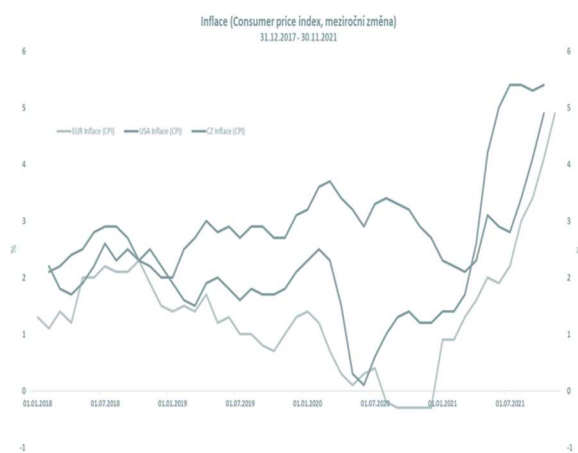


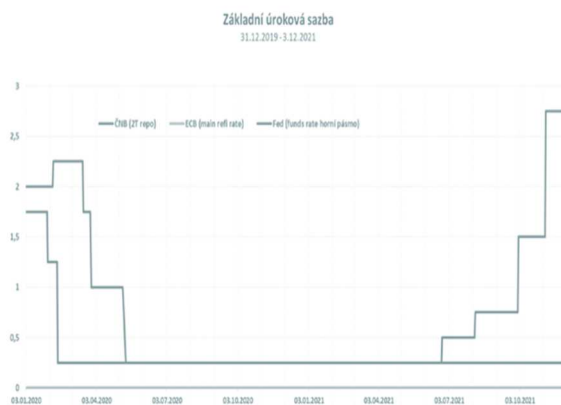
Na dluhopisové trhy se vracejí příležitosti

ČNB reaguje na vysoké a relativně rychlé změny cenové hladiny, které se nevyhýbají vesměs žádným ekonomikám. ČNB však vedle Fedu a Evropské centrální banky postupuje výrazně agresivněji. Eurozóna a Amerika pochopitelně začaly omezením nákupu aktiv (kvantitativního uvolňování), které česká měnová autorita neprováděla. Přesto lze interpretovat zahraniční reakci monetární politiky jako umírněnou, tu zdejší už ne. Argumentem je vedle standardního zmínění dodavatelských řetězců a dovezených cen komodit

(nabídkové inflační tlaky) také promítání se inflace do zvýšených inflačních očekávání, která pomáhají nahoru poptávkovým tlakům. Česká národní banka tak v listopadu zvedla základní úrokovou sazbu o 1,25 % na 2,75 %. I analytiku ještě zaskočila o 0,5 %. Graf níže znázorňuje oficiální změnu cenové hladiny, vyjádřeno CPI indexem. Metodiku a vypovídací schopnost tohoto indexu si ponecháme jako potenciální téma dalších měsíčníků. Pro některé z nás je totiž inflace i vyšší.



