

Vážení investoři,

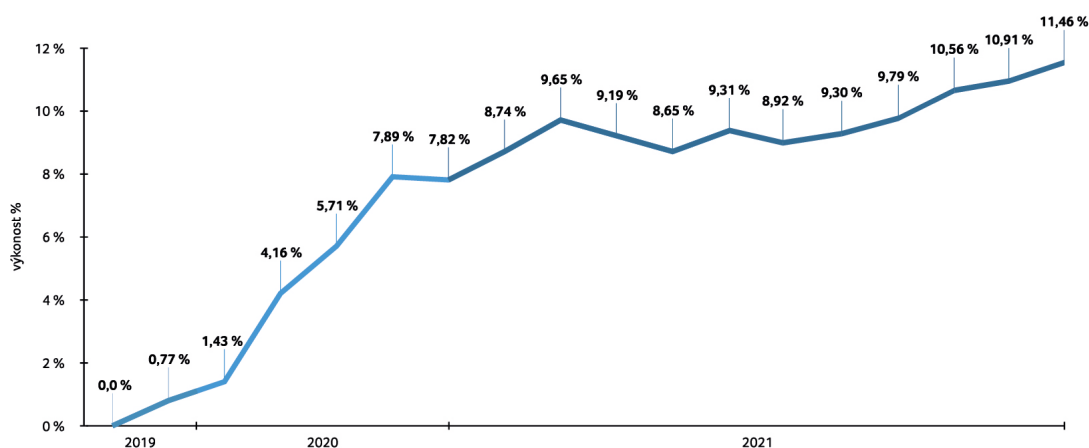
dovolte, abychom Vás touto cestou informovali o výsledcích fondu za prosinec 2021.

Podfond vykazuje od svého založení do konce roku 2021 celkové zhodnocení pro investory 11,46 %. V prosinci podfond vyrostl o 0,55 %.

Fond k 31.12.2021 drží aktiva v hodnotě ~195 mil. CZK a nečerpá žádné úvěry.

Měnová struktura portfolia je: 59,4 % v CZK, 35,9 % v EUR a 4,7 % v USD.

vývoj zhodnocení fondu



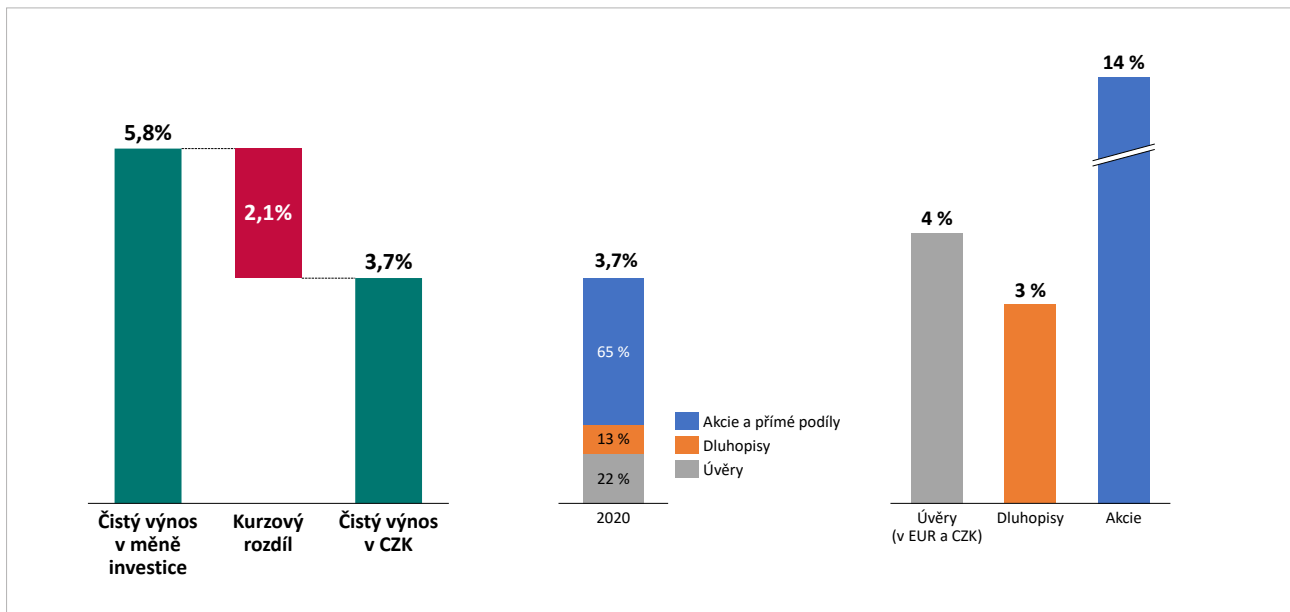
Měsíční zpráva vedení fondu:

