

Vyšší sazby (a výnosy do splatnosti)

dluhopisů vnímáme jako příležitost

Dluhopisové trhy procházejí dalším obdobím přeceňování. Zejména výnosy do splatnosti delších dluhopisů se posouvají výše a investoři si znovu kladou otázku, zda jde o dočasný výkyv, nebo o novou realitu. Domníváme se, že současný pohyb má poměrně racionální základ. Světová ekonomika zůstává, za značného přispění investic do AI, relativně odolná, inflační rizika nezmizela a geopolitické prostředí je pravděpodobně nejméně předvídatelné za několik posledních dekád.

Právě inflace podle nás zůstává klíčovým rizikem. Globalizace a levné energie, které dlouhá léta pomáhaly držet ceny pod kontrolou, jsou dnes podstatně slabšími faktory. Naopak vidíme vyšší výdaje na obranu a infrastrukturu, snahu o přesun strategické výroby blíže k domácím trhům a v neposlední řadě přetrvávající geopolitické napětí. To vše něco stojí. Představa rychlého návratu do světa nulových sazeb a velmi levných peněz proto nyní není relevantním scénářem.

Vyšší výnosy dlouhodobých dluhopisů jsou v tomto kontextu logické. Investor dnes požaduje vyšší prémii nejen za inflační riziko, ale také za rostoucí zadlužení států a s ním spojenou nabídku nových dluhopisů. Vlády budou v příštích letech potřebovat financovat obranu, energetiku, infrastrukturu i náklady spojené se stárnutím

populace. Kapitál tak má znovu svoji cenu a podle našeho názoru je správné, že investor požaduje za jeho dlouhodobé poskytnutí odpovídající výnos.

Z pohledu dluhopisového investora má ale současná situace i druhou, podstatně zajímavější stránku. Růst tržních výnosů znamená pokles cen dluhopisů, a tedy lepší podmínky pro nové investice. Po dlouhé době máme možnost nakupovat kvalitní dluhopisy za výnosy, které nabízejí zajímavou prémii nad očekávanou dlouhodobou inflací. A především tento výnos je možné dnešním nákupem zafixovat na řadu let. To je vlastnost dluhopisů, na kterou se v prostředí rychle se měnících sazeb někdy zapomíná.

Nemyslíme si, že je nutné trefovat okamžik, kdy výnosy dosáhnou svého maxima. Stejně jako u jiných investic je podobné časování velmi obtížné. Podstatnější je, zda současné ocenění nabízí dostatečnou kompenzaci za podstupované riziko. A tam začíná být náš pohled podstatně pozitivnější. Vyšší výnosy mohou krátkodobě znamenat nepříjemné přecenění stávajících portfolií, pro investora s delším horizontem ale zároveň vytvářejí příležitost zajistit si atraktivní reálný výnos na mnoho let dopředu. Naše dluhopisové fondy budou postupně příležitostí využívat a zajímavé výnosy u podnikových i státních dluhopisů dokupovat.

SRPEN VE FONDECH

J&T BOND

V srpnu jsme na primárním trhu investovali do bondů společnosti spravující pohledávky B2 Impact. Přikoupili jsme EPEN 2032 a META 2036. Nově jsme nakoupili bond brazilské holdingové skupiny JFSABZ 2032 a dluhopis z chemického sektoru INEOS 2031. Naopak jsme pobrali profit na papírenském jménu SAPPI 2028 po růstu na ceně a také na dluhopisu ERAMET 2029. Modifikovaná durace portfolia mírně vzrostla na 3,53. Hrubý výnos do splatnosti portfolia byl 6,24 %.

J&T MONEY

V srpnu jsme na primárním trhu investovali do bondů společnosti spravující pohledávky B2 Impact. Dále jsme přikoupili dluhopis EPEN 2029. Modifikovaná durace portfolia mírně vzrostla na 2,21. Hrubý výnos do splatnosti portfolia byl 5,81 %.

J&T CREDIT OPPORTUNITIES

V srpnu jsme na primárním trhu investovali do bondů společnosti spravující pohledávky B2 Impact. Nově jsme nakoupili dluhopis z chemického sektoru INEOS 2031 a přikoupili META 2036. Naopak jsme pobrali profit na papírenském jménu SAPPI 2028 po růstu na ceně, bondu CITYCON 2029 a také na dluhopisu ERAMET 2029. Modifikovaná durace portfolia mírně klesla na 2,96. Hrubý výnos do splatnosti portfolia byl 6,33 %.

