

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC BŘEZEN 2021

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **179,6136**

Výkonnost za poslední měsíc **-0,45 %**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **156,4751**

Výkonnost za poslední měsíc **-0,91 %**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **131,5563**

Výkonnost za poslední měsíc **-0,76 %**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

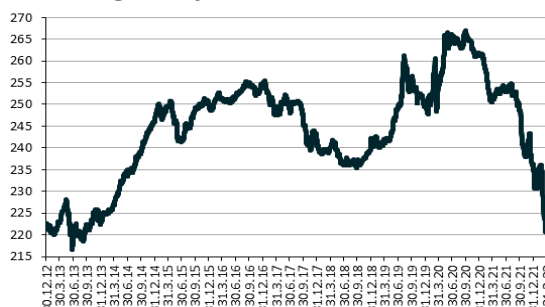
V reakci na rychle rostoucí inflaci a na počátek utahování měnové politiky FEDu výnosová křivka amerických vládních dluhopisů výrazně narostla a zploštila se. Krátké výnosy vyrostly od konce února do konce března o bezmála procentní bod (z 1,4% na 2,3%), na dlouhém konci pak o půl procentního bodu (z 1,8% na 2,3%).

Na německých vládních dluhopisech jsme také viděli růst výnosů, ve srovnání s americkou výnosovou křivkou byl rozdíl pouze v tom, že růst výnosů byl v podstatě stejný na všech splatnostech. Na krátkém konci totiž výnosy vyrostly o 45 b.b. na -0,1%, na dlouhém o 40 b.b. na 0,55%.

DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka v březnu dále stoupla a zůstala výrazně inverzní. Březnový růst sazeb ČNB o půl procentního bodu a očekávání, že nebyl poslední, poslaly krátký konec na dohled 5% (tj., + 45 bps ve srovnání s koncem února). Na dlouhém konci vzrostly výnosy ještě výrazněji – desetileté výnosy přidaly bezmála 60 bazických bodů a koncem března se dostaly už jen dvacet bazických bodů pod hranici 4%. Trh (a je to evidentní i z vývoje swapových sazeb) tak evidentně nevěří, že by sazby ČNB neměly dále růst, natož brzy zamířit dolů.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Masivním posunem vzhůru za současného invertování sklonu si prošla v březnu polská výnosová křivka. Během března pod vlivem pokračujícího utahování měnové politiky a výhledu na další růst sazeb vzrostl krátký konec o 1,5 p.b. na 5,5%. Na dlouhém konci jsme vlivem zesílení přesvědčení, že vysoká inflace a vysoké sazby nejsou přechodným fenoménem, zaznamenali růst desetiletých výnosů nad 5,2%, tj. oproti konci února o 1,1 p.b.

Ukrajinské dluhopisy

Momentum války na Ukrajině se během března a v počátku dubna překlátilo, alespoň pro tuto chvíli, na stranu Ukrajiny. Ruská armáda byla v důsledku nemožnosti obsadit (či jen obklíčit) hlavní město, přetrvávajícím logistickým problémům a tuhému odporu ukrajinské armády nucena stáhnout se od Kyjeva a v současné době se přeskupuje. Lze očekávat opětovné plné nasazení v jihovýchodní části země s cílem udržet Doněcko-Luhanskou oblast a pobřeží Černého moře. Vývoj (zejména v nejužších kremelských kruzích) je ale nepřehledný a možných scénářů je vícero.

Ceny ukrajinských dluhopisů (v USD) se během března pohybovaly mezi úrovněmi 25-45 % nominální hodnoty. V rámci lokálních UAH vládních emisí byl aktivní jen primární trh v podobě vydávaných válečných dluhopisů, nicméně za výnosové úrovně z doby před vypuknutím válečné agrese.

Firemní dluhopisy

Na trhu korporátních dluhopisů v Eurozóně i v USA byl po většinu března vývoj vzhledem k vývoji na trhu vládních dluhopisů překvapivě pokojný. Ani pokračující konflikt na Ukrajině se nijak výrazně negativně na korporátních dluhopisech nepodepsal.

Tzv. total return index (TRI) se v případě korporátních dluhopisů investičního resp. spekulativního stupně denominovaných v EUR oproti konci února prakticky nezměnil. V případě jejich dolarových protějšků sice došlo k poklesu (o 2,4% pro investiční a o 0,4% pro spekulativní rating), ale to bylo způsobeno hlavně růstem sazeb v USA.

