

## ERGO pojišťovna

## ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ŘÍJEN 2021

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



### Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **187,1338**

Výkonnost za poslední měsíc **2,54 %**



### Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **161,4257**

Výkonnost za poslední měsíc **1,18 %**



### Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **133,4100**

Výkonnost za poslední měsíc **0,47 %**

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

### DLUHOPISY – USA, EMU

Po pauze v růstu výnosů během předchozích měsíců, kterou si americké vládní dluhopisy, resp. jejich výnosy, vybraly během března až května letošního roku, a po poklesu výnosů během června a července, začaly americké dlouhé výnosy zhruba od poloviny září růst. Tento růst pokračoval i během října, desetileté výnosy se tak koncem druhé říjnové dekády dostaly až na 1,7 %. Tam však do konce měsíce nevydržely a koncem října byly na zhruba 1,55 %. Na krátkém konci byl vývoj více dramatický – v předtuše blížícího se ohlášení začátku snižování odkupů v rámci programu kvantitativního uvolňování a kvůli inflaci narostly dvouleté výnosy během října až na 0,5 %, kde nebyly od března 2020.

Na německých vládních dluhopisech pozorujeme od července, kdy se německé výnosy dostaly na -50 b.b., 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. Mírným růstem v říjnu se dostaly až na -0,1 %. Na krátkém konci se výnosy také zvedly, ale jen mírně z cca -70 b.b. na konci září na cca -60 b.b. na konci října. Zde trh ECB věří, že zvyšovat sazby se hned tak nebudou.

### DLUHOPISY ČR

**České výnosové křivka během října výrazně narostla a zploštila se.** Překvapivý růst sazeb ČNB o 0,75 p.b. v samém závěru září a očekávání, živené vyjádřením centrálních bankéřů a (resp. v reakci na) akcelerující inflaci, že utahování bude pokračovat, se celý měsíc propisovaly do výnosové křivky. Na krátkém konci tak dvouleté výnosy vzrostly o 80 b.b. na bezmála 3 %, na dlouhém pak desetileté výnosy přidaly 50 b.b. na skoro 2,7 %.



### DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

#### Polské dluhopisy

**Stejný vývoj – růst výnosů a zploštění křivky – byl v říjnu k vidění také na polských vládních dluhopisech.** Vlivem překvapivého růstu sazeb polské centrální banky a vlivem inflace, která, stejně jako v ČR, živí obavy trhu, že další růst sazeb přijde, výnosy výrazně vzrostly. Na krátkém konci dvouleté výnosy vystřelily o 110 b.b. nahoru a dostaly se na 2 %, na dlouhém pak přidaly 60 b.b. na 2,8 %.

#### Ukrajinské dluhopisy

Ve druhém kvartále sice došlo ke zlepšení výkonu ukrajinské ekonomiky, 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 ukrajinských státních dluhopisů vesměs setrvaly na úrovních z konce září, setrvaly ovšem posiloval měnový kurz.

#### Firemní dluhopisy

Na trhu korporátních dluhopisů byl v říjnu, 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 (půlprocentní) pokles tzv. total return indexu (TRI). U dolarových instrumentů byl vývoj odlišný – zatímco dluhopisy investičního stupně zaznamenaly růst TRI o 0,4 %, u spekulativního došlo k poklesu o 0,3 %.

V říjnu došlo po září k dalšímu růstu vnímání rizika na trhu, i když oproti září rozdílným způsobem. Vzpomeňme, že v září rizikové prémie (CDS) u investičních dluhopisů denominovaných v euro vzrostly o 11,9 %, zatímco u spekulativního stupně byl růst skoro nezatelný (0,3 %) – to nedávalo ve světle růstu amerických vládních výnosů a očekávání taperingu moc smysl. Navíc, zatímco oproti konci minulého roku byly koncem třetího čtvrtletí rizikové prémie u investičních instrumentů koncem září o vyšší o 4,5 %, u spekulativních byly o 31,1 % (!) nižší. V říjnu došlo aspoň trochu k normalizaci – CDS na investičních instrumentech přidaly 1,3 %, u spekulativních 10 %.

