

## ERGO pojišťovna

## ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ČERVENEC 2021

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



### Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia

**166,9581**

Výkonnost za poslední měsíc

**3,19 %**



### Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia

**150,6422**

Výkonnost za poslední měsíc

**1,52 %**



### Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia

**130,7861**

Výkonnost za poslední měsíc

**0,63 %**

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

### DLUHOPISY – USA, EMU

Na obou březích Atlantiku došlo vlivem obav, že utahování měnové politiky centrálních bank vyvolá recesi, která inflaci stlačí k jejich cíli, ke korekci výnosů. Výnosy na křivce amerických vládních dluhopisů během července v důsledku klesly o přibližně 35 b.b. na středních a delších splatnostech; desetiletý výnos se vrátil lehce nad 2,6 %.

Na německých vládních dluhopisech jsme viděli srovnatelný vývoj, jen poklesy výnosů byly výraznější. Na krátkém konci klesly dvouleté výnosy o 35 b.b. lehce po 0,3 %, na dlouhém pak desetileté o 50 b.b. na 0,8 %.

### DLUHOPISY ČR

**Česká výnosová křivka se v červenci samozřejmě také posunula dolů, podobně jako její německý protějšek.** Na krátkém konci výnosy zůstaly bez větších změn na 6,40 %, na dlouhém však poklesly o 70 b.b. na 4,20 %. Důležité pro další vývoj trhu budou mj. výstup a signály od nové Bankovní rady, která poprvé zasedala počátkem srpna.

Bloomberg Barclays Czech Index



### DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

#### Polské dluhopisy

**Polská výnosová křivka během července také výrazně poklesla.** Zatímco ještě během června se na krátkém konci výnosy zvýšily o 130 bb na bezmála 8 % a na dlouhém o 60 b.b. na 7,1 %, během července došlo k masivní korekci. Vlivem obav z recese i náznaků, že polská centrální banka už nebude utahovat politiku takovým tempem jako doposud, klesly výnosy na dvouleté splatnosti o 115 b.b. na 6,80 %, na desetileté pak dokonce o 140 b.b. na 5,5 %.

#### Ukrajinské dluhopisy

Pokračování války se pro ukrajinskou ekonomiku stává stále více vyčerpávající. Frontová linie se v uplynulých dvou měsících výrazně neposunula a celý konflikt se dostává do zamrzlé fáze, kde získává navrch hrubá početní a materiální převaha ruské armády. Materiální a finanční podpora západu prozatím nedosahuje potřebného tempa, nicméně v následujícím měsíci dojde k uvolnění příslibného financování i plnému zapojení poskytnuté hmotné podpory. To by mělo Ukrajinské armádě poskytnout síly k provedení částečného protiútoků. Západ je ovšem také silně zaměstnán dopady energetické krize, vyplývající ze snížených či přerušených dodávek plynu, což narušuje soustředění na bezproblémové a rychlé uskutečnění podpory. S blížící se zimou energetická nouze ještě zesílí, což bude živit populistické strany a erodovat politickou soudržnost Evropy. Zásadním faktorem je pro ukrajinskou ekonomiku čas a omezení ztrát armády. Té se v posledních týdnech daří narušovat logistiku Ruska a v některých oblastech zvyšovat tlak. Průběh podobný vývoji okupace Donbasu z roku 2014, kdy ani jedna ze stran není schopna dosáhnout výraznějšího postupu je ale stále hlavním scénářem.

Ceny ukrajinských státních dluhopisů se po celý měsíc pohybovaly v úrovni 20 % nominální hodnoty.

#### Firemní dluhopisy

Výše zmíněný vývoj na trhu vládních dluhopisů se odrazil i na trhu dluhopisů korporátních. Tzv. total return index (TRI) v případě korporátních dluhopisů spekulativního stupně denominovaných v EUR oproti konci června vzrostl o 4,5 %, u dolarových dokonce o 6,8 %, čímž z velké části umazal cenové ztráty z předchozího měsíce. V případě investičního stupně byl vývoj kvalitativně stejný, kvantitativně však menší – na dolarových instrumentech růst o 4,2 %, na instrumentech denominovaných v euru pak sotva zatelný růst o 0,1 %. Kreditní prémie firemních dluhopisů denominovaných v EUR v červenci po výrazném růstu v červnu korigovaly, a to jak v rámci spekulativního (-71 b.), tak i investičního stupně (-18 b.).