Kreditní prémie u investičních dluhopisů denominovaných v EUR po lednovém růstu o 24% a únorovém růstu o dalších 21% (čímž se dostaly nejvýše od června 2020) v březnu poklesly, a to o 12%. U kreditních premií spekulativních dluhopisů byl vývoj kvalitativně stejný: po růstu o 33% v lednu a o 37% v únoru (na nejvyšší úrovni od podzimu 2020) přišel v březnu jejich pokles, a to o 29%.

AKCIE

Globální trhy

Akiové trhy se, po propadech z konce února a začátku března, vzpamatovaly a za měsíc březen si připsaly kladné výsledky. Po prvotní negativní reakci na ruské vojenské agresivní napadení Ukrajiny si akciové indexy začátkem března našly své lokální dno a začaly postupně umazávat své dřívější ztráty. Trhům neuškodily ani silné růsty cen zemědělských, energetických nebo průmyslových komodit,

kteřé se přidaly k již dříve silným proinflačním tlakům. Centrální bankéři opatrně zpříšňovali své měnové rétoriky s ohledem k očekávaným bojům s inflací. Docházelo k menším negativním revizím hospodářských růstů ekonomik, se zvyšující se intenzitou citací stagflačních obav. Zvláště Evropa se může v následujících měsících potýkat s nedostatkem zemědělských komodit, železa, niklu, plynu, ropy a potřebných mezivýrobních z Ukrajiny, což bude mít dopady na již tak komplikované dodavatelské a výrobní řetězce. Z těchto důvodů docházelo k růstu požadovaných výnosů u dluhopisů. To ve spojení s nadále vysokým množstvím peněz v ekonomikách podporovalo růst cen akcií. Americký index S&P500 v březnu vzrostl o +3,6 %, západoevropský index DJ STOXX 600 o 0,6 %.

Dařilo se také středoevropským akciovým trhům, od začátku roku však ne tak dobře jako trhům vyspělým. Důvodem je primárně blízkost daného regionu válce na Ukrajině. Scénářů vývoje daného konfliktu bylo koncem března mnoho, s velice těžko odhadnutelným termínem uklidnění. Tato nejistota bude mít samozřejmě dopad na místní země, od ekonomických dopadů až po migrační otázky. Vývoj výkonnosti akcií byl zřejmý především v rámci jednotlivých sektorů, kdy se dařilo těžbařským a retailovým společnostem. Reinkarnaci tak zažily těžaři termálního a koksovateľného uhlí, jako společnosti JSW (+58 %) a Bogdanka (+55 %). Hůře se již dařilo bankám, u kterých se odhadovaly úvěrové expozice na Rusko a Ukrajinu, případně jejich uzavírání tamních dcer. Na akciové burze v Praze se dařilo defenzivním akciím ČEZ (+8,4 %), Česká Zbrojovka (+8,1 %) a Philip Morris (+7,4 %), ztrácely akcie Komerční banky (-3 %). V březnu si tak český index PX meziměsíčně připsal +1 %, polský index WIG30 +6,2 %, maďarský index BUX +2,3 %.

Akciovým na rozvíjejících se trzích se v březnu opět nedařilo, souhrnný index MSCI Emerging Markets USD ztratil lehce přes 2,5 %. Na negativním sentimentu se celkově podepisuje do velké míry válka na Ukrajině. Vůbec se nevedlo čínským akciím, které odepisovaly přes 7,8 % (A-Shares), akcie v Hong Kongu ztrácely „jen“ 3,15 %. Hlavním důvodem je prudký nárůst (vzhledem k minulým číslům v Číně) počtu nakažených Covid-19, což vedlo k částečnému lockdownu 25-ti milionového finančního centra Shanghai. Ostatní asijské trhy na tom byly přeci jen lépe, a třeba akcie v Indii a Koreji připsávaly zisky. Nejvíce se dařilo akciím v Latinské Americe (MSCI Latin America USD +12,3 %), za čímž stojí především pokračující prudký růst cen komodit. Dařilo se i dalším exportérům jako je Jižní Amerika či Saudská Arábie. Ruské akcie byly 9. března vyřazeny z indexu MSCI Emerging Markets.