## AKCIE

### Globální trhy

Vyspělé akciové trhy si v říjnu připsaly vysoké zisky (index vyspělých trhů MSCI World +5 %). Růst trhů tak vymazal zářiovou korekci, kdy ceny akcií negativně reagovaly na blížící se zimní měsíce, možné reakce centrálních bank na rostoucí inflaci a uzavírání letos nabytých zisků. Říjen se nesl právě v opačném gardu, kdy investoři využili předešlé korekce k nákupům akcií. K dalším faktorům patřila stále opatrná rétorika předních centrálních bank ohledně utahování měnových podmínek a dobrá výsledková sezóna hospodaření

společností v 3. čtvrtletí. Hospodářsky se společností solidně dařilo, zvláště na úrovni čistých zisků, a to i přes rostoucí personální a ostatní náklady. Akciové trhy si připsaly tyto zisky: americký index S&P 500 meziměsíčně +6,9 %, evropský index DJ STOXX 600 +4,6 %.

Středoevropské akciové burzy v měsíci říjnu předvedly slušnou výkonnost. Pozitivní globální sentiment a zvyšování základních úrokových sazeb centrálními bankami vedlo k růstu cena akcií bank, jež táhly místní akciové indexy výše. Nejlépe se vedlo polským akciím (index WIG30 +5,2 %). Tažen byl především bankami, které pozitivně reagovaly na překvapivé zvýšení základních úrokových sazeb centrální bankou. Alior Bank si meziměsíčně připsala +46 %, mBank +37 %, Bank Millenium +36 %, PKO Bank +16 %. Naopak ztrácely společnosti, kterým se může žít s vyššími úrokovými sazbami hůře, jako například společnostem z e-commerce. Akcie Allegro tak, zároveň také kvůli rostoucí konkurenci, ztratily -33 %. Nedařilo se ani herním společnostem CD Project -9 % a Ten Square Games -33 %. V maďarském indexu BUX se dařilo všem velkým společnostem, což vedlo k meziměsíčnímu růstu indexu o +2,5 %. Výkonnost českých akcií byla smíšená a akciový PX index se tak téměř nikam neposunul (+0,1 %).

Akcíím na rozvíjejících se trzích se také v říjnu celkově dařilo, avšak oproti vyspělým trhům výrazně méně. Souhrnný index MSCI Emerging Markets USD připsal 0,93 %. Asijské akcie na počátku měsíce nejprve solidně rostly, pomáhaly jim dobré výsledky společností a klesající počet případů Covid-19 v regionu. Ke konci měsíce pak zisky odevzdávaly, když investoři více reflektovali rostoucí ceny energií a vyšší inflaci. Pokud jde o jednotlivé trhy, čínským domácím akciím (A-Shares) pomohla jednoznačně situace kolem obřích developerů Evergrande, který byl schopen zaplatit své závazky, a tak si investoři mohli alespoň dočasně oddechnout. Off-shore společností se dařilo ještě lépe (index Hang-Seng +3,26 %), táhl je nahoru především sektoru technologií a e-commerce. Jen lehce v plusu skočily indické akcie, naopak vybírání zisků po výborných výsledcích dopadlo na korejské akcie (-3,2 %). Nejhorší se vedlo brazilským akciím (-6,74 %), což je důsledek obav o rozpočtovou stabilitu, vysoké inflace a rychlého utahování měnových podmínek. Mexické akcie naopak zažily vcelku poklidný měsíc bez výraznějších pohybů.