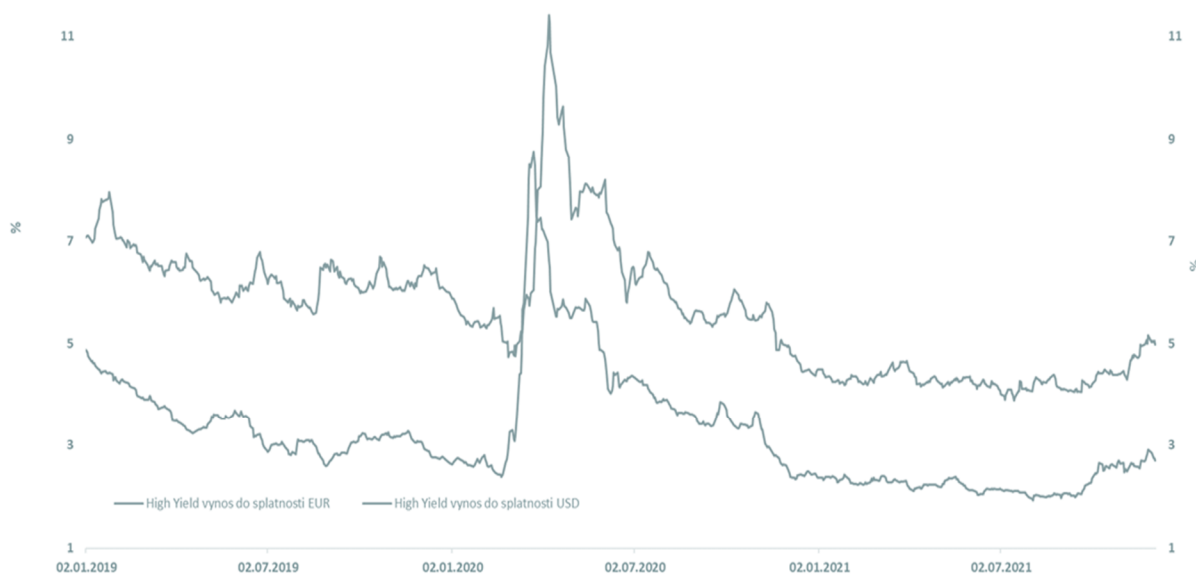
Zdroj: Bloomberg, JTIS



V reakci na kroky ČNB se přirozeně zvyšují úroky/sazby na českých dluhopisech. Příležitosti také rostou i jinde, avšak podle našeho názoru z jiných důvodů. Zatímco v ČR se posouvají sazby zejména kvůli ČNB a jejímu posunu základního úroku o 250 bps během cca půl roku, v USA

a Evropě je poslední růst výnosů korporátních dluhopisů spojen s růstem rizikových přírážek, pod kterými si lze představit jednoduše vyšší rizikovou averzi. Nutno zmínit, že se jedná stále o relativně malý, až zdravý posun z dřívějších extrémně nízkých úrovní.

Výnosy do splatnosti p.a. High yield trhu dluhopisů
(1.1.2019 - 3.12.2021)



Zdroj: Bloomberg, JTIS

Růst sazeb/výnosů se pochopitelně projevuje v růstu střednědobého potenciálu dluhopisových portfolií. Následující číslo v sobě zahrnuje jednoduchý výpočet, který vychází z výnosu do splatnosti portfolia. K němu jsou přičteny výnosy z měnového zajištění. Minimálně 90 % našich dluhopisových investic je vždy

zajištěno, přičemž lze zjednodušeně tento proces chápat jako půjčení si málo úročené měny (EUR) a naopak nabídnutí vysoce úročené měny (CZK). A již dle dat z grafu 2 tedy pro nás měnové zajištění není náklad, ale výnos. Následně jsou odečteny od tohoto čísla poplatky za správu.

Fond	J&T High Yield	J&T High Yield II	J&T MONEY	J&T BOND
Výnos do splatnosti portfolia	4,58%	5,20%	4,62%	4,58%
Výnosy ze zajištění měnového rizika	1,25%	1,17%	1,38%	1,80%
Celková nákladovost	1,11%	1,37%	1,12%	1,13%
Střednědobý potenciál fondu	4,72%	5,00%	4,88%	5,25%

