

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC DUBEN 2020

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH*ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.*
 STRUKTURA PORTFOLIÍ 4
 PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ*ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.*



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **133,6407**
 Výkonnost za poslední měsíc **8,13%**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **134,1356**
 Výkonnost za poslední měsíc **4,10%**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **124,5731**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,39%**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Německá výnosová křivka byla v dubnu ve srovnání s březnem mnohem klidnější. Desetileté výnosy se pohybovaly mezi -50 b.b. a -30 b.b., aby se na samém konci měsíce z tohoto pásma posunuly dolů, když poklesly na -59 b.b. Na krátkém konci byl vývoj stejný, jen se většina pohybů odehrávala v užším pásmu od minus 60 do minus 70 b.b.; měsíc pak výnos dvouletého německého státního dluhopisu uzavřel na úrovni -75 b.b.

Ve Spojených státech byly výnosy bez ztlačnějších pohybů. Na desetileté splatnosti se v první polovině měsíce pohybovali v pásmu 0,6% až 0,75%, ve druhé polovině měsíce však už byly v podstatě bez pohybu v těsném okolí hranice 0,6%. Na krátkém konci byl vývoj shodný: v první polovině měsíce sice dvouleté výnosy ještě na chvíli zamířily výše, k 0,3%, poté se však už od úrovně 0,2% v podstatě nehnuly.

DLUHOPISY ČR

Ceny českých státních dluhopisů se během dubna pozvolna ale setrvale posouvaly vzhůru. Zájem investorů živila zejména rostoucí očekávání dalšího snížení úrokových sazeb Českou národní bankou na jejím květnovém zasedání, potažmo spekulace na možné započítání systematických nákupů ČNB na sekundárním trhu vládních obligací. Dobře patrný pak byl zájem jak domácích, tak zahraničních investorů v primárních aukcích státních dluhopisů Ministerstva financí.

Výsledkem byl posun celé výnosové křivky směrem dolů při zvyšování jejího sklonu. Výnos desetiletého vládního dluhopisu poklesl z úrovně okolo 1,5% koncem března na 1,3%; na krátkém konci se výše uvedené podepsalo výrazněji, výnos dvouletého dluhopisu klesl z 1,1% až na 0,6%, tj. o 50 b.b.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské

dluhopisy

Polská výnosová křivka je samozřejmě také pod vlivem globálního vývoje, ale také toho, že i polská centrální banka směřuje se sazbami k nule. Desetileté polské výnosy poklesly během dubna z 1,7% na 1,45%, na krátkém konci pak dvouleté výnosy dokonce ztratily 40 b.b. a dostaly se až k 0,55%. I polská křivka tak v dubnu, obdobně jako český protějšek, zvýšila svůj sklon.

Ukrajinské
dluhopisy

Ceny ukrajinských aktiv zaznamenaly v dubnu pozitivní vývoj. Bezprostřední dopady do ekonomické aktivity v důsledku koronavirových opatření se do reálných dat ještě nestačily promítnout, nicméně rostlo očekávání poskytnutí nového financování ze strany Mezinárodního měnového fondu (IMF). Došlo také ke snížení úrokových sazeb centrální banky v reakci na rekordně nízkou inflaci a probíhající pandemii. To bylo pozitivním impulsem a přilákalo zpět zájem zahraničních investorů. Výrazně se zklidnila i situace v případě ukrajinské měny, která posílila o 2,5 %.

V průběhu května by totiž měl být ve zrychleném řízení schválen nový bankovní zákon, který požaduje IMF a který se týká zejména znárodnění největšího bankovního ústavu v zemi - Privatbanky. Tento postup byl před Velikonoci prohlasován většinou v Parlamentu, složenou ze strany současného prezidenta, která (ač disponuje většinou) se musela opřít o hlasy proruské partaje, což dává prostor pro zákulisní spekulace a je rizikem pro budoucí vývoj. Schválení zrychleného řízení bylo hned po jednání napadeno pro procedurální nedostatky právníky původních vlastníků znárodněné Privatbanky, na které je zákon zaměřený. Poskytnutí

Firemní dluhopisy

financování ze strany IMF případně dalších mezinárodních věřitelů je aktuálně jediná možnost, jak se Ukrajina může vyhnout zdoluhavým jednáním o refinancování či restrukturalizaci dluhu.