MSCI World Index



STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci poklesla o 0,45 %. Akciové trhy v březnu nadále čelily přílivu negativních zpráv. Pokračující konflikt na Ukrajině, inflace tažená růstem průmyslových i zemědělských komodit ani jestřábí rétorika centrálních bank však nezabránilly americkým akciovým trhům v připsání dalších zisků. Evropským akciovým indexům už se dařilo hůře, což přisuzujeme především menší vzdálenosti od konfliktu, který bude mít na evropské ekonomiky negativnější dopad, než na ty americké. Přesto se v Evropě dařilo například akciím těžařů a zbrojního průmyslu. Indexy rozvíjejících se trhů v březnu zakončily v červených číslech. Pokles táhly především čínské akcie, kvůli dalšímu nárůstu počtu nakažených covid-19 a následnému částečnému lockdownu Šanghaje. Ostatní rozvíjející se trhy si naopak připsávaly zisky, dařilo se například Latinské Americe a Turecku. V průběhu března jsme se rozhodli navýšit expozici vůči japonským akciím (na úkor krátkodobých investic), které považujeme za podhodnocené a navíc zde, díky nadále nízké inflaci, neočekáváme zvyšování úrokových sazeb. Koruna ke konci měsíce posílila zpět na úroveň před invazí, měnové zajištění tedy působilo na výkonnost portfolia pozitivně.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			Rozložení portfolia
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	
Krátkodobé investice					6,80%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,38%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	-0,21%	-0,21%	4,42%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					3,93%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,62%	-0,62%	2,31%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	-0,11%	-0,11%	1,62%
Dluhopisové fondy - ostatní					2,92%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,58%	0,58%	1,83%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-10,43%	-10,43%	1,09%
Fondy alternativních investic					6,54%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,24%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	4,56%	2,86%	2,30%
Akciové fondy					79,02%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-4,83%	-4,83%	10,41%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	12,96%	11,13%	4,88%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	5,10%	3,40%	3,52%
BGF World Mining I2	Globální	USD	9,58%	7,80%	3,44%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	0,55%	-1,08%	3,44%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-2,99%	-5,36%	3,36%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,95%	-3,54%	3,35%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-6,37%	-7,89%	3,33%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	5,34%	3,63%	3,30%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	1,61%	-0,87%	2,56%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-0,84%	-3,26%	2,54%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	0,63%	-1,83%	2,54%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,37%	-5,92%	2,46%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	0,12%	-1,50%	2,42%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	2,89%	0,38%	2,37%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-1,43%	-3,84%	2,36%
CS (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	5,29%	3,58%	2,27%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-1,66%	-4,06%	2,26%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-2,89%	-5,26%	2,23%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	4,73%	3,03%	2,11%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	7,95%	6,20%	2,04%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	4,29%	-2,73%	1,72%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-4,13%	-5,68%	1,68%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	2,70%	-4,22%	1,66%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	1,96%	0,31%	1,55%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-10,47%	-11,92%	1,39%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	0,68%	-0,95%	1,01%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-10,56%	-12,01%	0,77%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	5,77%	-1,35%	0,71%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	1,03%	-5,77%	0,70%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	10,66%	7,96%	0,63%
OSTATNÍ					0,79%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci poklesla o 0,91 %. Akciové trhy v březnu nadále čelily přílivu negativních zpráv. Pokračující konflikt na Ukrajině, inflace tažená růstem průmyslových i zemědělských komodit, očekávání zpomalení růstu ekonomik ani jestřábí rétorika centrálních bank však nezabránilo americkým akciovým trhům v připsání dalších zisků. Evropským akciovým indexům už se dařilo hůře, což přisuzujeme především menší vzdálenosti od konfliktu, který bude mít na evropské ekonomiky negativnější dopad, než na ty americké. Přesto se v Evropě dařilo například akciím těžařů a zbrojního průmyslu. Indexy rozvíjejících se trhů v březnu zakončily v červených číslech. Pokles táhly především čínské akcie, kvůli dalšímu nárůstu počtu nakažených covid-19 a následnému částečnému lockdownu Šanghaje. Ostatní rozvíjející se trhy si naopak připsávaly zisky, dařilo se například Latinské Americe a Turecku. V průběhu března jsme se rozhodli navýšit expozici vůči japonským akciím (na úkor krátkodobých investic), které považujeme za podhodnocené a navíc zde, díky nadále nízké inflaci, neočekáváme zvyšování úrokových sazeb.