Zdroj: Bloomberg, JTIS

Valuace, výkonnost akcií a riziko

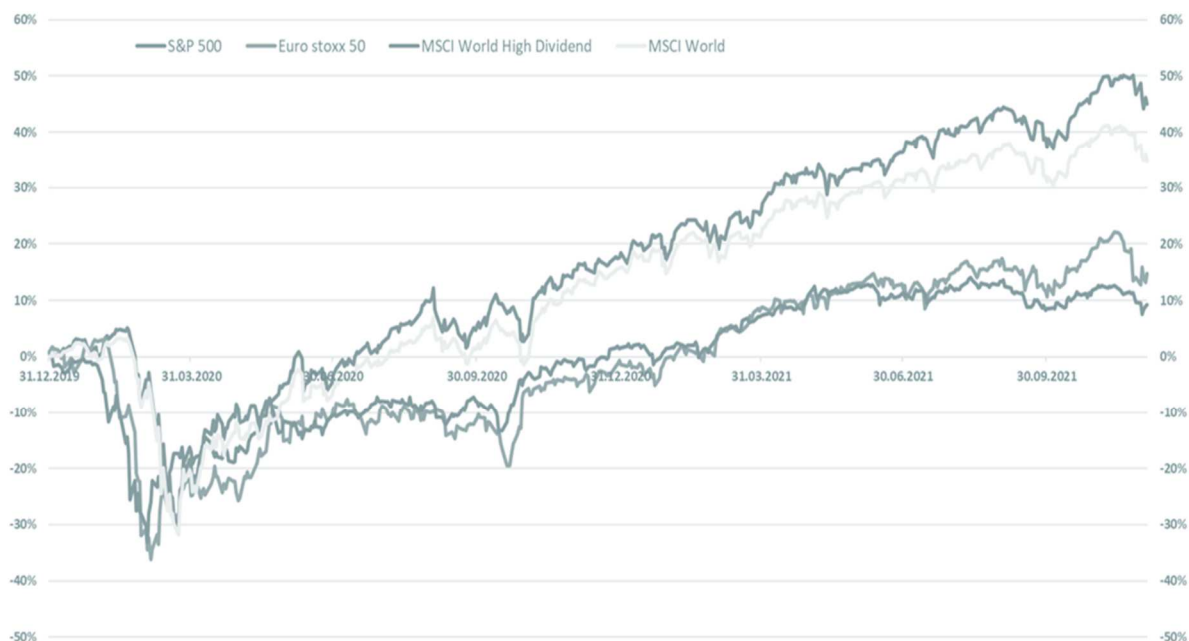
Akciové trhy se nám i přes korekci posledních dnů jako levné nejeví. Nicméně mnohokrát jsme zde argumentovali komplexností finančního trhu, kdy investor hledá nejvýnosnější alternativu. Následující indikátor je schopen postihnout tento širší úhel pohledu minimálně rámcově. Porovnání tzv. earnings yield akcií (zisk/cena) vůči výnosům amerických státních dluhopisů se nachází zhruba na svém dlouhodobém

(20letém) průměru. Když se tedy podíváme na akcie izolovaně, vidíme zde zdvižený prst. Když se však rozhlédneme kolem, mají akcioví investoři minimum alternativ v jiných třídách aktiv, ať už to jsou dluhopisy, nebo nemovitosti. Proto jsme ponechali akciovou expozici ve smíšeném fondu J&T Rentier na neutrální úrovni, tj. 50 %. Kryptoaktiva jsou stále minoritní alternativou, navíc je zvaltovat neumíme.



Zdroj: Bloomberg, JTIS

Nyní krátce k akciím a výkonnosti dle geografie. S&P 500 vede tabulku hlavních akciových indexů, jako tomu bylo i před pandemií. V základu lze za tímto (i dlouhodobým) vývojem hledat sektorové složení, kde zámořský index těží z vysoké expozice na technologie a zdravotnictví (42 %). Ve výpočtu v grafu 3 jsou zahrnuty inkasované dividendy.

Výkonnost akciových indexů
(1.1.2020 - 3.12.2021)

Zdroj: Bloomberg, JTIS

A kde vidíme riziko pro vývoj akcií v dalším období? Pandemie a varianty koronaviru mohou mít jistě dopad. Ten však očekáváme spíše kratšího a méně závažného charakteru na finanční svět. Co může způsobit opravdovou změnu ve valuacích aktiv, je Fed a jeho přístup k monetární politice. Rychlost ukončení programu nákupu aktiv (růst bilance) spolu

s komunikací výhledu na zvýšení sazeb bude podle našeho názoru téma dalších měsíců, možná kvartálů. Věříme, že šéf Fedu Powell bude poučen z roku 2018, kdy měnovou politiku utahoval příliš rychle, aby následně kvantitativní uvolňování obnovil, byť pod jiným názvem – repo. Ale jak se říká – důvěřuj, ale prověřuj.