Turbulentní rok 2021 jsme úspěšně zvládli. Pandemie se stále více ukazuje jako exogenní šok, který bude mít trvalejší následky, než si celá společnost původně myslela. Vlny lockdownů rozkolísaly ekonomickou aktivitu a kroky vlád v oblasti fiskálních stimulů s bezprecedentním rozvolněním měnové politiky centrálními bankami nafoukly agregovanou poptávku.

První polovina roku 2021 se nesla v náladě očekávání silného ekonomického růstu s dočasnou inflací, což nastartovalo nadvýkonnost hodnotových investic a růst akcií firem těžících z otevírání ekonomik. Dalším z hlavních trendů uplynulého roku byl prudký růst cen komodit, energií a celkově výrobních vstupů (*např.*

průmyslových kovů). Nedařilo se naopak drahým kovům i přes rychle rostoucí inflaci. Inflační tlaky ale zvedaly očekávaný růst úrokových sazeb což spustilo setrvalý pokles cen neprofitabilních technologických akcií. Celým rokem se táhlo velké téma nerovného zápasu čínské vlády s firmami. A samozřejmě nelze pominout velký samostatný příběh kryptoměn.

Dříve, než Vám ale nabídneme navazující úvahy o očekáváních roku 2022, zrekapitulujeme vývoj našich investic. Čistý výnos našeho portfolia byl v minulém roce 5,8 %. Z důvodu posilující koruny a velké části našeho portfolia v eurech a amerických dolarech je výnos v CZK 3,7 % za loňský rok ([viz graf 1](#)).



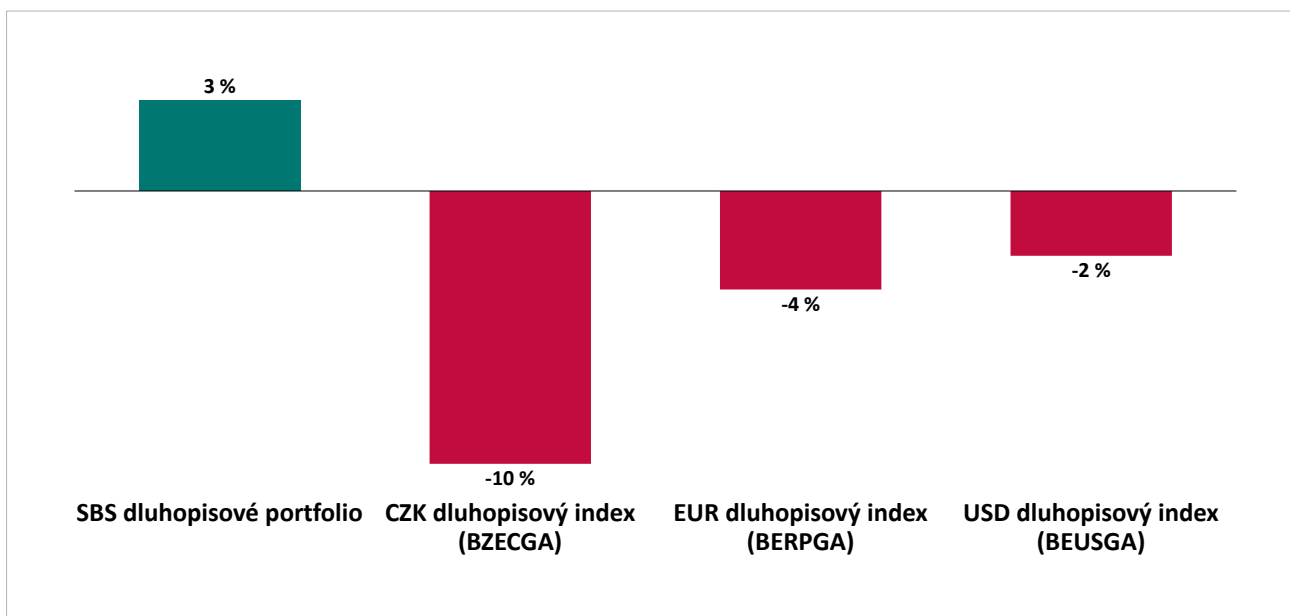
graf 1 – Skladba výnosu portfolia podfonu v roce 2021

Z hlediska výkonnosti jednotlivých tříd aktiv byly akcie a přímé ekvivalentní podíly tahouny výnosu, které se postaraly o téměř dvě třetiny celého ročního zhodnocení. Naše dluhopisové investice byly výkonnostně nejslabší. I tak ale dluhopisové zhodnocení ve výši 3 % považujeme za mimořádný výkon v situaci, kdy hlavní dluhopisové indexy zaznamenaly čistou ztrátu (viz graf 2)!

