 %. Důvodem byl jestřábí FED.

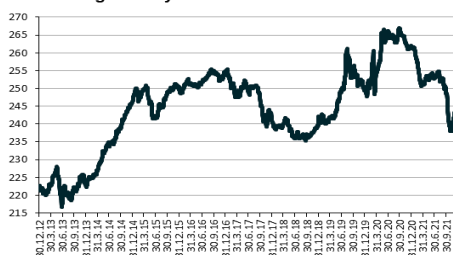
Na německých vládních dluhopisech jsme také viděli mírný posun nahoru spojený s růstem sklonu výnosové křivky. Na krátkém konci se dvouleté výnosy sice nezměnily a zůstaly na úrovni -60 b.b., na desetileté splatnosti však výnosy vyrostly o cca 13 b.b. na -5 b.b.

DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka se v lednu posunula paralelně směrem nahoru.

Vyhlídka dalšího růstu sazeb ČNB zvedla krátký (dvouletý) konec z 3,65 % koncem prosince na 4 % koncem ledna, na střední části křivky vzrostly (pětileté) vládní výnosy o 22 b.b. na 3,5 % a na dlouhém konci desetileté výnosy o 40 b.b. na 4,05 %.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Polská křivka během ledna 2022 výnosově narostla za současného růstu sklonu. Vlivem dalšího růstu inflace narostly výnosy na delších splatnostech – zatímco dvouleté výnosy zůstaly prakticky bez změny na 3,45 % (+4 b.b. oproti konci prosince), pětileté i desetileté přidaly 35-40 b.b. a dostaly se na 4 % resp. 4,05 %.

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. Nadále přetrvávalo geopolitické napětí na hranicích s Ruskem a to i přes probíhající diplomatická jednání na úrovni NATO x Rusko x USA. Stupňování ruských požadavků a absence hmatatelných výsledků jednání vedlo k pokračujícímu poklesu cen ukrajinských aktiv. Rusko soustavně zvyšuje svůj tlak v mezinárodních vztazích (např. i snahou o zprovoznění plynovodu Nord Stream) a využívá hrozbu vojenské operace na Ukrajině pro to, aby přimělo vrcholné politiky k upuštění od myšlenky jejího plného začlenění do struktury NATO. Výnosy ukrajinských dluhopisů tak dále vzrostly a v oslabování pokračovala i ukrajinská měna.

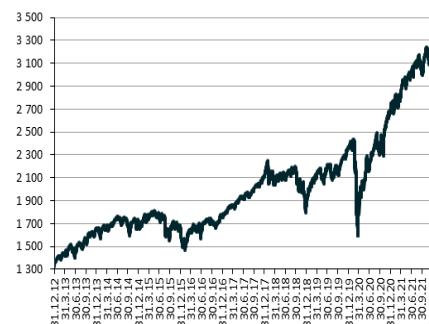
Firemní dluhopisy

Na trhu korporátních dluhopisů v Eurozóně i v USA byl v lednu vývoj vzhledem k vývoji na trhu vládních dluhopisů vcelku předvídatelný: u všech korporátních dluhopisů došlo k cenovým poklesům. Pokles tzv. total return index (TRI) byl nejmenší u korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR (-0,03 %), největší pak u dolarových instrumentů investičního stupně (-3,9 %). U nástrojů spekulativního ratingu dosáhl pokles 1,1 % (v případě eurových dluhopisů) resp. 3 % (v případě dolarových instrumentů).

V lednu 2022 také došlo k růstu vnímání rizika na trhu, a to jako důsledek obav z americké centrální banky. U investičních dluhopisů denominovaných v EUR narostly prémie o 24 % (a dostaly se tak nejvýše od listopadu 2020), u spekulativních pak o 33 % (a jsou tak nejvýše od března 2021).