Vyspělým akciovým trhům se v červenci dařilo, když globální akciový index MSCI World meziměsíčně vzrostl o +7,9 %. Mezi hlavní důvody růstu západoevropských a amerických akcií můžeme zařadit krátkodobou přeprodanost, „optimističtější“ komentáře guvernéra FEDu Jeremy Powella koncem měsíce a slušné výsledky hospodaření společností ve druhém čtvrtletí. Guvernér J. Powell po zvýšení úrokové sazby FEDu na tiskové konferenci zmínil větší opatrnost ohledně dalších pohybů úrokových sazeb. Powell sice zmínil, že „další méně pravděpodobné velké zvýšení na příštím jednání může být adekvátní,“ nicméně „toto rozhodnutí bude záviset na příchozích datech“. Právě zmírnění očekávání možného výrazného zvýšení úrokových sazeb bylo vzpruhou pro technologické tituly. Zveřejněné výsledky hospodaření amerických společností za druhé čtvrtletí ve většině případů překonaly odhady analytiků, to napříč téměř všemi sektory. Americký index S&P 500 meziměsíčně vzrostl o +9,1 %, region vyspělé Evropy +7,6 % (index DJ STOXX 600).

MSCI World Index



Výkonnost středoevropských akciových trhů byla smíšená. Český index PX v červenci klesl o -1,5 %, polský index WIG30 si připsal +1,1 % a rumunský index BET +1,4 %. Místní trhy tak nevyužily pozitivního sentimentu panujícího na vyspělých akciových trzích a reflektovaly místní politické komentáře většinou zmiňující různé formy zdanění korporací, nejčastěji energetických společností, utility a bank. V Polsku se dařilo energetickým společnostem z důvodu plánované fúze polostátních PKN Orlen, Lotos a PGNIG. Ztrácely především banky kvůli komentářům politiků, jež před volbami chystají schválit moratoria k splátkovým prázdninám u spotřebitelských úvěrů s prominutím naběhlých úroků. Dobře se vedlo také společnostem ze sektoru necyklického zboží. V Rumunsku se výrazně dařilo ropné společnosti OMV Petrom (meziměsíčně +17,5 %), to po oznámení mimořádné dividendy.

Akcie na rozvíjejících se trzích nenásledovaly vyspělé trhy, souhrnný index MSCI Emerging Markets USD dokonce zaznamenal v červenci ztrátu 0,7 %. Na tomto vývoji měla jednoznačně největší vliv situace v Číně, kde akcie výrazně ztrácely (index CSI 300 -7 %). Investoři reagovali na spíše horší ekonomická data, problémy v realitním sektoru a další uzávěry (lockdown) spojené se šířením koronaviru. Naopak se dařilo indickým akciím (+8,6 %), které se svezly na vlně globálního optimismu, jenž byl ještě podpořen klesajícími cenami paliv a podporou vlády. O něco méně zhodnotily akcie v Koreji (+5,1 %), které zase těžily z lepšího růstu tamní ekonomiky, než analytici očekávali. Ostatní trhy také připisovaly povětšinou zisky (Latinská Amerika, Turecko). Nadále silný dolar představuje pro rozvíjející se trhy nepříznivý faktor.

## STRUKTURA PORTFOLIÍ

### Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci vzrostla o 3,19 %. Díky dobrým výsledkům za druhé čtvrtletí většiny amerických firem a umírněnějším komentářům FEDu ohledně dalšího zvyšování sazeb se akciové trhy v červenci dostaly do zelených čísel. Nejvíce se dařilo trhům vyspělých zemí, nejvýznamnější růst cen zaznamenaly americké akcie, akcie zemí západní Evropy a australské akcie. Ve střední Evropě byla výkonnost trhů smíšená, v našem portfoliu si středoevropské fondy připsaly mírné zisky. Rozvíjející se trhy naopak zaznamenaly většinou ztráty. Nejvýrazněji poklesla Čína, kde přetrvávají problémy v reálním sektoru a zavádí se další lockdowny jako reakce na šíření covidu-19. Dařilo se však Latinské Americe a Turecku.