Co se týče akciové části portfolia, v průběhu roku 2021 jsme průměrně drželi 50 % dlouhou akciovou pozici a krytí tržního rizika přes indexy nás stálo 5,2 % výkonnosti. Tyto short pozice se začátkem roku 2022 začaly vyplácet a díky nim naše akciové portfolio vykazovalo velmi nízkou korelaci s trhem.

Za celou dobu existence fondu sice akciová složka vytvořila výkonnostní alfu pouze nad globální akciový index MSCI ACWI (viz prostřední část grafu 3), nicméně díky velmi nízké volatilitě portfolia byla vytvořena alespoň mírná rizikově-očistěná alfa i vůči americkým indexům (viz graf 3, část vpravo). Jelikož stojíme na začátku roku 2022, od kterého se očekává turbulence na akciovém trhu, je naše zaměření na generování alfa faktoru skrz nízké riziko velmi důležitá přidaná hodnota.

Na druhou stranu vnímáme přicházející turbulentní období jako příležitost k novým investicím. Jednoznačně na trhu vnímáme dramatické plošné výprodeje růstových akcií, mezi kterými se leckdy skrývají skutečně



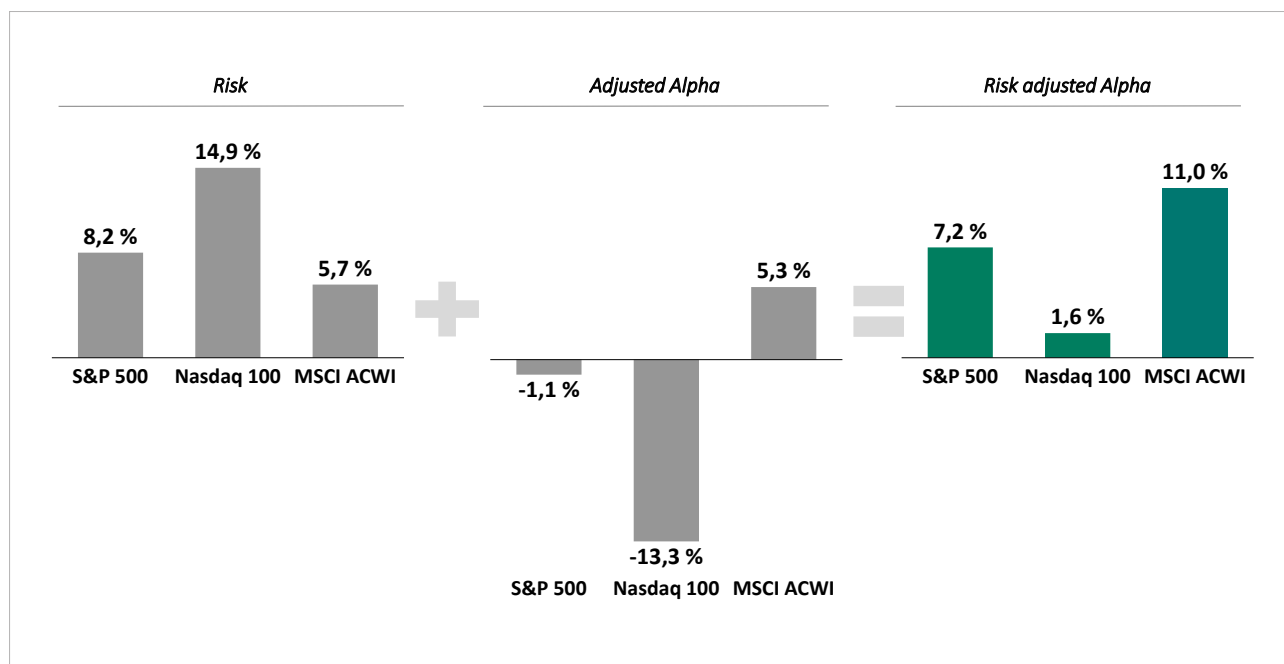
graf 2 – Srovnání výnosu dluhopisové části portfolia s indexy