Po dobré výkonnosti v roce 2021 si vyspělé akciové trhy v průběhu ledna prošly korekcí (index MSCI World -5 %). Začátek roku se nesl v obavách ze silné inflace a následných reakcí centrálních bank. Právě očekávání zvyšování úrokových sazeb americkou centrální bankou FED vedly k výprodejům převážně růstových společností. Ty jsou nejvíce zastoupeny technologickým indexu Nasdaq, který se meziměsíčně propadl o 9 %. Zbylé americké indexy, obsahující širokou škálu sektorů, skončily lépe (index S&P 500 -5,3 %). Probíhající výsledková sezóna vyzněla opět lépe než byla očekávání analytiků, k překonání docházelo na úrovni tržeb i čistých zisků. Negativní reakce se však u některých společností dostavily, i přes dobré hospodářské výsledky, oznámily očekávaný růst mzdových a výrobních nákladů s dopady na ziskové ukazatele. Evropské trhy reagovaly střídavě, zvyšování úrokových sazeb Evropskou centrální bankou je letos málo pravděpodobné, případně nevýrazné, přičemž hodnotové ukazatele lokálních akcií jsou docela atraktivní. Evropský index DJ STOXX 600 meziměsíčně odepsal 3,9 %.

MSCI World Index



Středoevropským trhům se vedlo, oproti vyspělým trhům, lépe. Maďarský index BUX skončil nejlépe (+5,4 %). Mohly za to akcie banky OTP, která pozitivně reagovala na zvyšující se úrokové sazby maďarské centrální banky. Dařilo se také slovinským (index SBITOP +2,5 %) a rumunským akciím (index BET +1 %). Pozitivní výkonnosti byly především dosaženy na základě utahujících se měnových politik centrálních bank pomocí zvyšování úrokových sazeb. Obdobně se tak také dařilo akciím „českých“ bank a celému českému akciovému trhu (index PX -0,7 %). Právě vysoká váha bankovních titulů, vysoké úspory domácností a rostoucí úrokové sazby jsou pozitivní pro zisky bank a jejich akcií. Valná hromada O2 CR odsouhlasila vytěsnění minoritních akcionářů, s následným stažením z obchodování na burze.