V průběhu července jsme zvýšili zastoupení akcií v portfoliu. Akciové trhy mají po měsících propadů poměrně atraktivní valuace, například podle ukazatele P/E. Navíc makroekonomická data ve druhém čtvrtletí většinou pozitivně překvapila, obavy z hluboké recese se pravděpodobně nerealizují.

Posílit vůči euru koruně pomohly intervence ČNB, měnové zajištění působilo na výkonnost aktiv v EUR pozitivně. Oproti dolaru, který podpořila zvýšení úrokových sazeb FEDu, však koruna oslabila, zajištění dolarových aktiv působilo na výkonnost negativně.

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>1,76%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	0,77%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,44%	0,44%	0,99%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>3,96%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,96%	0,96%	2,38%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,62%	0,62%	1,58%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>2,98%</b>
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,22%	1,22%	1,34%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-3,97%	-3,97%	1,18%
BGF Asian High Yield Bond I2	Asie (bez Japonska)	USD	n/a	n/a	0,45%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>4,40%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,40%
<b>Akciové fondy</b>					<b>86,27%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	0,24%	0,24%	11,89%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	3,32%	4,68%	4,39%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	4,28%	5,65%	3,75%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	5,84%	7,24%	3,71%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	0,00%	1,32%	3,70%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-1,43%	-0,13%	3,67%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,17%	-0,88%	3,51%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,69%	-0,39%	3,50%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	0,60%	0,07%	3,48%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	7,80%	7,23%	2,81%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	10,71%	10,13%	2,79%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	7,56%	6,99%	2,75%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	11,88%	13,35%	2,69%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	7,91%	7,34%	2,59%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	3,61%	4,98%	2,58%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	2,94%	2,40%	2,56%
CS (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	4,92%	6,30%	2,54%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	8,31%	7,74%	2,52%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	7,53%	6,96%	2,51%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	7,12%	8,53%	2,36%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	9,52%	10,96%	2,26%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	6,37%	9,75%	1,90%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	3,11%	6,39%	1,90%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	n/a	n/a	1,72%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-5,71%	-4,47%	1,71%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	9,32%	10,76%	1,70%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-5,59%	-4,35%	1,54%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	2,83%	4,19%	1,02%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	5,87%	9,24%	0,81%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	3,48%	6,77%	0,80%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	3,85%	3,30%	0,63%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>0,63%</b>

## Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolio v tomto měsíci vzrostla o 1,52 %. Díky dobrým výsledkům za druhé čtvrtletí většiny amerických firem a umírněnějším komentářům FEDu ohledně dalšího zvyšování sazeb se akciové trhy v červenci dostaly do zelených čísel. Nejvíce se dařilo trhům vyspělých zemí, nejvýznamnější růst cen zaznamenaly americké akcie, akcie zemí západní Evropy a australské akcie. Ve střední Evropě byla výkonnost trhů smíšená, v našem portfoliu si střeoevropské fondy připsaly mírné zisky. Rozvíjející se trhy naopak zaznamenaly většinou ztráty. Nejvýrazněji poklesla Čína, kde přetrvávají problémy v realitním sektoru a zavádí se další lockdowny jako reakce na šíření covidu-19. Dařilo se však Latinské Americe a Turecku. Dluhopisová složka také přispěla převážně pozitivní výkonností.

V průběhu července jsme zvýšili zastoupení akcií v portfoliu. Akciové trhy mají po měsících propadů poměrně atraktivní valuace, například podle ukazatele P/E. Navíc makroekonomická data ve druhém čtvrtletí většinou pozitivně překvapila, obavy z hluboké recese se pravděpodobně nerealizují.

Oproti dolaru, který podpořila zvýšení úrokových sazeb FEDu, koruna oslabil, měnové zajištění působilo na výkonnost negativně.