velmi zajímavé byznys modely s velkým výnosovým potenciálem. Vidíme například firmy, které změny fungování celého odvětví za ceny jako je dvojnásobek čisté hotovosti v rozvaze nebo nepochopení sum-of-the-parts valuace trhem (za diskont k NAV). Na druhou stranu rovněž vidíme i disparity v oceňování opcí. Například opce s poměrně dlouhým časovým horizontem na akcie Activision Blizzard a strike price pod nabídkou Microsoftu se několik dní prodávaly za jednotky centů. Podobně vidíme poměrně zajímavé firmy, které po akvizici mají, tržní kapitalizaci nižší, než za kolik kupovali přebíranou firmu (což nemusí ale samo o sobě být dobré znamení záleží na konkrétním případě). Celkově vzato, nečeká nás období, kdy by bylo možné říci „plošně“ je dobré investovat do indexů, akcií, dluhopisů či jiné třídy aktiv. Čeká nás období, kde zajímavý výnos bude možné generovat pouze pečlivým hledáním „jehly v kupce sena“ a to je přesně to, co pro Vás celý nadcházející rok budeme dělat.

Nový rok 2022 samozřejmě přinese mnoho nových a jistě i neočekávaných situací. V mnoha ohledech však přirozeně navazuje na minulý rok. Ihned na startu 2022 jsme viděli dramatický obrat na akciovém trhu a k setrvalému klesání cen malých technologických firem se náhle přidalo široké spektrum akcií napříč trhem. Když se dnes díváme na trh a jeho oceňování různých scénářů, vnímáme 6 zásadních témat, u kterých z našeho pohledu trh plně nereflektuje v ocenění adekvátní pravděpodobnost:

1. Zpomalení globálního ekonomického růstu

S jistotou dnes víme, že výhled, ať už ekonomický či epidemický, je velmi nejistý oproti rokům před Covidem. Tento fakt krásně ilustruje [profesor Ed Yardeni](#), který si všiml v poslední tiskové konferenci guvernéra FEDu J. Powella, že 15-krát použil slovo „rozhodnutí“ (*decision*), přičemž 14-krát ve větě „žádné rozhodnutí nebylo učiněno“. Pokud by si vedení FEDu bylo alespoň trochu jisté ve výhledu ekonomického vývoje, nevysílalo by trhu takto silné signály nerozhodnosti a bezradnosti. Vlna Omicronu se šíří světem rychlostí světla. Kupodivu, jen v Číně ne! Současná nulová tolerance země k šíření nemoci je z našeho pohledu neudržitelná a nesmyslně nákladná. Země pořádá olympiádu, při které věříme, že nemá šanci udržet nulovou toleranci (*vzpomeňme na disciplinované pořadatele v Japonsku před půl rokem anáslednou vlnu infekcí*). Jelikož je hlavní motor globálního ekonomického růstu dosud nepolíben předchozími variantami nemoci, není úplně nepravděpodobné, že rychlost šíření Omicronu může vést k zásadnímu otřesu ekonomiky Číny, který může vést k novým vlnám v dodavatelsko-odběratelském řetězci (*současnou stále neutěšenou situaci dobře ilustruje [Maersk report a situace v L.A. docích](#)*). Masivní šíření viru mezi miliardou pracujících může rozkolísat globální ekonomiku naprosto nepředvídatelně. PboC sice bude pomáhat udržet hospodářský růst rozvolňováním měnové politiky, ale zároveň musí stále hledět na finanční stabilitu, kterou ohrožuje kreditní bublina a strukturální problémy reálného sektoru.



graf 3 - Srovnání rizikově očištěného alfa faktoru u akciové části portfolia s indexy¹

¹ graf „Risk“ vlevo vyjadřuje vytvořenou přidanou hodnotu oproti danému indexu skrz nižší volatilitu portfolia. Jinými slovy graf ukazuje o kolik by měl náš fond vyšší výnos, pokud by měl totožnou volatilitu (riziko) jako daný index. Graf „Adjusted Alpha“ vlevo vyjadřuje rozdíl ve výnosu (CAGR) fondu a indexu. Graf „Risk-adjusted Alpha“ vlevo vyjadřuje velikost alfa faktoru vytvořeného jak realizovanou výší výnosu, tak i velikostí podstoupeného rizika (volatilitu) fondu vs. indexu.