Vývoj na kreditním trhu byl v dubnu po extrémním březnu ve znamení uklidňování situace. Panika kolem koronaviru a jeho efektů na světovou ekonomiku, která se podepsala na masivních výprodejích korporátních dluhopisů jakékoliv kvality a také na masivním růstu CDS prémií, začala postupně opadat. Korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně denominované v euru vzrostly, změna tzv. total return indexu dosáhla +1,1% resp. +6,2%. U dolarových instrumentů došlo rovněž k výrazným cenovým růstům – u investičního stupně o 5,6%, u spekulativního stupně o 3,6% (většimu zlepšení bránila situace na ropném trhu dotýkající se energetických titulů). Výrazné zlepšení jsme samozřejmě zaznamenali i u kreditních prémií korporátních dluhopisů denominovaných v euru. Dle indexu Markit iTraxx Europe poklesly prémie u dluhopisů investičního stupně oproti únoru o skoro 16 procent, u spekulativního stupně o 7,3%. Nadále jsou však výrazně (+25% resp. 86%) vyšší než byly koncem února.

AKCIE Globální trhy

Globální akciové trhy dosáhly lokálního minima 23. března. V tomto okamžiku z historických maxim 19. února ztratily přibližně 35 %. Americký Fed nicméně na konci března oznámil masivní program kvantitativního uvolňování, objemově násobně větší než při poslední globální finanční krizi 2008-2009. Také Evropská centrální banka svůj program nákupu aktiv výrazně rozšířila. Ve výsledku se díky masivním monetárním stimulům centrálních

bank podařilo situaci stabilizovat a posléze dokonce začaly globální akciové trhy velice silně růst. Začaly se více zohledňovat fundamenty jednotlivých společností, kdy se nejlépe vedlo některým technologickým, IT, telekomunikačním a retailovým společnostem. Zveřejněné výsledky hospodaření za první čtvrtletí letošního roku tak mnoho pozornosti nepřitahovala. Investoři však bedlivě sledovali odhady společností pro příští měsíce. Dobrou dubnovou náladu podporovaly zlepšující se data ohledně lepšího se počtu nakažených COVID-19 a oznamovaná plánovaná uvolňování restrikcí. Americký index S&P 500 meziměsíčně v dubnu vrostl o 12,7 %, evropský akciový index DJ STOXX 600 o 6,2 % a japonský index Nikkei 225 si připsal 6,8 %.

Středoevropské akciové trhy následovaly pozitivní sentiment panující na globálních trzích, výkonnostně zvláště pak těch západoevropských. Dařilo se většině akciových titulů, pozadu zůstaly především akcie bank, u kterých je momentálně velice těžké odhadnout budoucí odpisy poskytnutých úvěrů. Zároveň snižování základních úrokových sazeb centrálními bankami snižuje úrokové výnosy komerčních bank. Výrazně se dařilo akciím spotřebitelského sektoru, jejichž prodejny byly uzavřeny, přičemž byl nedávno oznámen harmonogram jejich možného otevření. Dvouciferné růsty tak převedl prodejce bot CCC, řetězec rychlého občerstvení Amrest (KFC, Pizza Hut, Sushi Shop, Tagliatella), LPP (Reserved, House, Sinsay), herní společnost CD Project nebo někteří těžaři (např. KGHM- měď). Z regionálních trhů nejvyšších zisků dosáhl český index PX (meziměsíčně +10,5 %), následovaný polským indexem WIG 30 (+9,5 %), slovenským indexem SBITOP (+9,4 %), maďarským indexem BUX (+6,2 %) a rumunským indexem BET (+4,6 %).

MSCI World Index



Středoevropské trhy

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci vzrostla o 8,13 %. Po silných výprodejích a nejistotě si finanční trhy na konci března pravděpodobně našly své lokální dno a i za včasné a silné pomoci centrálních bank a fiskálních balíčků od vlád během dubna posilovaly. Dalším pozitivním a pro trhy povzbuzujícím faktorem je postupné rozvolňování všech bezpečnostních opatření proti koronaviru a pomalé navrácení ekonomiky do běžného režimu. Výsledky firem, možné krachy společností a potenciální druhá vlna nákazy však na trzích nechávají pocit nejistoty. Až na výjimku všechny fondy v tomto měsíci připsovaly zisky. Nejrychleji rostl fond zaměřený na Austrálii a dařilo se také fondům zaměřeným na menší společnosti.