J&T FLEXIBILNÍ dluhopisový

V srpnu jsme vzali profit na Citycon 2029 po utažení na spreadu. Dále jsme prodali malou pozici v krátkém státním dluhopisu CZGB 2028. Modifikovaná durace portfolia klesla na 5,40. Hrubý výnos do splatnosti portfolia byl ke konci

měsíce 4,92 %.

J&T RENTIER

V srpnu jsme dluhopisovou část neměnili. Modifikovaná durace činila 4,3, výnos do splatnosti 6,1 % p. a. Po růstu jsme prodali akcie Coca-Coly. Dále jsme uprodali menší část naší pozice v CSG. Strategická alokace činila 55 % akcií a 45 % dluhopisů.

J&T Realitních akcií a dluhopisů

V srpnu byl fond plně zainvestován, žádné nové pozice jsme nebudovali. Během měsíce jsme stoplosovali Vistry. Výnos do splatnosti dluhopisové části činil 6,8 %, modifikovaná durace 2,3. Podíl akcií činil lehce přes 60 %.

J&T OPPORTUNITY

Páteří naší strategie zůstává investování do kvalitních titulů s dlouhodobou konkurenční výhodou a silným napojením na strukturální trendy. Nové pozice jsme stavěli ve třech vrstvách. ASML, Adyen a Intuitive Surgical znamenají přímou účast na sekulárních trendech od polovodičů přes digitalizaci plateb až po pokročilou zdravotní péči při dominantním postavení a čisté rozvaze. Dino Polska je růstový příběh poháněný expanzí prodejní sítě. Allianz plní roli opačnou, kdy z vyšších výnosů profituje a tvoří protiváhu vůči popsanému makro riziku. K exitům jsme přistoupili u společností Rocket Cos, Grand City Properties, Vonovia a Vistry, jejichž hospodaření stojí a padá s cenou peněz a objemem refinancování, u Baidu nás vedly důvody specifické pro samotnou společnost.

J&T NextGen

Pokračovali jsme v zužování portfolia a soustředili investice na tituly, kterým nejvíce věříme.

Kompletně jsme vystoupili z Mety, kde nám chybí jasný výsledek obřích investic do AI a přibývá právní riziko, uzavřeli jsme i Celsius a Applovin po slabých číslech. Zisky jsme vybírali na Palo Alto, Crowdstriku a Nebiusu, do kterého jsme se po 25 % poklesu ceny takticky vrátili. Navýšení Micronu, TSMC, Creda a dalších odpovídá naší dlouhodobé víře v AI. Bank of America, Morgan Stanley a NU Holdings odrážejí náš optimismus ohledně dobře postavených finančních titulů. Ke konci srpna patří k pozicím s nejvyšší vahou v portfoliu tyto akciové tituly: Amazon, Vistra, Nvidia, TSMC a Harrow.

J&T DIVIDEND

Během měsíce jsme brali profit na naší malé pozici v Pepco Group a dále na části pozice Evolution AB a CSG. Naopak jsme navyšovali váhu Allwynu, který nabízí atraktivní dividendový výnos. Mezi naše největší pozice patří Generac, Končar, CSG, Bank of Cyprus, UnitedHealth Group, Uber, Allwyn, Vonovia a Meta.

J&T GLOBAL INDEX

Fond J&T Global Index začátkem srpna oslavil první rok své existence. Od založení jsme investorům po odečtení všech poplatků doručili čistý výnos 21,2 % a od začátku letošního roku připsujeme 13,3 %, čímž překonáváme i indexy MSCI ACWI a S&P 500. K dosavadnímu výsledku přispěl i samotný srpen s růstem o 3,0 %, a to navzdory převládající mírné nervozitě na trzích. Začátek měsíce podpořila silná výsledková sezóna v USA a Evropě, jedna z nejlepších od pandemie, spolu s dočasným uvolněním geopolitického napětí, zatímco ke konci srpna se vrátily obavy z inflace a rostoucích výnosů státních dluhopisů. Do září vstupujeme s vyšším podílem hotovosti na úrovni 8 %, což nám v kombinaci s nadcházejícím zasedáním Fedu, volbami midterms a typicky slabší zářijovou sezónností dává pro-

stor využít případnou zvýšenou volatilitu k novým zajímavým vstupům.