MSCI World Index



## STRUKTURA PORTFOLIÍ

### Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolio v tomto měsíci vzrostla o 2,54 %. Říjen byl pro akciové trhy pozitivní. Trhy mazaly ztráty z září, kdy investoři využívali předchozí korekce k nákupům. Trhům pomohly zejména dobré výsledky hospodaření společností ve třetím čtvrtletí, ale i mírnější než očekávaná rétorika centrálních bankéřů v USA a Eurozóně na téma inflace a utahování měnových podmínek. Ve středoevropském regionu se dařilo hlavně v bankovním sektoru, kde se pozitivně promítlo zvyšování úrokových sazeb centrálními bankami. Tento měsíc se dařilo téměř všem fondům v portfoliu a přispívaly velmi dobrou výkonností. Nejlépe na tom byly fondy zaměřené na akcie na Frontier Markets. Negativní výkonnost přinesly fondy zaměřené na Latinskou Ameriku. Tento měsíc jsme se rozhodli ještě více podvázat akciovou expozicí v portfoliích zejména z důvodu rostoucího rizika ohledně vysoké inflace. Trhy se navíc pohybují na svých maximech a považujeme je za drahé. Peníze jsme přesunuli do krátkodobých investic, které nám dávají prostor pro rychlou reakci na případnou korekci a zvýšení úrokové sazby poměrně ztraktivnělo zhodnocení pomocí dvoutýdenní repo sazby ČNB.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			Rozložení portfolia
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>8,90%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,61%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,22%	0,22%	7,29%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>3,91%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,26%	0,26%	2,34%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,73%	0,73%	1,57%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>3,00%</b>
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,46%	1,46%	1,82%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,68%	0,68%	1,18%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>6,42%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,11%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	4,66%	4,87%	2,31%
<b>Akciové fondy</b>					<b>78,15%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	3,94%	3,94%	11,59%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	7,76%	7,98%	4,05%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	1,66%	2,46%	3,95%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	2,28%	2,49%	3,95%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	3,90%	4,11%	3,89%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,34%	1,55%	3,87%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	2,94%	3,15%	3,82%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-6,75%	-6,56%	3,16%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	4,10%	4,31%	2,91%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	6,20%	7,03%	2,82%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	4,60%	5,42%	2,73%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	2,52%	3,32%	2,72%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	5,46%	6,29%	2,57%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	2,04%	2,84%	2,49%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	5,71%	5,93%	2,49%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	2,37%	3,17%	2,43%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	0,96%	1,75%	2,38%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	5,80%	6,02%	2,18%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	7,92%	8,14%	1,96%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	4,48%	4,69%	1,87%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	4,60%	4,81%	1,66%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	0,35%	-1,10%	1,40%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-0,34%	-1,78%	1,39%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	7,34%	7,56%	1,38%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	4,21%	5,03%	1,04%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	4,37%	4,58%	0,88%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	7,82%	8,04%	0,88%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-0,30%	-1,75%	0,62%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	-2,03%	-3,45%	0,61%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	0,29%	1,08%	0,46%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,38%</b>

## Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolio v tomto měsíci vzrostla o 1,18 %. Říjen byl pro akciové trhy pozitivní. Trhy mazaly ztráty z září, kdy investoři využívali předchozí korekce k nákupům. Trhům pomohly zejména dobré výsledky hospodaření společností ve třetím čtvrtletí, ale i mírnější než očekávaná rétorika centrálních bankéřů v USA a Eurozóně na téma inflace a utahování měnových podmínek. Ve středoevropském regionu se dařilo hlavně v bankovním sektoru, kde se pozitivně promítlo zvyšování úrokových sazeb centrálními bankami. Tento měsíc se dařilo téměř všem fondům v portfolio a přispívaly velmi dobrou výkonností. Nejlépe na tom byly fondy zaměřené na akcie na Frontier Markets. Negativní výkonnost přinesly fondy zaměřené na výše zmíněnou Latinskou Ameriku. Dluhopisová část portfolio připisovala převážně zisky a to i přes výrazný pokles cen státních dluhopisů. Tento měsíc jsme se rozhodli ještě více podvázat akciovou expozici v portfoliích zejména z důvodu rostoucího rizika ohledně vysoké inflace. Trhy se navíc pohybují na svých maximech a považujeme je za drahé. Kvůli rostoucí inflaci, problémům v dodavatelských řetězcích, nízkým/záporným reálným výnosům a potenciálním defaultům jsme snížili také dluhopisovou expozici v portfoliích. Peníze jsme z obou snížení přesunuli do krátkodobých investic, které nám dávají prostor pro rychlou reakci na případnou korekci a zvýšení úrokové sazby poměrně ztraktivnilo zhodnocení pomocí dvoutýdenní repo sazby ČNB.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfolio		MTD Výkonnost			Rozložení portfolio
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolio	
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>23,52%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,08%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,22%	0,22%	21,43%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolio</b>					<b>32,98%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,26%	0,26%	19,75%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,73%	0,73%	13,23%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>7,98%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,68%	0,68%	4,35%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,46%	1,46%	2,11%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-0,29%	-0,09%	1,51%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>6,38%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,09%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	4,66%	4,87%	2,29%
<b>Akciové fondy</b>					<b>29,25%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	3,94%	3,94%	4,16%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,34%	1,55%	1,51%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	7,76%	7,98%	1,46%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	2,28%	2,49%	1,46%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	3,90%	4,11%	1,41%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	1,66%	2,46%	1,40%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	2,94%	3,15%	1,38%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	4,10%	4,31%	1,12%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-6,75%	-6,56%	1,10%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	6,20%	7,03%	1,08%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	2,52%	3,32%	1,04%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	4,60%	4,81%	1,03%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	2,04%	2,84%	0,99%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	5,46%	6,29%	0,98%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	4,60%	5,42%	0,98%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	2,37%	3,17%	0,94%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	0,96%	1,75%	0,92%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	5,71%	5,93%	0,89%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	5,80%	6,02%	0,88%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	4,48%	4,69%	0,71%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	7,92%	8,14%	0,71%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	0,35%	-1,10%	0,58%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-0,34%	-1,78%	0,55%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	7,34%	7,56%	0,54%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	4,21%	5,03%	0,46%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	7,82%	8,04%	0,34%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-0,30%	-1,75%	0,24%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	-2,03%	-3,45%	0,23%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	0,29%	1,08%	0,16%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	4,37%	4,58%	0,01%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,09%</b>

## Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,47 %. Konzervativní portfolio mělo v říjnu, oproti předchozímu měsíci poměrně slušnou výkonnost a mazalo tak předešlé ztráty. Na dluhopisových trzích nadále rezonovaly problémy spojené se zvýšenou inflací, na kterou budou nuceni reagovat centrální bankéři v USA a Eurozóně utahováním měnových podmínek. Téměř všechny dluhopisové fondy zařazené v portfoliu připisovaly zisky, a to i přes nepříznivý sentiment na trhu. Ačkoli Americké desetileté výnosy navázaly na předchozí měsíc a pokračovaly v růstu, což se negativně odráželo v cenách dluhopisů s delší splatností, byla výkonnost konzervativního portfolia pozitivní a to zejména díky své kratší duraci. Poměrně dobře se dařilo v říjnu i korporátním dluhopisům. Problémem na trhu nadále zůstává i vysoké zadlužení po pandemii Covid-19.

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

Tento měsíc jsme se rozhodli ještě více podvázat akciovou expozici v portfoliích zejména z důvodu rostoucího rizika ohledně vysoké inflace. Trhy se navíc pohybují na svých maximech a považujeme je za drahé. Kvůli rostoucí inflaci, problémům v dodavatelských řetězcích, nízkým/záporným reálným výnosům a potenciálním defaultům jsme snížili také dluhopisovou expozici v portfoliích. Peníze jsme z obou snížení přesunuli do krátkodobých investic, které nám dávají prostor pro rychlou reakci na případnou korekci a zvýšení úrokové sazby poměrně ztraktivnilo zhodnocení pomocí dvoutýdenní repo sazby ČNB.

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>30,44%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,99%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,22%	0,22%	28,45%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>53,24%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,26%	0,26%	31,88%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,73%	0,73%	21,37%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>7,57%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,68%	0,68%	4,13%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,46%	1,46%	2,01%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-0,29%	-0,09%	1,43%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>6,48%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,15%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	4,66%	4,87%	2,33%
<b>Akciové fondy</b>					<b>2,30%</b>
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	0,19%	0,39%	0,64%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	6,20%	7,03%	0,30%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	2,04%	2,84%	0,30%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	3,94%	3,94%	0,29%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	3,90%	4,11%	0,23%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	2,94%	3,15%	0,23%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	-0,03%	-1,48%	0,13%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	5,71%	5,93%	0,10%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	5,80%	6,02%	0,09%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,03%</b>