Dluhopisové trhy reagovaly na negativní očekávání výrazně hůře než akciové, a to především ty středoevropské a východoevropské, což se projevilo negativní výkonností dluhopisové složky v našem portfoliu.

Koruna na začátku března nadále oslabovala, ke konci měsíce však posílila zpět na úroveň před invazí, měnové zajištění tedy působilo na výkonnost portfolia pozitivně.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			Rozložení portfolia
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	
Krátkodobé investice					19,73%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,96%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	-0,21%	-0,21%	17,77%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					33,03%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,62%	-0,62%	19,83%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	-0,11%	-0,11%	13,20%
Dluhopisové fondy - ostatní					7,90%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-10,43%	-10,43%	4,35%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,58%	0,58%	2,07%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-0,91%	-2,52%	1,49%
Fondy alternativních investic					6,58%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,22%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	4,56%	2,86%	2,36%
Akciové fondy					32,41%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-4,83%	-4,83%	4,26%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	12,96%	11,13%	2,18%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,95%	-3,54%	1,43%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	0,55%	-1,08%	1,42%
BGF World Mining I2	Globální	USD	9,58%	7,80%	1,42%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	5,10%	3,40%	1,41%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-2,99%	-5,36%	1,36%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-6,37%	-7,89%	1,35%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	5,34%	3,63%	1,25%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	1,61%	-0,87%	1,05%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-0,84%	-3,26%	1,03%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	0,12%	-1,50%	1,02%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,37%	-5,92%	1,02%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	0,63%	-1,83%	1,00%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	2,89%	0,38%	0,97%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-1,43%	-3,84%	0,96%
CS (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	5,29%	3,58%	0,95%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	4,73%	3,03%	0,93%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-1,66%	-4,06%	0,87%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-2,89%	-5,26%	0,86%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-10,47%	-11,92%	0,85%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	7,95%	6,20%	0,85%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	2,70%	-4,22%	0,69%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	4,29%	-2,73%	0,68%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-4,13%	-5,68%	0,64%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	1,96%	0,31%	0,63%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	0,68%	-0,95%	0,40%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	5,77%	-1,35%	0,29%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	1,03%	-5,77%	0,29%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	10,66%	7,96%	0,23%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-10,56%	-12,01%	0,12%
OSTATNÍ					0,35%

Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc poklesla o 0,76 %. Americká výnosová křivka se v průběhu března výrazně posunula směrem vzhůru (došlo tedy k poklesu cen dluhopisů) v reakci na počátek utahování měnové politiky FEDu. Přestože první zvýšení sazeb bylo o pouhých 25 bps, nelze vyloučit výraznější navýšení sazeb už na dalším zasedání. V podobném duchu se nesly i české dluhopisové trhy, ceny českých dluhopisů se propadaly po dalším navýšení sazeb ČNB, tentokrát o 50 bps. Ztráty zaznamenali i držitelé střeoevropských a východoevropských dluhopisů. Vývoj na trhu korporátních dluhopisů byl ve srovnání se státními dluhopisy mnohem klidnější, i zde jsme však zaznamenali mírnou ztrátu.

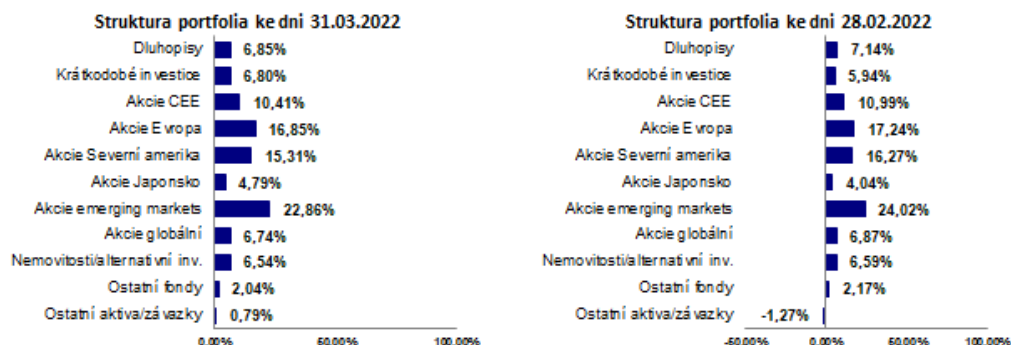
Alternativní a akciová složka působily na výkonnost portfolia pozitivně, s výjimkou akcií rozvíjejících se trhů a střední Evropy.