V tomto měsíci jsme zvýšili zastoupení dluhopisů v měně portfolia a akcií, a to na úkor krátkodobých investic. Rizikovější dluhopisy nabízejí zajímavější možnost výnosu s tím, jak se bude situace postupně uklidňovat a bude docházet k poklesu kreditních marží. Navýšení akciové expozice jsme směřovali do Austrálie, z důvodu atraktivních valuací, úzké provázanosti na zotavující se asijský trh a s tím spojený očekávaný růst cen komodit.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					1,86%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,86%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					1,75%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,10%	-0,10%	1,05%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,04%	0,04%	0,70%
Dluhopisové fondy - ostatní					2,34%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,06%	1,06%	2,34%
Fondy alternativních investic					3,69%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,32%
Allianz Structured Return WT hedged	Severní Amerika	USD	0,52%	0,41%	1,37%
Akciové fondy					89,75%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	7,68%	7,68%	11,67%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	11,10%	10,98%	6,17%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	10,51%	10,39%	5,61%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	7,81%	7,69%	5,50%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	9,23%	8,31%	5,49%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	9,36%	8,44%	4,87%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	7,72%	7,60%	4,61%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	10,03%	9,91%	4,59%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	13,96%	13,83%	3,35%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	13,73%	12,77%	3,00%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	14,37%	14,24%	2,99%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	11,49%	10,55%	2,98%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	7,23%	7,11%	2,93%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	6,72%	5,82%	2,93%
NN (L) EURO Equity I Cap	Evropa	EUR	6,92%	6,02%	2,92%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	6,23%	5,34%	2,92%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	14,79%	14,66%	2,54%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	10,19%	12,10%	2,33%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	4,97%	6,79%	2,30%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	10,11%	9,99%	2,20%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	10,30%	10,18%	2,20%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	12,33%	11,38%	1,64%
BNP Paribas Turkey Equity I	Turecko	EUR	8,23%	7,32%	1,11%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	5,69%	7,52%	0,99%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	4,59%	6,41%	0,97%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	11,79%	11,66%	0,96%
OSTATNÍ					0,61%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci vzrostla o 4,10 %. Po silných výprodejích a nejistotě si finanční trhy na konci března pravděpodobně našly své lokální dno a i za včasné a silné pomoci centrálních bank a fiskálních balíčků od vlád během dubna posilovaly. Dalším pozitivním a pro trhy povzbuzujícím faktorem je postupné rozvolňování všech bezpečnostních opatření proti koronaviru a pomalé navrácení ekonomiky do běžného režimu. Výsledky firem, možné krachy společností a potenciální druhá vlna nákazy však na trzích nechávají pocit nejistoty.

Na dluhopisových trzích se situace také poměrně uklidnila. Odklon od bezpečnějších aktiv se projevil nejvíce u rizikovějších dluhopisů, které připsaly solidní zisky.

Až na výjimku všechny fondy v tomto měsíci připsávaly zisky. Nejrychleji rostl fond zaměřený na Austrálii a dařilo se také fondům zaměřeným na menší společnosti. V tomto měsíci jsme zvýšili zastoupení dluhopisů v měně portfolia a akcií, a to na úkor krátkodobých investic. Rizikovější dluhopisy nabízejí zajímavější možnost výnosu s tím, jak se bude situace postupně uklidňovat a bude docházet k poklesu kreditních marží. Navýšení akciové expozice jsme směřovali do Austrálie, z důvodu atraktivních valuací, úzké provázanosti na zotavující se asijský trh a s tím spojený očekávaný růst cen komodit.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					7,85%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,98%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	-0,14%	-0,14%	5,87%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					31,90%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,10%	-0,10%	19,14%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,04%	0,04%	12,77%
Dluhopisové fondy - ostatní					7,96%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,06%	1,06%	5,96%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	3,14%	3,02%	2,00%
Fondy alternativních investic					3,85%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,45%
Allianz Structured Return WT hedged	Severní Amerika	USD	0,52%	0,41%	1,40%
Akciové fondy					48,31%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	7,68%	7,68%	6,29%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	11,10%	10,98%	3,32%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	10,51%	10,39%	3,02%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	7,81%	7,69%	2,96%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	9,23%	8,31%	2,95%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	9,36%	8,44%	2,62%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	7,72%	7,60%	2,48%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	10,03%	9,91%	2,47%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	13,96%	13,83%	1,80%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	13,73%	12,77%	1,61%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	14,37%	14,24%	1,61%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	11,49%	10,55%	1,60%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	7,23%	7,11%	1,57%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	6,72%	5,82%	1,57%
NN (L) EURO Equity I Cap	Evropa	EUR	6,92%	6,02%	1,57%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	6,23%	5,34%	1,57%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	14,79%	14,66%	1,36%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	10,19%	12,10%	1,25%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	4,97%	6,79%	1,24%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	10,11%	9,99%	1,19%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	10,30%	10,18%	1,19%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	12,33%	11,38%	0,88%
BNP Paribas Turkey Equity I	Turecko	EUR	8,23%	7,32%	0,60%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	5,69%	7,52%	0,53%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	4,59%	6,41%	0,52%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	11,79%	11,66%	0,52%
OSTATNÍ					0,13%

Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,39 %. Po březnových výprodejích zejména korporátních dluhopisů se situace na dluhopisových trzích v dubnu poměrně uklidnila a extrémní výprodeje způsobené panikou okolo koronaviru pominuly. Klidnější prostředí, dobrá nálada, postupné rušení restrikcí a zavedených opatření z důvodu koronaviru způsobily lehké zisky napříč všemi typy dluhopisů. Odklon od bezpečnějších aktiv se projevil nejvíce u rizikovějších dluhopisů, které připsaly solidní zisky.

Část portfolia alokovaná do akcií a alternativních investic pozitivně přispěla k výkonnosti portfolia.

V tomto měsíci jsme navyšovali akciovou a dluhopisovou expozici v portfoliích na úkor krátkodobých investic z důvodu možného vyššího výnosu plynoucího z poklesu cen dluhopisů. Navýšení akciové expozice jsme směřovali do Austrálie z důvodu levných komodit, atraktivních valuací a úzké provázanosti na recoverující asijský trh.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					29,47%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,98%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	-0,14%	-0,14%	27,49%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					53,43%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,10%	-0,10%	32,05%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,04%	0,04%	21,38%
Dluhopisové fondy - ostatní					6,07%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,06%	1,06%	4,55%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	3,14%	3,02%	1,52%
Fondy alternativních investic					3,96%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,54%
Allianz Structured Return WT hedged	Severní Amerika	USD	0,52%	0,41%	1,42%
Akciové fondy					7,10%
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	9,03%	8,91%	2,38%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	7,68%	7,68%	0,92%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	6,72%	5,82%	0,65%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	9,36%	8,44%	0,65%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	7,72%	7,60%	0,65%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	10,03%	9,91%	0,64%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	5,07%	6,89%	0,52%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	14,37%	14,24%	0,24%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	11,49%	10,55%	0,24%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	14,79%	14,66%	0,20%
OSTATNÍ					-0,03%

DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Vývoj českého dluhopisového trhu bude nadále ovlivňován vývojem globální krize v souvislosti s pandemií koronaviru, zejména pak situací v Eurozóně a očekáváním trhu ohledně dalšího vývoje měnové politiky ČNB.

Vývoj v březnu a koronavirová krize výrazně změnily dluhopisový terén. Na jedné straně již došlo a lze čekat pokračování výrazného nárůstu emisní aktivity české vlády. Ta za poslední roky nevytvořila na nepředvídanou situaci žádnou výraznou rezervu, takže všechny programy pomoci ekonomice musí financovat dluhem. Rozpočtový schodek tak v letošním roce může velmi reálně dosáhnout i znatelně horšího výsledku než vládou nyní (po několikáté revizi k hlubšímu deficitu) indikovaných 300 miliard korun. Navíc, podobný schodek vláda, dle plánu MF, připravuje také na příští rok. Potřeba státu financovat se na dluhopisovém trhu tak zůstane po delší dobu výrazně zvýšená. V českých poměrech to sice nemusí nutně automaticky znamenat okamžitý nárůst požadovaných výnosů (pokles cen), dle našeho názoru je to však klíčový rizikový faktor ve scénáři déletrvající recese. V tomto ohledu nesmíme také zapomínat na přetrvávající vysoký (a v rámci CEE regionu i historicky výrazně nadprůměrný) podíl držby českých státních dluhopisů zahraničními investory (téměř 40% celkového objemu), jež v případě zhoršení tržního sentimentu či vnímaného makroekonomického fundamentu ČR může vést k turbulencím na trhu a i k rozsáhlým cenovým ztrátám.