Také pro akcie na rozvíjejících se trzích byl leden ztrátový měsíc, dokázaly však překonat vyspělé trhy, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD odepsal jen 1,9 %. Hlavní příčinou výprodejů byly obavy z možnosti razantnějšího utahování měnové politiky amerického Fedu. Vůbec se nedařilo korejským akciím (-10,5 %), které kromě toho reagovaly ještě na slabší výsledky tamních společností ve 4Q. Jen o něco lépe dopadly čínské domácí akcie (A-Shares), a to zásluhou výprodejů v technologickém sektoru. Naopak dařilo se akciím v Hong-Kongu a (relativně) i v Indii a Taiwanu. Leden byl výborný především pro brazilské akcie (+7 %), jimž pomohla lepší makroekonomická data a deklarovaná snaha prezidentského kandidáta L. da Silvy ohledně vytvoření širší koalice v případě výhry v letošních prezidentských volbách. Trhy také rovněž rezonovaly vzrůstajícím napětím na rusko-ukrajinských hranicích. Ruské akcie odepisovaly přes 6,7 %.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci poklesla o 2,81 %. Akciové trhy si v lednu prošly korekcí. Největších propadů se dočkaly technologické růstové akcie v reakci na zvýšenou míru inflace a obavy z odpovědi centrálních bank. V Evropě byl průběh korekce o něco klidnější než na amerických trzích - v případě ECB se zvýšení sazeb letos neočekává. V průběhu měsíce zveřejnila část společností své výsledky za poslední kvartál roku 2021. Obecně docházelo k překonání odhadů analytiků na úrovni tržeb i zisků, některé společnosti však zhoršily svůj výhled do budoucna, kvůli očekávanému zvýšení nákladů, což na trhu vyvolalo i negativní reakce. Navzdory klesajícím trhům se dařilo tureckým a latinskoamerickým akciím, díky vysokému zastoupení bank rostl i střeoevropský region. Naopak nejhorší propady zaznamenalo v našem portfoliu Japonsko a Austrálie. V průběhu ledna jsme se rozhodli navýšit naše pozice v Latinské Americe na úkor všech ostatních regionů v rámci Emerging Markets, a to zejména kvůli jejich nízkým valuacím. Dále jsme se rozhodli zařadit fond zaměřený na kanadské akcie, který je valuacně také levný a svým složením by měl v prostředí utahujících se měnových politik a vyšších cen komodit profitovat. Koruna díky jehšťábí ČNB nadále posilovala, což vedlo k pozitivnímu vlivu měnového zajištění na naše portfolia.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			Rozložení portfolia
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	
Krátkodobé investice					7,72%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	3,40%
Conseq Invest Konzervativní A	Střeoevropský region	CZK	0,15%	0,15%	4,32%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					4,01%
Conseq Invest Dluhopisový B	Střeoevropský region	CZK	-0,24%	-0,24%	2,40%
Conseq korporátních dluhopisů A	Střeoevropský region	CZK	0,03%	0,03%	1,61%
Dluhopisové fondy - ostatní					3,00%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,27%	0,27%	1,82%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-2,50%	-2,50%	1,17%
Fondy alternativních investic					6,61%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,29%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	-4,58%	-5,06%	2,32%
Akciové fondy					79,27%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Střeoevropský region	CZK	0,05%	0,05%	11,16%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	3,84%	3,31%	5,02%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-1,53%	-2,03%	3,49%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-1,84%	-2,34%	3,47%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,22%	-1,72%	3,41%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,83%	-1,33%	3,41%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-0,71%	-2,69%	3,38%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-1,31%	-1,81%	3,24%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-6,33%	-6,80%	3,06%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-5,57%	-6,05%	2,50%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	-1,67%	-3,63%	2,49%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-9,23%	-9,69%	2,47%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-4,48%	-6,38%	2,43%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	3,34%	1,28%	2,39%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-6,79%	-8,65%	2,36%
CS (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	n/a	n/a	2,32%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-4,93%	-6,82%	2,29%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-4,03%	-5,94%	2,22%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-6,83%	-7,30%	2,20%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-10,84%	-12,62%	2,08%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-11,47%	-11,92%	1,87%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-0,08%	-0,59%	1,67%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-3,91%	-4,40%	1,64%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-9,19%	-9,65%	1,52%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-3,72%	-4,21%	1,51%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-4,51%	-5,26%	1,30%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	-16,02%	-16,68%	1,21%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	-10,84%	-12,62%	0,92%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-8,55%	-9,01%	0,72%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	-11,12%	-11,81%	0,54%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-5,06%	-5,80%	0,54%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	10,45%	8,25%	0,46%
OSTATNÍ					-0,61%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci poklesla o 1,60 %. Akciové trhy si v lednu prošly korekcí. Největších propadů se dočkaly technologické růstové akcie v reakci na zvýšenou míru inflace a obavy z odpovědi centrálních bank. V Evropě byl průběh korekce o něco klidnější než na amerických trzích - v případě ECB se zvýšení sazeb letos neočekává. V průběhu měsíce zveřejnila část společností své výsledky za poslední kvartál roku 2021. Obecně docházelo k překonání odhadů analytiků na úrovni tržeb i zisků, některé společnosti však zhoršily svůj výhled do budoucna, kvůli očekávanému zvýšení nákladů, což na trhu vyvolalo i negativní reakce. Navzdory klesajícím trhům se dařilo tureckým akciím, díky vysokému zastoupení bank rostl i středoevropský region. Naopak nejhorší propady zaznamenalo v našem portfoliu Japonsko a Austrálie. V průběhu ledna jsme se rozhodli navýšit naše pozice v Latinské Americe na úkor všech ostatních regionů v rámci Emerging Markets, a to zejména kvůli jejich nízkým valuacím. Dále jsme se rozhodli zařadit fond zaměřený na kanadské akcie, který je valuačně také levný a svým složením by měl v prostředí utahujících se měnových politik a vyšších cen komodit profitovat. Dluhopisová složka si vedla lépe než akciová, nicméně poklesu se také nevyhnula. Koruna díky jestrábí ČNB nadále posilovala, což vedlo k pozitivnímu vlivu měnového zajištění na naše portfolia.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					19,96%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,58%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,15%	0,15%	17,39%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					33,46%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,24%	-0,24%	19,91%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,03%	0,03%	13,55%
Dluhopisové fondy - ostatní					8,00%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-2,50%	-2,50%	4,34%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,27%	0,27%	2,14%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-1,05%	-1,55%	1,52%
Fondy alternativních investic					6,59%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,29%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	-4,58%	-5,06%	2,30%
Akciové fondy					32,35%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	0,05%	0,05%	4,60%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	3,84%	3,31%	2,08%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-1,84%	-2,34%	1,52%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-1,53%	-2,03%	1,52%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,83%	-1,33%	1,48%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,22%	-1,72%	1,47%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-0,71%	-2,69%	1,44%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-1,31%	-1,81%	1,36%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-6,33%	-6,80%	1,20%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-5,57%	-6,05%	1,05%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	-1,67%	-3,63%	1,02%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	3,34%	1,28%	1,01%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-4,48%	-6,38%	0,98%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-6,79%	-8,65%	0,95%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-9,19%	-9,65%	0,93%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-4,93%	-6,82%	0,92%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-6,83%	-7,30%	0,90%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-4,03%	-5,94%	0,89%
CS (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	n/a	n/a	0,89%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-9,23%	-9,69%	0,88%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-10,84%	-12,62%	0,83%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-11,47%	-11,92%	0,74%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-0,08%	-0,59%	0,72%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-3,91%	-4,40%	0,67%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-4,51%	-5,26%	0,46%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-3,72%	-4,21%	0,46%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	-16,02%	-16,68%	0,45%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	-10,84%	-12,62%	0,29%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-5,06%	-5,80%	0,23%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	-11,12%	-11,81%	0,19%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	10,45%	8,25%	0,16%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-8,55%	-9,01%	0,04%
OSTATNÍ					-0,36%

Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc poklesla o 0,36 %. Konzervativní portfolio nadále negativně ovlivňuje ještě větší politika centrálních bank jako reakce na neustupující inflaci. Na lednovém zasedání FEDu guvernér americké centrální banky Powell dokonce naznačil, že by se sazby mohly zvyšovat rychleji než o 25 b.b. na jednom zasedání. Reakce dluhopisových trhů na sebe nenechala dlouho čekat - americká výnosová křivka se zvýšila na obou koncích. Přestože ECB je ve své měnové politice umírněnější než FED, i v Evropě se trhy obávají budoucího zvyšování sazeb a utahování kvantitativního uvolňování. Německá výnosová křivka se během ledna zvýšila a to především na dlouhém konci. Cenovým poklesům se nevyhnuly ani korporátní dluhopisy. Obavy z dalšího růstu sazeb vyhnaly vzhůru i výnosy českých dluhopisů, celá česká výnosová křivka se posunula nahoru.

Alternativní a akciová složka působily na výkonnost portfolia tento měsíc negativně.

Koruna díky ještě větší ČNB nadále posilovala, což vedlo k pozitivnímu vlivu měnového zajištění na naše portfolia.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					29,37%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,86%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,15%	0,15%	27,52%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					53,50%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,24%	-0,24%	32,04%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,03%	0,03%	21,46%
Dluhopisové fondy - ostatní					7,47%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-2,50%	-2,50%	4,06%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,27%	0,27%	2,02%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-1,05%	-1,55%	1,39%
Fondy alternativních investic					6,61%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,31%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	-4,58%	-5,06%	2,31%
Akciové fondy					3,08%
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-2,20%	-2,69%	0,93%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	0,05%	0,05%	0,44%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	3,34%	1,28%	0,35%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-4,48%	-6,38%	0,32%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-1,53%	-2,03%	0,26%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-1,84%	-2,34%	0,26%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	-1,13%	-1,90%	0,13%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-1,31%	-1,81%	0,13%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-6,33%	-6,80%	0,11%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-9,23%	-9,69%	0,08%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-11,47%	-11,92%	0,08%
OSTATNÍ					-0,04%