J&T WOOD Defense

Začátek měsíce byl pro defense akcie velmi pozitivní. Řada společností, které tvoří páteř našeho portfolia, doručila nad očekávání silné hospodářské výsledky i vylepšené výhledy pro zbytek roku. V průběhu srpna se však tržní sentiment výrazně otočil zpět. Hlavním spouštěčem byla iniciativa amerického Pentagonu zaměřená na vyšší cenovou transparentnost zbraňových zakázek, což na trhu vyvolalo obavy z tlaku na marže a budoucí ziskovost amerických dodavatelů. Tento negativní impuls zasáhl celý sektor a převážil i nad pozitivními zprávami, jako byl obří kontrakt na střely Tomahawk pro Raytheon, naše druhá největší pozice, v hodnotě téměř 23 miliard dolarů. Evropské tituly se navíc dostaly pod dvojitý tlak. Pomalé schvalovací procesy a odklady ve veřejných zakázkách odhalily kaskádové zpoždování zakázek napříč evropským dodavatelským řetězcem, na což doplácí menší i větší výrobci. Negativní náladu v Evropě umocnil také chladnější přístup investorů k novým IPO v sektoru a diskuse o fiskálních limitech obranných rozpočtů. Trh dokonce přestal reagovat na řadu provokací ze strany Ruska, viz incident na letišti v Lipsku či testování vzdušného prostoru NATO. V závěru měsíce trh část ztrát odmazal. Zprávami o chystané eskalaci na Ukrajině se opět do popředí vrátilo vědomí strukturální potřeby rearmamentu. Zvýšenou volatilitu a dočasný pokles vnímáme nadále jako příležitost zapojit se do jednoho z klíčových strukturálních témat následující dekády.

J&T ENERGY

Finanční výsledky našich portfolio firem za druhý kvartál byly pozitivní a my jsme nadále atraktivní ceny akcií využili k navýšení pozic. Dokupo-

vali jsme Nordex, First Solar, MasTec, NextEra, Primoris, Spie, Generac, Atkins Realis a Kinder Morgan. Prodali jsme poslední část pozice v Doosan Škoda Power, kde nám valuace přišla již příliš vysoká. Z části výsledkové sezóny reportované v srpnu bych vypíchnul rostoucí objem zakázek pro Cenergy (jak podmořské elektrické kabely, tak podmořské plynové potrubí) a navýšení výhledu jaderného segmentu u kanadské společnosti Atkins Realis, které zatím cena akcie vůbec nereflektuje. Dále nás potěšilo navýšení výhledu RWE pro 2026 i 2027 (pozice číslo 2 v portfoliu) a skvělé výsledky Willdan Group, které v srpnu posunuly cenu akcie nahoru téměř o 30 %. Stále čekáme na to, až trh správně zacení silnou tržní pozici Nordex a nová cla na dovoz solárních panelů do USA, ze které bude zásadně benefitovat First Solar. Portfolio J&T ENERGY vstupuje do září bez zásadnějších změn, investice do zastaralé energetické infrastruktury nadále akcelerují.

Naše ČESKO

Skrze a po boku Everita Investments vstoupilo Naše Česko do firmy na klinické studie ClinTrial. V rámci transakce firmu posílí také velké jméno v oboru – dlouholetý šéf významné americké

biotechnologické společnosti Amgen pro Česko. Potom, co se probraly k životu akcie CSG, jsme ve fondu mírně navýšili pozici na necelá 2 %. Mírně poklesla hodnota Rohlíku, a to především kvůli ohlazení tržních násobků v oboru online retailers, přitom firma samotná dosáhla na kladnou hodnotu EBITDA na celoskupinové úrovni, což jednoznačně považujeme za dobrou zprávu. Současně probíhají jednání o významné spolupráci v oblasti energetiky, která by se mohla v portfoliu našeho fondu objevit již koncem září.

J&T Hedge Funds

Pokračovali jsme v rozšiřování našeho portfolia. Aktuálně finišujeme onboarding fondu Io Hypernova, globální makro strategie, která hledá způsob, jak z vyšší inflace těžit místo toho, aby se před ní jen schovávala. Fond dokáže flexibilně hledat příležitosti napříč komoditami, akcemi, dluhopisy i měnami, a jeho přístup tak představuje zajímavý doplněk k našim stávajícím strategiím. Paralelně už připravujeme další novou investici – event-driven strategii, o které přineseme více informací, jakmile bude proces dokončen.



Upozornění:

Toto propagační sdělení 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. Jsou-li uvedeny v tomto sdělení výnosy, uvádí se v hrubých hodnotách, přičemž pro získání čistých hodnot výnosů je třeba zohlednit také účtované poplatky a případné zdanění, které závisí na osobních poměrech investora a může se měnit. Informace o minulé výkonnosti a uvedené prognózy nejsou spolehlivým ukazatelem budoucí výkonnosti. J&T INVESTIČNÍ SPOLEČNOST, a.s. nenese 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.