V průběhu března jsme se rozhodli navýšit expozici vůči japonským akciím (na úkor krátkodobých investic), které považujeme za podhodnocené a navíc zde, díky nadále nízké inflaci, neočekáváme zvyšování úrokových sazeb.

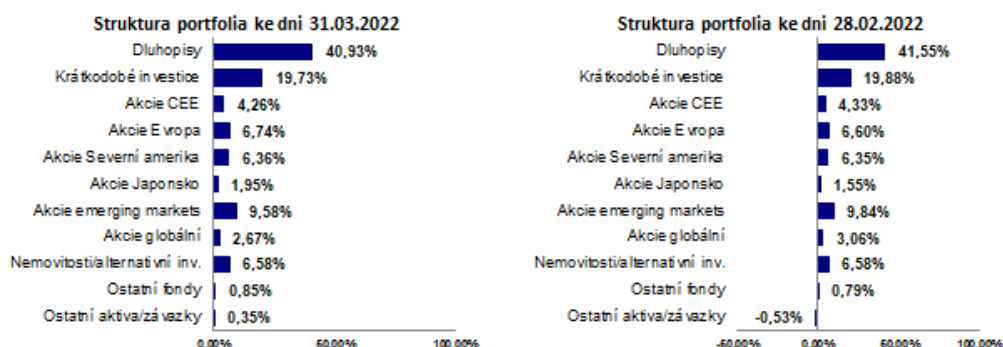
Koruna na začátku března nadále oslabovala, ke konci měsíce však posílila zpět na úroveň před invazí, měnové zajištění tedy působilo na výkonnost portfolia pozitivně.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					29,22%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,66%
Conseq Invest Konzervativní A	Střeoevropský region	CZK	-0,21%	-0,21%	27,56%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					53,61%
Conseq Invest Dluhopisový B	Střeoevropský region	CZK	-0,62%	-0,62%	32,18%
Conseq korporátních dluhopisů A	Střeoevropský region	CZK	-0,11%	-0,11%	21,43%
Dluhopisové fondy - ostatní					7,46%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-10,43%	-10,43%	4,13%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,58%	0,58%	1,97%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-0,91%	-2,52%	1,36%
Fondy alternativních investic					6,71%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,36%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	4,56%	2,86%	2,36%
Akciové fondy					3,10%
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-1,57%	-3,17%	0,89%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Střeoevropský region	CZK	-4,83%	-4,83%	0,37%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-1,43%	-3,84%	0,33%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	1,61%	-0,87%	0,31%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	5,10%	3,40%	0,29%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	0,55%	-1,08%	0,26%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	4,53%	-2,51%	0,19%
BGF World Mining I2	Globální	USD	9,58%	7,80%	0,16%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	5,34%	3,63%	0,13%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	7,95%	6,20%	0,09%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	0,12%	-1,50%	0,08%
OSTATNÍ					-0,10%

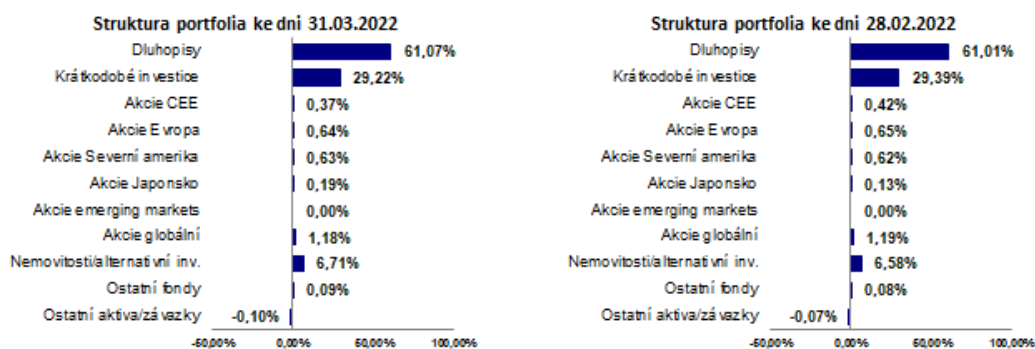
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Na straně faktorů ukazujících na pokračující růst českých dluhopisových výnosů, byť již ušly velkou část své cesty vzhůru, máme stále nejméně trojici důvodů.