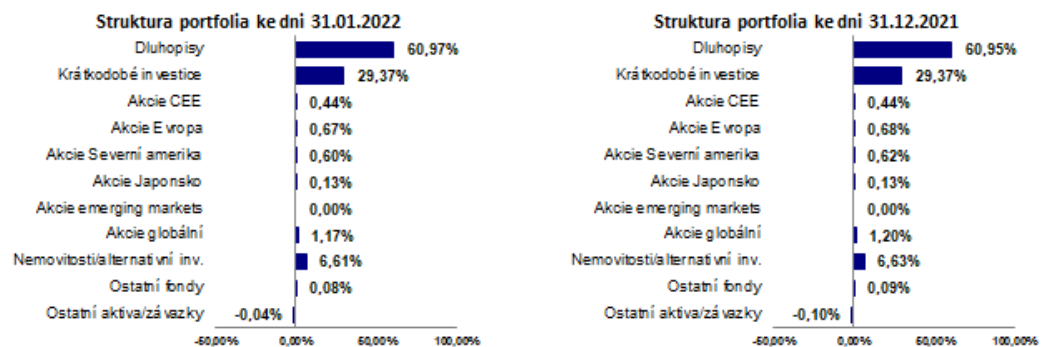
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Na straně faktorů ukazujících na růst českých dluhopisových výnosů máme nejméně čtveřici důvodů. Zaprvé je zde extrémní emisní aktivita vlády. Deficit v minulém roce dosáhl 420 mld. korun, což z něj činí deficit historicky nejvyšší. Pro letošní rok se MF ČR snaží původně navržený deficit 376,6 mld. snížit o 80 mld. I pokud se to novému ministrovi financí podaří, o zásobu dluhopisů se dluhopisový trh obávat zrovna nemusí. Zadruhé, Česká republika vykazuje vysokou inflaci v její poptávkové složce, která je nyní skoro na 8 % a i kdyby už inflace moc m/m nerostla, bude koncem roku stále znatelně nad 3 %. Zatřetí, po dosažení skoro 5 % v únoru 2022 zůstanou sazby ČNB takto vysoké nejméně celý rok 2022, dost možná i v roce 2023. Začtvrté, poptávkové tlaky jsou vysoké i v USA a FED se chystá k růstu sazeb - to není pro regionální měny pozitivní a ze slabosti měn plyne dodatečný tlak na centrální banky a jejich sazby.

Jediným faktorem proti růstu domácích sazeb tak je už jen domácí bankovní sektor nacházející se ve výrazném přebytku likvidity (a tudíž schopný absorbovat i výrazně velké nové emise dluhopisů bez větších problémů). To ale stačit nebude. Proto se domníváme, že české výnosy budou stagnovat nebo dále růst.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

I polské dluhopisy mají nakročeno k dalšímu růstu. Inflace je vysoko, polská centrální banka s ní bude bojovat ještě déle než ČNB (ta už většinu zvýšení uskutečnila) a vnější vlivy platné pro vývoj dluhopisů v ČR budou platit i pro Polsko.