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>13,01%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,57%
Conseq Invest Konzervativní A	Střeoevropský region	CZK	0,44%	0,44%	11,44%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>33,42%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Střeoevropský region	CZK	0,96%	0,96%	20,07%
Conseq korporátních dluhopisů A	Střeoevropský region	CZK	0,62%	0,62%	13,35%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>7,97%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-3,97%	-3,97%	2,82%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,22%	1,22%	2,76%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	3,32%	4,68%	1,23%
BGF Asian High Yield Bond I2	Asie (bez Japonska)	USD	n/a	n/a	1,16%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>4,26%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,26%
<b>Akciové fondy</b>					<b>41,11%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Střeoevropský region	CZK	0,24%	0,24%	5,65%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	3,32%	4,68%	2,07%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	0,00%	1,32%	1,77%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	4,28%	5,65%	1,77%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	5,84%	7,24%	1,77%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-1,43%	-0,13%	1,72%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,69%	-0,39%	1,67%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	0,60%	0,07%	1,67%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,17%	-0,88%	1,66%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	10,71%	10,13%	1,34%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	7,80%	7,23%	1,34%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	7,56%	6,99%	1,32%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	11,88%	13,35%	1,28%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	3,61%	4,98%	1,24%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	7,91%	7,34%	1,23%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	8,31%	7,74%	1,22%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	2,94%	2,40%	1,22%
CS (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	4,92%	6,30%	1,19%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	7,53%	6,96%	1,19%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	7,12%	8,53%	1,12%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	9,52%	10,96%	1,07%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	3,11%	6,39%	0,99%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-5,59%	-4,35%	0,91%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	6,37%	9,75%	0,90%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	9,32%	10,76%	0,81%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	n/a	n/a	0,80%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-5,71%	-4,47%	0,62%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	2,83%	4,19%	0,50%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	5,87%	9,24%	0,39%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	3,48%	6,77%	0,38%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	3,85%	3,30%	0,30%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>0,22%</b>

## Konzervativní portfolio

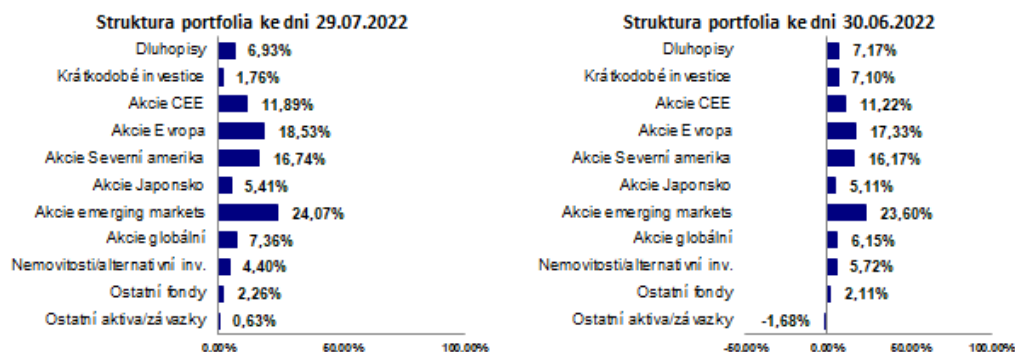
Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,63 %. Po letošních propadech se v červenci dařilo i dluhopisům. Optimismus na vyspělých trzích táhlo především přesvědčení, že se inflaci podaří centrálním bankám ve střednědobém horizontu zkrotit. Výnosy vládních dluhopisů vyspělých trhů na středních a delších splatnostech klesaly, zároveň došlo i k poklesu výnosů korporátních dluhopisů, kde se snižovaly kreditní prémie. Na české výnosové křivce se výnosy na krátkém konci nezměnily, na dlouhém se však poměrně významně snížily. Trh bude v srpnu především sledovat rozhodnutí nové bankovní rady ČNB.

V průběhu července jsme zvýšili zastoupení akcií v portfoliu. Akciové trhy mají po měsících propadů poměrně atraktivní valuace, například podle ukazatele P/E. Navíc makroekonomická data ve druhém čtvrtletí většinou pozitivně překvapila, obavy z hluboké recese se pravděpodobně nerealizují.