Marek Ševčík | 8. 12.2021

LISTOPAD VE FONDECH

J&T BOND

V listopadu jsme investovali do nové emise výrobce generických léčiv TEVA 4,375% 2030 a dále do slovenské strojírenské firmy Gevorkyan 4,5% 2026. Vzhledem k vysokým cenám akcií jsme snížili investice do konvertibilních dluhopisů. Realizovali jsme zisk na dolarových dluhopisech Norilsk Nickel. Modifikovaná durace portfolia byla na konci října 2,33. Hrubý výnos do splatnosti portfolia vzrostl na 4,58 %.

J&T MONEY

V listopadu jsme investovali do nové emise výrobce generických léčiv TEVA 4,375% 2030 a dále do slovenské strojírenské firmy Gevorkyan 4,5% 2026. Prodávali jsme před splatností bondy Alpha Quest21 a dále dolarové dluhopisy Norilsk Nickel24 a Seaspans24. Mírně jsme navýšili pozici v českých státních dluhopisech. Modifikovaná durace portfolia byla 2,13. Hrubý výnos do splatnosti portfolia vzrostl na 4,62 %.

J&T RENTIER

V listopadu jsme nakoupili dluhopisy Pale Fire 5,75% 2026, Emma Gamma 4,9% 2024 a farmacie Teva 4,375% 2030. Modifikovaná durace činí 3,2. Hrubý výnos do splatnosti činí 4,6 %. V akciové části jsme nakoupili Komerční banku, Vodafone, Avast a Bidu. Oficiální strategická

alokace byla ponechána na 50 % akcie vs. 50 % dluhopisy.

J&T DIVIDEND

Během listopadu jsme pokračovali v budování pozice na akciích Gazpromu, opětovně jsme přikoupili akcie Čezu, když se ceny elektřiny pro roky 2022 i 2023 nadále drží poblíž rekordních hodnot, a v akciích Čezu to podle našeho názoru není promítnuté. Nově jsme do portfolia zařadili jednoho z leaderů světové produkce železné rudy a niklu, brazilskou společnost Vale. V průběhu měsíce jsme prodávali část pozic na Erste a řeckém Jumbu, kompletně jsme vzali profit na Sainsburry. Eurové pozice měnově zajišťujeme, dolar máme zajištěn z větší části, zbytek necháváme otevřený. Hrubý dividendový výnos portfolia činí cca přes +4,50 % p.a., hotovost byla ke konci měsíce přibližně 14 % portfolia.

J&T HIGH YIELD II

V listopadu jsme se účastnili primární emise dluhopisu Gevorkyan 4,5% 2026. Nakoupili jsme dluhopisy Teva 4,37% 2030 a prodali Norilsk Nickel 2,55% 2025. Modifikovaná durace vzrostla na 2,5, výnos do splatnosti portfolia stoupl na 5,2 %.

Upozornění:

Tento materiál, který vytvořila J&T INVESTIČNÍ SPOLEČNOST, a.s., představuje názor společnosti, který vychází z aktuálně dostupných informací v čase jeho zhotovení k výše uvedenému dni. Uvedené informace nepředstavují nabídku, investiční poradenství, investiční doporučení k nákupu či prodeji jakýchkoliv investičních nástrojů ani analýzu investičních příležitostí. Uvedené prognózy nejsou spolehlivým ukazatelem budoucí výkonnosti. J&T INVESTIČNÍ SPOLEČNOST, a.s. nenesे žádnou odpovědnost, která by mohla vzniknout v důsledku použití informací uvedených v tomto materiálu. S investičními nástroji je spojeno riziko kolísání aktuální hodnoty investované částky a výnosů z ní a není zaručena návratnost původně investované částky. O případné vhodnosti investičních nástrojů se poraďte se svým bankéřem, investičním zprostředkovatelem nebo jeho vázaným zástupcem.

Sdělení může obsahovat informace týkající se investičních nástrojů nebo emitentů, u kterých má společnost své vlastní zájmy. Za zprostředkování úpisu investičních nástrojů může společnost vyplatit svým smluvním partnerům provizi z objemu zprostředkovaných investic. Obecné informace o pobídkách jsou zveřejněny na www.jtis.cz.