Zatímco na podzim se sentiment ohledně výhledu ekonomiky zlepšil v USA a právě Číně, v Evropě vyhlídky na růst setrvale slábnou již od loňského června. Tento sentiment poměrně věrně kopíruje německý index DAX. ECB si je velmi dobře vědoma rizika recese a zůstává tak poměrně pozadu v možnostech růstu úrokových sazeb. Navíc v EU je inflace primárně tažena cenami energií a oproti USA je nyní málo tažena růstem mezd. Tudíž transmisní mechanismus měnové politiky ECB není v tuto chvíli tak přímý jako u FEDu.

Globální ekonomický růst dále ohrožuje napětí na Ukrajině. Z našeho pohledu není tolik důvod k obavám o otevřenou válku. Spíše se Rusko bude snažit o nepřímý hybridní konflikt a špatně prokazatelnou agresi. Celkově

vzato předpokládáme, že je nevyhnutelné, aby si Rusko „skokově ulouplo“ další kousek území Ukrajiny, ale to není pro trh podstatné. Důležitá bude reakce západního společenství a míra sankcí. Pokud by přišly tvrdé sankce jako je diskutované vyloučení Ruska z mezinárodního platebního systému, potom dramatické ochlazení ekonomické aktivity bude prakticky jisté.

USA, jejichž růstový příběh se v posledním čtvrtletí 2021 silně restartoval opět indikují zhoršení výhledu (viz graf 4) a v lednu vidíme, že výnosová křivka mílovými kroky míří k inverzi signalizující přicházející recesi. Celá křivka se ale posouvá výše vlivem inflace, což vyjadřuje rostoucí riziko globální stagflace.



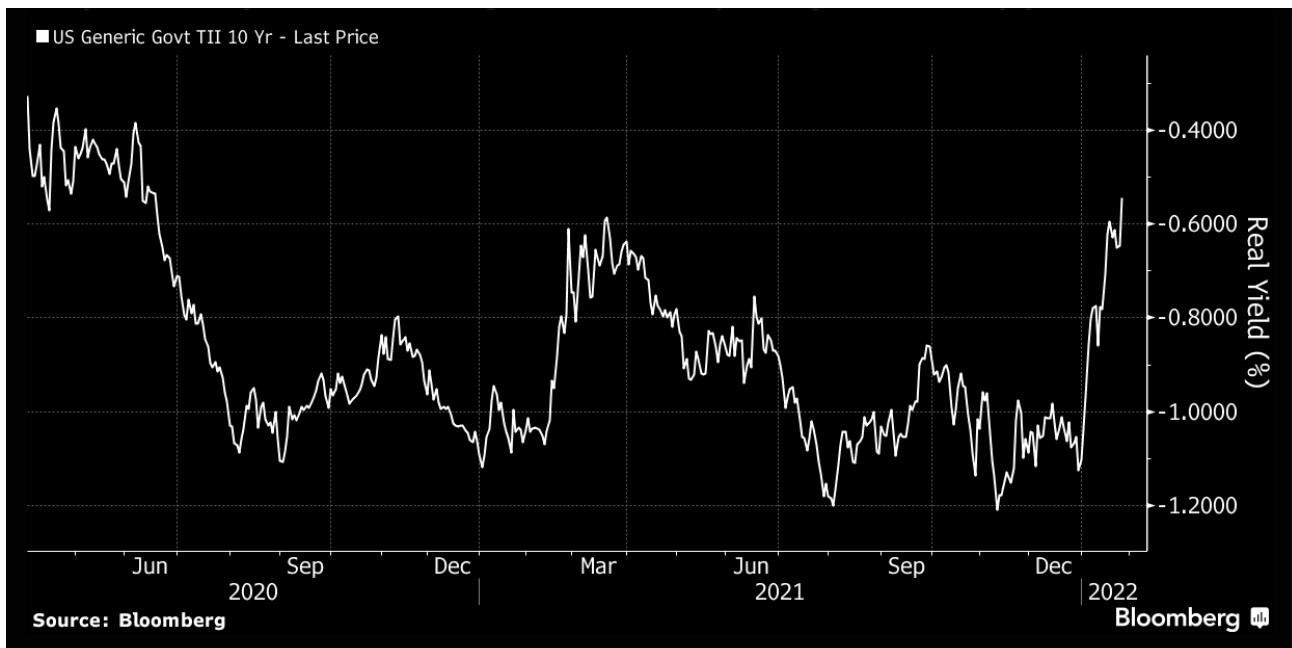
graf 4 – Index nákupních manažerů PMI v USA v sektoru služeb

2. Tempo růstu inflace bude klesat, ale inflace příliš nepoklesne navzdory přání centrálních bankéřů

Vysoká základna pro inflaci z roku 2021 by měl být hlavní motor stabilizace inflace.