## DYNAMICKÉ PORTFOLIO



## VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



## KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### České dluhopisy

Na straně faktorů ukazujících na další růst českých dluhopisových výnosů máme čtveřici důvodů. Zaprvé je zde extrémní emisní aktivita vlády, která jede v režimu „zítřek neexistuje“. Deficit za prvních deset měsíců dosáhl 335 mld., což z něj činí deficit historicky nejvyšší, pro rok 2022 MF ČR plánuje (a do Poslanecké sněmovny již poslalo) rozpočet s deficitem 376,6 mld. a ani v dalších letech se zatím nechce v utrácení dle slov nově vznikající vlády tolik omezovat. Jinými slovy, o zásobu dluhopisů se dluhopisový trh obávat nemusí. Zadruhé, Česká republika stále vykazuje vcelku vysokou míru inflace v její poptávkové složce, která je nyní skoro na 6 %. Zatřetí, sazby ČNB rostou rychle a guvernér Rusnok navzdory nelibosti politiků říká, že budou růst rychle i v dalších měsících, a to minimálně k neutrální sazbě 2,5-3,0 %. Ještě větší růst pak čeká trh. 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 ještě nějakou dobu bude převládat. Z toho pramení naše očekávání růstu českých, zejména delších, výnosů i nadcházejících měsících.

Zásah centrální banky přišel, jak jsme ostatně očekávali, dřív, než co nám měsíce tvrdila polská centrální banka. A na to samozřejmě nemohly polské vládní dluhopisy nereagovat. Vzhledem k tomu, že polská centrální banka je dle nás za inflaci a že bude muset zpříšňovat politiku rychleji, než si myslí ona i trh, čekáme další růst výnosů vládních dluhopisů (pokles jejich cen).

U kurzu **aura proti dolaru** se v letošním roce zastavil trend k oslabování dolaru z minulého roku, který byl hnaný proti-dolarovým inflačním narativem. Ve světle inflačního vývoje v letošním roce v USA to je překvapivé, ale je to tak. V posledních měsících došlo k přivření inflačního diferenciálu mezi USA a Eurozónou a navíc centrální banka v USA je utazena měnové politiky mnohem blíže než ECB. To dle nás bude brzdit slabost dolaru a ten tak v nejbližších kvartálech bude oscilovat bez jasnější tendence mezi 1,15 a 1,20.

Jak jsme psali již dříve, **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. Říjnové oslabení je překvapivé, ale dle nás nebude mít dlouhého trvání. Ve zbytku 4. čtvrtletí roku čekáme návrat pod 25,50, v roce příštím pak kvůli výrazně se rozšiřujícímu úrokovému diferenciálu mezi ČNB a ECB posílení ke 25 korunám. Proti většímu posílení mluví velmi nevyrovnaný vývoj rozpočtu a přetrvávající překoupenost koruny v důsledku devizových intervencí.

**Polskému zlotému** by z fundamentálního hlediska svědčily hodnoty silnější, než jaké vidíme dnes. Polská centrální banka sice již začala měnovou politiku zpříšňovat, ale prozatím jede jen na „čtvrt potřebného plynu“. Dle nás však již brzy přepne do rychlejšího módu. Rychlejší utahování politiky není v Polsku omezováno, podobně jako v ČR, rozpočtovou situací (příští rok by měl rozpočet dosáhnout deficitu 5 %, zadlužení dokonce klesnou pod 43 %), polská centrální banka navíc bývávala historicky nejvíce jestřábí v regionu. Pokud s rychlejším zpříšňováním politiky začne, posílí polský zlotý v příštím roce směrem ke 4,40.

**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 sice v srpnu dle našeho očekávání projeví v posílení k hranici 345, to však nevydrželo. Dle nás se však nakonec úrokový diferenciál a zkrocení inflace (vs. nulové sazby a netečná ECB) na posílení HUF v příštím roce projeví.

Nejisté zimní měsíce přinesou mnoho nejistot. Nadále nedostatečná proočkovanosť v mnoha zemích skrývá riziko v možných lock-downech. To by znamenalo další možné restriktivní

### Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

### Měny

### Globální akciové trhy



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. 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*