Pozitivem při pohledu na ukrajinská aktiva je schválené financování ze strany IMF. To je, i přes nižší schodek státního rozpočtu vlivem silnějšího výběru daní, pro Ukrajinu stále velmi důležité. S probíhající zimou nicméně přetrvává špatná pandemická situace a případné restriktce (vzhledem k pomalému tempu očkování) budou na tamní ekonomiku dopadat negativně. Pozitivem pro měnový kurz bude pokračující silný export v důsledku rekordní zemědělské úrovně, podporující vývoj běžného účtu platební bilance. Nutnou podmínkou je nyní nicméně deeskalace geopolitického napětí. Tomu by mělo pomoci bilaterální jednání ruského a amerického prezidenta případně představitelů NATO a to, že evropské státy jednoznačně podpořili Ukrajinu.

Měny

U kurzu **aura proti dolaru** došlo v posledních měsících minulého roku k posílení dolaru hnanému očekáváním, že americká centrální banka je utažení měnové politiky blíže než ECB. To se nicméně dle posledních ohlasů z ECB bude postupně měnit, když i evropští bankéři seznávají, že aktuální síla inflace je výrazně nad očekáváním a proklamovaná přechodnost bude spíše dlouhodobější. S tím, jak budou trhy toto očekávání reflektovat, čekáme návrat dolaru blíže k 1,15.

Koruna v letošním roce ze stávajících hodnot (24,20) už bude mít prostor k dalšímu posílení omezenější. Zaprvé, sazby na dvacet let neviděných úrovních (5 %) ve druhé polovině roku společně s růstem cen energií prostě nemohou nezpůsobit ekonomické zpomalení. A to není pro korunu pozitivní. Ne, koruna skutečně není švýcarský frank střední Evropy. Zadruhé, utahování měnové politiky FED-u, které začne v březnu a bude rychle pokračovat, je pro korunu negativní. Zatřetí, vnější makroekonomické poměry nejsou posilování nakloněny. Dvanáctiměsíční přebytek běžného účtu se koncem minulého roku snížil k pouhým 20 miliardám, a to jako hlavně jako důsledek slabého vývozu (automobilky) a silného dovozu. Po většinu letošního roku se tento trend moc nezlepší, vinou čehož bude fundamentální tlak na posílení koruny jen minimální. Očekáváme tak oslabení koruny zpátky přes 24,50. Z pohledu měnového zajištění je nicméně stále atraktivním nabízený úrokový diferenciál.

Polskému zlotému by z fundamentálního hlediska svědčily hodnoty silnější, než jaké vidíme dnes. Polská centrální banka sice již začala měnovou politiku zpřísnit, ale prozatím stále 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, polská centrální banka navíc bývávala historicky nejvíce jestřábí v regionu. Pokud s rychlejším

zpřísňováním politiky začne, posune se polský zlotý v roce 2022 ke 4,50. Proti většímu posilování bude působit začátek utahování politiky v USA.

Maďarskému forintu zatím utahování měnové politiky moc nepomohlo. I když je mezibankovní sazba (BUBOR) nad 4 %, forint je poblíž historických minim. Problémem je evidentně volatilní politické prostředí, zejména v kombinaci s parlamentními volbami plánovanými pro rok 2022, a nově také blízký růst sazeb FED-u. Forint tak v letošním roce moc neposílí, úroková podpora centrální banky stačit bude stačit maximálně na úroveň 350-360 forintů za euro.

Vývoj akciových trhů bude v letošním roce značně volatilní. Rizika spojená s Covid19 se postupem času snižují. Nejistota spojená s inflací a růstem úrokových sazeb jsou však značná. Propisování vysokých cen komodit z loňského roku a utažený trh práce se do cenové hladiny bude dít po mnoho měsíců letošního roku. Domácnosti si v průběhu dvou let vytvořily solidní úspory, ty se však budou v následujících měsících zmenšovat na úkor rostoucích cen komodit, energií, potravin a jiného zboží. V letošním roce by však mělo pozitivně působit napravení pošramocených dodavatelských řetězců, upuštění od lock-downů a přiblížení se spotřebitelského chování k normálu. 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. Pravděpodobně může dojít ke kompresi ziskových marží, dané především růstem mzdových, materiálových a energetických nákladů, které společnosti nebudou schopné plně promítnout do cen produktů. 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