Nicméně, výše je uvedeno několik rizik globálního ekonomického růstu, které by rovněž byly zásadními proinflačními tlaky. Ať už jde o rozkolísání řetězce Omicronem v Číně nebo ukrajinský konflikt, který může silně dopadnout na opětovný růst cen komodit a energií. V USA budou o letošní inflaci do velké míry

rozhodovat mzdy a nájmy. Existuje reálná šance, že obě zásadní proměnné budou silně růst. Mzdy budou navíc tlačit výše výpadky části pracujících z trhu vlivem izolací a nemocí. Dále pak svou roli sehraje otevírání ekonomik a ožívování cestovního ruchu, který bude poptávat chybějící pracovníky. Růst nájmu v čase se zpožděním kopíruje pohyb cen nemovitostí a z předběhajících ukazatelů vidíme už nyní poměrně silnou evidenci o budoucím růstu cen nájmu v USA. Velmi silným, a přitom relativně novým motorem inflace bude přechod na zelenou energii, který si podle odhadů vyžádá letos dvojnásobek oproti souhrnu investic z období 2016-2020.

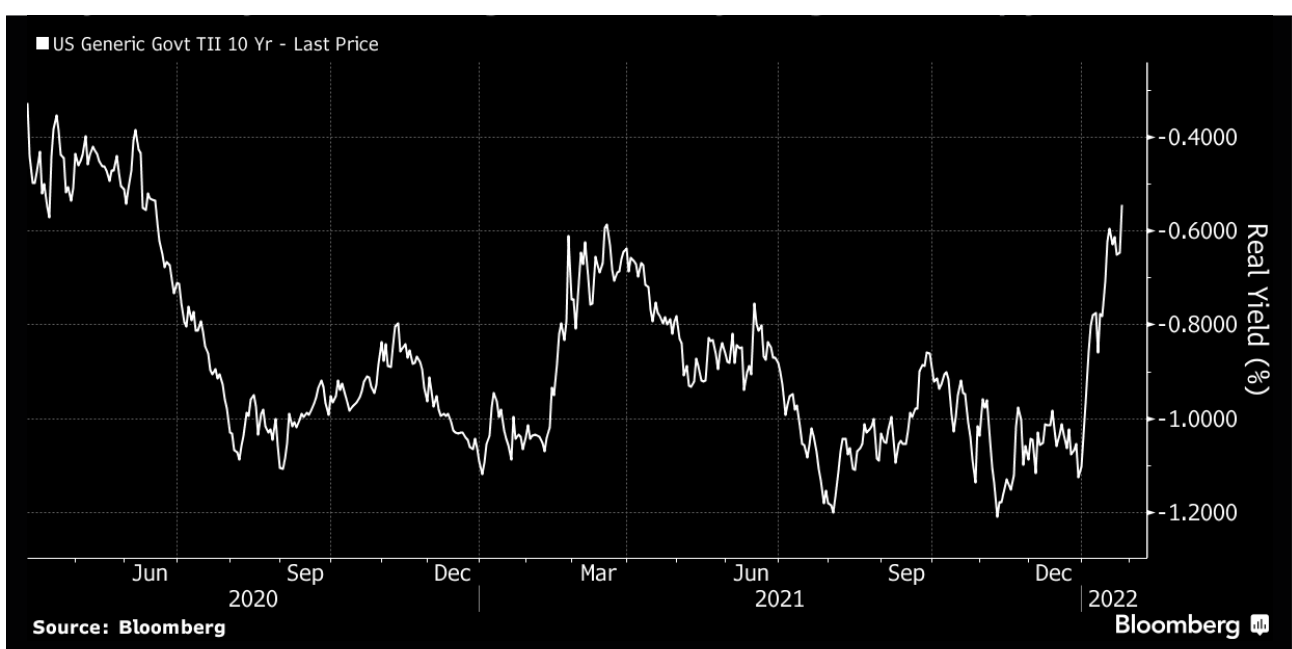


graf 5 – Vývoj desetiletých reálných sazeb USA

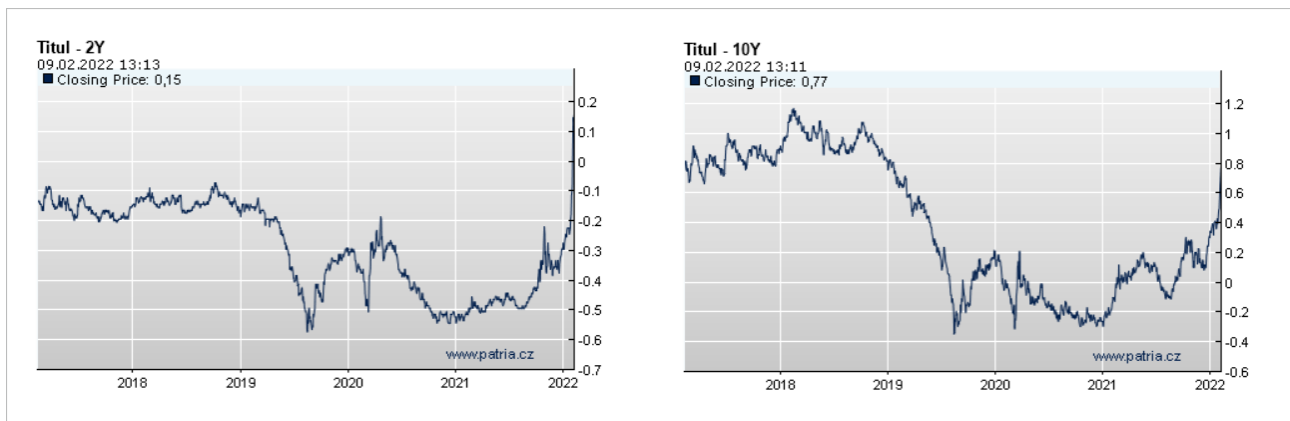
3. Taper Tantrum verze 2.0