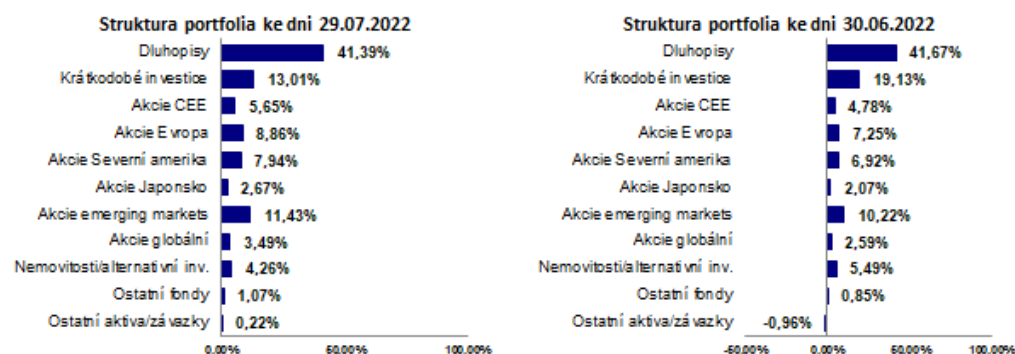
Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>29,20%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,09%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,44%	0,44%	27,11%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>53,89%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,96%	0,96%	32,37%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,62%	0,62%	21,52%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>7,62%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-3,97%	-3,97%	2,66%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,22%	1,22%	2,65%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	3,32%	4,68%	1,16%
BGF Asian High Yield Bond I2	Asie (bez Japonska)	USD	n/a	n/a	1,15%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>4,24%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,24%
<b>Akciové fondy</b>					<b>5,13%</b>
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-1,06%	0,24%	1,44%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	0,24%	0,24%	0,72%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	7,56%	6,99%	0,55%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	2,94%	2,40%	0,54%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	4,28%	5,65%	0,42%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	5,84%	7,24%	0,42%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	2,10%	5,35%	0,32%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	0,00%	1,32%	0,22%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-1,43%	-0,13%	0,22%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	11,88%	13,35%	0,15%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	9,52%	10,96%	0,14%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,07%</b>



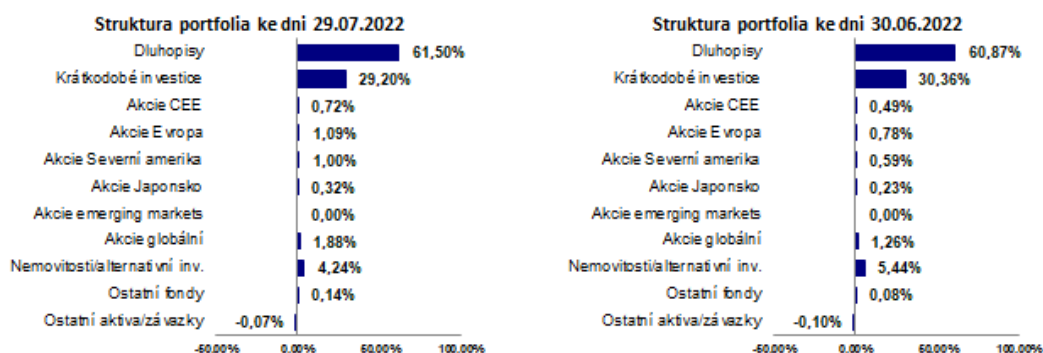
## DYNAMICKÉ PORTFOLIO



## VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



## KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### České dluhopisy

Přes opačný vývoj od poloviny června (pokles požadovaných výnosů, růst cen) vnímáme stále převahu faktorů či rizik tlačících na ještě pokračující, byť již pravděpodobně ne tak dramatický, růst českých dluhopisových výnosů.

Zaprvé, je zde extrémní emisní aktivita vlády. V červnu představená rozpočtová strategie ČR plánuje na další roky deficity přesahující 300 mld. korun ročně a je možné, že to bude kvůli neadresnému charakteru pomoci (s energiemi atd.) ještě více. O nabídce dluhopisů se tak trh bát nemusí, navíc samozřejmě s pokračujícím zadlužováním roste i kreditní riziko, tedy trhem požadovaná výnosová prémie.