Zaprvé je zde extrémní emisní aktivita vlády. Deficit v minulém roce dosáhl 420 mld. korun, což z něj činí deficit historicky nejvyšší. I když pro letošní rok MF ČR snížilo původně navržený deficit 376,6 mld. o 80 mld., o zásobu dluhopisů se dluhopisový trh obávat zrovna nemusí. Navíc, vpád Ruska na Ukrajinu bude mít krátkodobě i střednědobě rozpočtově negativní dopady – nejenom, že narostou dále ceny energií, které bude částí populace potřeba kompenzovat, ale je evidentní, že bude potřeba dávat mnohem více na obranu. Doufejme, že si nakonec přece jen vláda uvědomí, že opozice k růstu daní je nyní zcela neudržitelná, a dokonce pro ČR životně nebezpečná. Zatím to tak, bohužel, nevypadá, a do doby, než se tak stane, bude deficit rozpočtu obrovský.

Zadruhé, Česká republika vykazuje stále vysokou míru inflace i v její poptávkové složce, která je už nyní nad 10% a určitě dále vzroste. Nadto, vysoká tempa růstu energetických surovin dále zvýší celkovou inflaci a v situaci neexistující nezaměstnanosti budou ještě více tlačit na rozjezd mzdově-inflační spirály. Desinflační efekt ekonomického zpomalení zdaleka nebude kompenzovat růst inflace vinou shora zmíněných faktorů. Jinými slovy, po dosažení 5% v březnu 2022 je nyní skoro jisté, že sazby ČNB ještě dále vzrostou a že vysoké zůstanou celý rok 2022 i 2023.

Zatřetí, poptávkové tlaky jsou vysoké i v USA a Eurozóně a FED již začal, byť opatrně, s růstem sazeb. Když se konečně k akci rozhoupe i ECB, bude to pro regionální měny negativní; ze slabosti měn pak plyne dodatečný tlak na centrální banky a jejich sazby.

Jediným faktorem proti růstu domácích sazeb tak je už jen domácí bankovní sektor nacházející se ve výrazném přebytku likvidity (a tudíž schopem absorbovat i výrazně velké nové emise dluhopisů bez větších problémů). To ale stačit nebude. Proto se domníváme, že české výnosy budou dále ještě růst.

I polské dluhopisy mají nakročeno k dalšímu výnosovému růstu. Inflace je vysoko a s invazí Ruska na Ukrajinu se dále zvýšila. Centrální banka indikuje další růst sazeb i nad 4,5% a upozorňuje, že můžou ještě výš, neumoudří-li se zlotý a inflace. A to se, zdá se, hned tak nestane.

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. V nejbližších týdnech by mělo dojít k uvolnění nového záchranného financování ze strany MMF, vyloučit ovšem nelze ani odložení výplaty kupónů státních dluhopisů či prodloužení jejich splatnosti.

Tržní ocenění ukrajinských dluhopisů (v USD) se pohybuje kolem 25-40 %, nicméně s lokálními dluhopisy (v UAH) aktuálně nelze obchodovat vůbec, respektive probíhá pouze aktivita na primárním trhu. Ministerstvo financí emituje speciální válečné dluhopisy, které jsou vydávány s fixním výnosem kolem 11 %. Domácí banky a částečně i zahraniční subjekty takto od začátku války umístili přes 1,7 mld USD. Vzhledem k podpoře západu a nadnárodních měnových institucí lze reálně očekávat (pokud Ukrajina přetrvá jako nezávislý stát) normalizaci ocenění a návrat aktivity i na sekundární trh. Obnova ekonomiky a návrat k normálu bude ale probíhat v delším období. Zásadní v současné době je probíhající bezprecedentní materiální a finanční podpora a samozřejmě přetrvání samostatné Ukrajiny.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Státní infrastruktura prozatím pracuje a není plánována žádná restrukturalizace ani odsunutí splatných závazků. Během března byly vyplaceny dvě kuponové platby. Ministerstvo financí i centrální banka fungují. Probíhá výběr daní i platby ze státního rozpočtu. Problémem je samozřejmě omezená ekonomická aktivita. Byly nicméně zavedeny dočasné kapitálové kontroly s cílem zamezit vyvážení kapitálu ze země. Ministerstvo plánuje nové primární aukce a má dostatek prostředků pro výplatu dluhopisových kuponů. Zároveň je dojednána dočasný pohotovostní program na zajištění likvidity s centrální bankou.