Utahování likvidity, růst sazeb (zejména reálných sazeb, viz graf 5) v USA může snadno vést k novému Taper Tantrum. Rychlý růst krátkého konce výnosové křivky povede k přílivu kapitálu do dolarů a problémy v EM, tzn. podvýkonnost akcií rozvojových zemí a přitahování likvidity způsobí potíže s refinancováním státního dluhu v zemích jako Srí Lanka, Indie, Bělorusko, Turecko, Argentina, Jižní Afrika, Nigérie atp.

Rusko není nyní tolik zranitelné z dopadu Taper Tantrum jako v roce 2013. Ovšem celkový sentiment vůči Rusku je nyní nejhorší od dob bankrotu v roce 1998. V posledních týdnech za to samozřejmě může primárně situace na Ukrajině. Bohužel historicky akciové výnosy Ruska silně korelovaly s regionem střední a východní Evropy (viz graf 6). To sice v posledních dnech neplatí a region CEE není současnou slabostí ruských akcií poznamenán, nicméně riziko opětovné korelace primárně směrem dolů v budoucnosti není vhodné podceňovat.



graf 6 – Vývoj cen ruských akcií a akcií regionu střední a východní Evropy od roku 2012



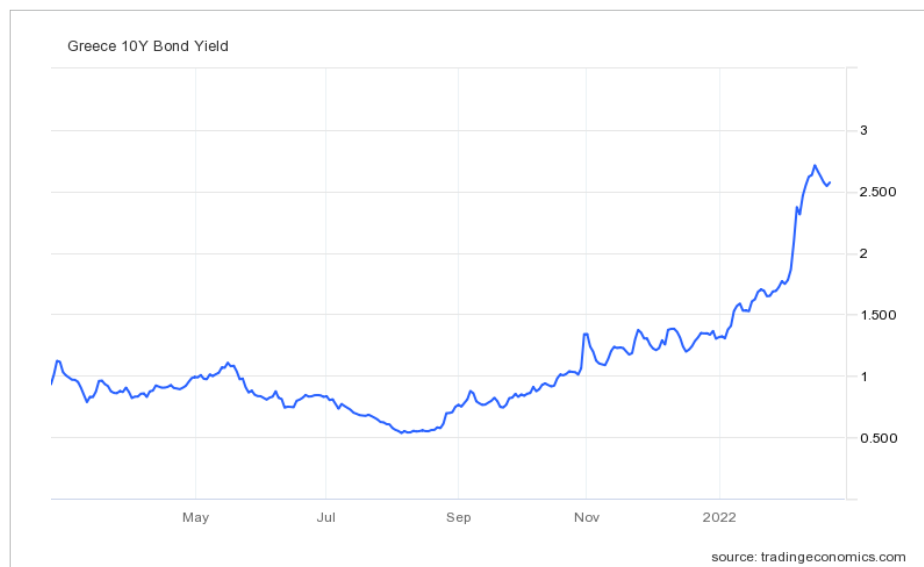
graf 7 – Vývoj EUR swapových sazeb na 2 roky a 10 let od roku 2017