Zadruhé, Česká republika je nechvalným „premiátem“ EU v jádrové i celkové inflaci. Květnová prognóza ČNB požadovala růst sazeb nad 8 %, červnová situační zpráva pak ukázala, že i tato prognóza je příliš optimistická a její rizika jsou jednoznačné na straně ještě vyšší inflace. ČNB však v květnu a v červnu zvýšila sazby „jen“ na 7 %, dle nás však existuje reálné riziko, že bude muset jít nakonec ještě (možná i výrazně) výš. Nová Bankovní rada na svém prvním zasedání počátkem srpna sice sazby ponechala beze změny, realitě vysoké inflace, a tudíž tlaku na další růst sazeb se, podobně jako maďarská centrální banka, ale nejspíš nevyhne.

Zatřetí, poptávkové tlaky jsou vysoké i v USA a Eurozóně a FED i ECB utahují měnovou politiku. Je sice možné, že velké centrální banky pojedou v módu stop/go, ale trend k výrazně přísnější politice dle našeho odhadu přetrvá. To bude pro regionální měny negativní; ze slabosti jejich měn pak plyne dodatečný tlak na centrální banky a jejich měnověpolitické sazby.

Faktorem proti růstu domácích sazeb je naproti tomu domácí bankovní sektor nacházející se ve výrazném přebytku likvidity (a tudíž schopen absorbovat i výrazně velké nové emise dluhopisů bez větších problémů). Dalším, fundamentálním, důvodem by následně mohla být hlubší a trvalejší ekonomická recese (minimálně v Evropě), která by pomohla zchladit současné silné (a zabydlující se) inflační tlaky. To ale v tuto chvíli nevnímáme jako pravděpodobný bezprostřední scénář. Proto se domníváme, že by ceny českých dluhopisů po současné růstové korekci měly ještě dále klesnout (a požadované výnosy do splatnosti vzrůst k či nad svá červnová maxima) předtím, než se ve střednědobém horizontu tento trend trvaleji otočí.

### Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

I polské dluhopisy mají ještě potenciál k dalšímu růstu výnosů, byť v jejich případě se domníváme, že výnosově atraktivní úrovně jsou již nadohled. Inflace je však prozatím velmi vysoko, zlotý zůstává slabý, polská vláda svými anti-inflačními balíčky prohlubuje deficit (a tudíž zvyšuje nabídku dluhopisů). Výnosová křivka by se proto měla v dalších měsících přiblížit k červnovým maximům, kde již bude dle našeho názoru atraktivní pro postupné budování pozic v dluhopisech středních a delších splatností.

V závěru července došlo ke zveřejnění návrhu na pozastavení kupónových plateb z ukrajinských státních dluhopisů (resp. jejich kapitalizaci = připsování kupónových plateb ve formě nových kusů dluhopisů) a dvouletému prodloužení splatnosti. Cílem je snížení tlaku na cash flow ze státního rozpočtu a získání času. Ukrajinská vláda se snaží včas řešit tlak na výdajovou stránku rozpočtu po dobu probíhající války a zahájila otevřenou komunikaci s dluhopisovými věřiteli. K formálnímu schválení navržených nových podmínek by mělo dojít v průběhu druhého týdne srpna.

S válečným konfliktem má Ukrajina poměrně nedávnou historickou zkušenost. Anexe Krymu a okupace Donbasu Ruskou federací počátkem roku 2014 v reakci na politickou krizi a sesazení proruského prezidenta Janukovyče, kterého smetl tzv. Euromajdan, znamenala že Ukrajina přišla vlivem ztráty území odhadem o 7 % HDP. Bezprostřední kontrakce ekonomické výkonnosti dosáhla v prvním kvartálu po anexi necelých 20 %. Nynější konflikt bude díky svému rozsahu znamenat ještě výrazně větší bezprostřední pokles, který se promítne minimálně do celého letošního roku. I přes to, že jak celá ekonomika, tak i veřejné finance a bankovní sektor jsou v lepší kondici, než v roce 2014, bude zásadní zahraniční finanční pomoc.