Současně probíhají rozhovory s MMF a mezinárodními finančními institucemi o uvolnění současných či nových zdrojů (1,4bn USD z SDR). V uplynulých týdnech byly okamžitě přislíbeny půjčky v hodnotě přes 20 mld USD (Kanada, US, EU, EBRD, EIB, Světová banka a další).

Měny

U kurzu **eura proti dolaru** vidíme několik protichůdně působících faktorů. Relativní měnově-politický vývoj bude pravděpodobně v nejbližším období hrát do karet spíše dolaru s tím, jak si trh uvědomí, že stávající očekávání toho, kde se sazby FED-u v tomto cyklu utahování zastaví (2,5%-2,8%), je velmi pravděpodobně podhodnocené. K utažení měnové politiky skrze růst sazeb se letos dostane i ECB, a citelně tak zpřísní svůj dosavadní velmi holubičí přístup, očekávaný úrokový diferenciál v kratším horizontu přesto pravděpodobně naroste ve prospěch dolaru. ECB však postupně může začít překvapovat razancí své měnověpolitické otočky. Střednědobě je navíc euro fundamentálně podhodnoceno a podíl držby eura mezinárodními investory je v současnosti podprůměrný. Společně s postupným odmazáváním zvýšeného geopolitického rizika v souvislosti s válkou na Ukrajině tyto faktory dle našeho názoru postupně v delším horizontu převládnu a povedou k postupnému posilování eura k dolaru zpět k úrovním kolem 1,20.

Koruna se překvapivě rychle vrátila na 24,50, čemuž napomohla ČNB tím, že naznačila, že hranice pět procent pro dvoutýdenní reposazbu není takříkajíc „vyrytá do kamene“. Jinými slovy, že sazby mohou i výrazněji nad 5%. Protože však čekáme, že trh letos výrazně přehodnotí výhled na sazby FEDu i ECB, čekáme, že očekávaný úrokový diferenciál mezi korunou a dolarem či eurem se ve druhé polovině roku utáhne. Pro korunu tak vidíme prostor pro další posilování aktuálně jako omezený.

Polský zlotý je v horší situaci než česká koruna – za války, která je Polsku mnohem blíže než třeba ČR, bude silnější úrovně jenom vyhlížet, v oslabování mu budou nicméně bránit zásahy NBP (devizové intervence) a její jestřábí měnověpolitická otočka (pokračující citelný růst úrokových sazeb). Jakmile dojde k ukončení agrese na Ukrajině či alespoň zlepšení situace, vidíme pro letošek prostor k tomu, aby svou roli sehrál úrokový diferenciál a aby zlotý posílil pod 4,50.

Maďarský forint je sice nyní měna s nejvyšším úročením, ale blízkost Orbánova režimu Rusku na pozadí ruské agrese na Ukrajině budou pro forint letos negativní. I v případě uklidnění čekáme v nejlepší návrat mezi 350 a 360 forintů za euro.

Globální akciové trhy

Budoucí vývoj akciových trhů bude primárně závislý na vývoji války na Ukrajině a na reakcích centrálních bank balancujících mezi krocením inflace a ekonomickým růstem. Scénářů dalšího vývoje situace na Ukrajině je mnoho, stejně tak možných dopadů na akciové trhy. Statisticky se akciové trhy po obdobných událostech většinou po půl roce zotavily, což proběhlo i nyní. Dále tak bude záležet na tom, kdy dojde k ukončení bojů a finální dohodě mezi Ruskem a Ukrajinou. Dopady na ekonomické vazby mezi Evropou, Ukrajinou a Ruskem budou značné, což poskytne příležitosti pro mnohé společnosti. Negativních dopadů však budeme také svědky, primárně na straně dodavatelských řetězců, růstem cen komodit a jiných exportních a importních omezeních. Západní svět si uvědomil rizikovost autoritářských režimů, na jehož základech bude postupem času docházet k orientaci na větší lokálnost výroby. Z těchto důvodů jsme pozitivní na západoevropské akciové trhy, které se navíc obchodují na zajímavých hodnotových ukazatelích.

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 těžit ve střednědobém horizontu z nedávného „sjednocení“ svých občanů a politiků, 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 a evropskými institucemi.

Anne-Françoise Blüher

Adam Šperl

Šimon Schloff

Portfolio managers