4. Dluhová krize EMU verze 2.0

Byť vidíme, že ECB se nechce pouštět do diskuse o utahování měnové politiky, trh swapových sazeb průběžně po celý rok 2021 rostl a zejména na krátkém konci došlo ve druhé polovině roku k prudkému růstu (viz graf 7), který ještě umocnil parabolický vývoj na začátku roku 2022, kdy po zasedání ECB došlo k nejrazantnějšímu dennímu růstu swapových sazeb od roku 2008.

Trh tudíž očekává, že ECB bude i přes svou nechuť muset

zvyšovat rychle sazby, aby dostala pod kontrolu inflační tlaky. Tento výrazný pohyb se postupně projevuje na úročení státních dluhopisů. Z našeho pohledu je nasnadě očekávat v brzké době nové kolo diskusí o rizicích defaultu předlužených zemí, což spirálu neudržitelných nákladů na obsluhu státního dluhu ještě prohloubí skrz růst kreditních spreadů jednotlivých problematických zemí. Již dnes je vidět například na grafu 8 níže, že Řecko se i bezdiskusí o svém kreditním riziku financuje o 2 % dražší než před půl rokem. Je tedy jen otázkou času, kdy se nová vlna diskuse o fiskální udržitelnosti Eurozóny rozjede naplno.



graf 8 – Vývoj úroků Řeckého státního dluhopisu se splatností za 10 let

5. Turecká krize

Na bedra Turecka je toho na počátku roku 2022 „naloženo“ příliš mnoho a ve své podstatě současný režim bojuje o vlastní přežití. Vedení země se podařilo na konci 2021 prudce zchladit a stabilizovat FX kurz, nicméně Turecko nemá finance pro dlouhodobé udržení

tohoto kroku dorovnání peněz k dolaru lidem v bankách. Odhad je, že inflace v Turecku vyrostle z loňských 20 % až na 50 % a centrální banka má devizové rezervy na extrémně nízké úrovni, prakticky bez možnosti pomoci kurzu. V souvislosti s Erdoganovým novátorským přístupem k měnové politice je to smrtící koktejl pro jakákoliv turecká aktiva v tomto roce.

6. Ztráta momentum růstu ziskovosti ve výsledcích firem

Poslední měsíce ukazují, že se poměrně rychle zhoršují očekávání v rychlosti růstu ziskovosti firem. To je základní valuační metrika pro oceňování akcií, která může být důležitým prvkem nervozity trhu v prvních lednových týdnech. Ztráta momenta se v současnosti

týká zejména firem z odvětví telekomunikací, retailerů, automobilek a utilit. Naopak akcelerující růst ziskovosti podporují (do značné míry z důvodu inflace) sektory prvovýroby, komoditních a energetických vstupů do ekonomiky. Ne zrovna pozitivní výhled umocňuje výsledková sezóna za Q4 2021, která doposud překonává oficiální očekávání firem v S&P indexu spíše symbolicky.

Samozřejmě během roku 2022 vyvstane mnoho témat a situací, které nyní nelze předvídat. Nejlepší, co můžeme udělat, je připravit se. Příkladem může být naše měnová expozice. V roce 2021 nám posilující koruna sice ubírala na výkonnosti, ale v současné situaci CZK je již na hraně dlouhodobého cenového kanálu 24-27 CZK/EUR (který drží od roku 2008) a nevidíme příliš mnoho důvodů pro její další posílení. Naopak, stupňující se množství nejistoty a potenciálních globálních rizik, či výše zmíněná témata a rozdílné časování utahování monetární politiky ČNB vs. ECB a FED, nahrávají více pravděpodobnosti posílení globálních rezervních měn oproti CZK v roce 2022.

Děkujeme Vám za vloženou důvěru v loňském roce a těšíme se na úspěšnou spolupráci i v tomto roce 2022. Pokud budete mít zájem o bližší informace či jakékoliv další dotazy ohledně našeho fondu, budeme rádi, když nás budete kontaktovat.

S vřelým pozdravem

Ondřej Klečka, CFA
Investiční ředitel fondu
SBS FUNDS SICAV a.s.