U kurzu **eura proti dolaru** se domníváme, že v nadcházejícím půlroce bude ECB agresivnější než Fed a že očekávání toho, kam se sazby dostanou, budou růst u ECB rychleji než u FED-u. Protože je to právě (očekávané) relativní nastavení měnových politik, které hýbe kurzem, myslíme si, že do konce roku dojde k návratu kurzu mezi 1,07 a 1,10. **Koruna** má pro letošek svá maxima (z ledna: 24,20) již za sebou. S dalším přehodnocením výhledu na sazby FED-u i ECB, ergo s utažením očekávaného úrokového diferenciálu mezi korunou a dolarem či eurem, s tím, jak bude nová Bankovní rada utrácet devizové rezervy na bránění koruny / váhat s dalším utažením měnové politiky, s mnohem vyšší inflací zde než v Eurozóně, nevidíme letos prostor pro nic jiného, než pro oslabení koruny nad 25 korun (samozřejmě za předpokladu, že se z trhu stáhne ČNB). Ostatně, pohled na forint nebo zlotý indikuje, že nad 25 a spíše u 25,50 by koruna již dnes byla, kdyby jí v cestě nestála ČNB.

**Polský zlotý** je v horší situaci než česká koruna – za války, která je Polsku mnohem blíží než třeba ČR, bude silnější úrovně jenom vyhlížet, ve výraznějších oslabování mu budou bránit pouze selektivní zásahy NBP. Až v případě míru a znovuobnovení tržní důvěry v cenovou stabilitu (tj., až když se začne zlepšovat inflační výhled) vidíme prostor k tomu, aby svou roli sehrál úrokový diferenciál a aby zlotý posílil. Vzhledem k dalšímu očekávanému nárůstu eurových sazeb / výnosů tak letos nevidíme prostor pro výraznější posílení, než je ke 4,60, s vyšší pravděpodobností však zůstane zlotý ještě slabší.

**Maďarský forint** je sice nyní měna s daleko nejvyšším úročením, ale blízkost Orbánova režimu Rusku na pozadí ruské agrese na Ukrajině budou pro forint i nadále negativní. I v případě uklidnění čekáme v nejlepším návrat mezi 360 a 380 forintů za euro. V situaci pokračujících rozepří s EU zůstane forint ještě slabší, tj. v nejlepším mezi 390 a 400 forinty za euro, spíše pak na horní straně tohoto pásma.

#### Globální akciové trhy

Akciové trhy si v uplynulých měsících prošly solidními korekcemi a na současných úrovních již zaceňují mnohá očekávaná rizika, zvláště hospodářská a měnověpolitická. Dále bude záležet na tom, kdy dojde k ukončení bojů a uklidnění situace na Ukrajině. Dopady na ekonomické vazby mezi Evropou, Ukrajinou a Ruskem budou značné, což poskytne příležitosti pro mnohé společnosti. Klesající kupní síla domácností, očekávané slabosti ekonomik, vyšší úrokové sazby a nadále zpřetrhané dodavatelské řetězce povedou krátkodobě k poklesu zisků jednotlivých společností. Razance ekonomického zpomalení a dopad na ziskovost společností je velice těžko v tuto dobu odhadnutelná, avšak výrazná část tohoto scénáře je již, po propadech dluhopisů a akcií, zaceněna. I tentokrát věříme, že po slabším období nakonec vyjdou ekonomiky, domácnosti i akciové trhy z dlouhodobého hlediska silnější a zdravější než tomu bylo před krizí.

Mnoho akcií spadlo bezdůvodně pod své vnitřní hodnoty a tak preferujeme aktivní výběr akcií před pasivním zainvestováním. 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. Dopady do jednotlivých ekonomik a společností budou individuální. Lépe by si tak mohla vést, od Evropy, vzdálenější americká ekonomika. Evropa naopak může ve střednědobém horizontu získat ze stahování výroby z „rizikovějších“ regionů, přičemž zároveň bude docházet k novým potřebným investicím v mnoha sektorech. Z toho bude těžit také region střední Evropy, který je stále co se týká výrobní nákladů levným regionem, s velice šikovným lidským kapitálem.

*Anne-Françoise Blüher*

*Adam Šperl*

*Lukáš Masák*

*Portfolio managers*