Je však na druhou stranu třeba zdůraznit, že ČR má v současnosti nízké celkové zadlužení, což společně s nyní slabší korunou může dále lákat zahraniční investory při existenci zajímavé marže nad eurové vládní dluhopisy. V neposlední řadě je zde ČNB – její měnověpolitické sazby klesly na dohled nuly a ještě kosmeticky poklesnout mohou, plus centrální banka je dle slov bankovní rady připravena vstoupit v případě výraznějších propadů cen na trh vládních dluhopisů a nakupovat, možná současně s podporou měnovému kurzu prodejem části devizových rezerv. Ze zahraničí, tedy zejména z EMU, v nejbližší době silný tlak na růst obligačních výnosů nejspíš nepřijde, neboť těmito tendencím bude bránit Evropská centrální banka navýšeným programem nákupů vládních dluhopisů. Podtrženo sečteno, byť výsledkem v dalších málo měsících může být relativní stabilita českých výnosů na nízkých úrovních, vnímáme vysoké riziko možného přechodně negativního vývoje a v důsledku současně podprůměrné výnosy českých vládních dluhopisů jako neatraktivní.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Podobný výhled platí i pro Polsko. I Polsko je málo zadlužená ekonomika se zdravými fundamenty a centrální bankou, která se do utahování politiky nehrнула ani doposud a v současné situaci neváhala snížit úrokové sazby. Zároveň začala nakupovat vládní dluhopisy s cílem podporovat trh v období výrazného uvolnění fiskální politiky. Tlak na růst výnosů tak zevnitř Polska těžko přijde. A, jak bylo zmíněno výše, nezdá se ani, že přijde z EMU.

Výnosy ukrajinských dolarových státních dluhopisů pokračovaly v poklesu (ceny rostly) a to zhruba o 100 až 150 bps, na úroveň 9-10 %. Státní dluhopisy denominované v Hřivně reflektovaly snížení úrokových sazeb centrální banky o 200 bps a jejich ceny taktéž rostly. Výnosy v případě státních dluhopisů v lokální měně klesly na 12 % v případě desetileté splatnosti. V rámci obou segmentů ukrajinských vládních dluhopisů vidíme i nadále atraktivní růstový potenciál s ohledem na očekávané obnovení programu financování od IMF (snížení refinančního rizika) a stále velmi vysoké nabízené reálné úrokové sazby resp. kreditní marže.

Měny

U kurzu eura proti dolaru vidíme pro nejbližší měsíce kurz dolaru v pásmu 1,08-1,12. Hlad po dolarové likviditě, který hnal posilování v minulém měsíci, totiž centrální banka FED utlumila jak FX swapy s jinými centrálními bankami, tak repo programem FIMA (umožnění repo operace centrálních bank ve světě s americkými dluhopisy přímo s FEDem). V relativním postavení měnových politik se nejméně rok (a dost možná léta) nic měnit nebude, a samotná tempa oživení ekonomik si také asi nebudou mít co závidět.

Koruna je nyní fundamentálně moc slabá, její návrat na silnější hodnoty je tak v horizontu 6 měsíců pravděpodobný. V březnovém výprodeji došlo jen k malému snížení pozic zahraničních hráčů a otázkou je, zda byl duben v tomto směru lepší (nejspíš nikoliv). Do konce roku se tak

sice koruna pravděpodobně bude navracet k úrovni 26 korun za euro, ale zranitelnost jakožto dědictví dávno ukončených devizových intervencí si s sebou ponese dál.

Polskému zlotému by z fundamentálního hlediska svědčily hodnoty mnohem silnější, než jaké vidíme dnes. Očekáváme, že se po opadnutí paniky vrátí zpátky na 4,30, na silnější hodnoty však asi nebude jen tak mít, pokud uvážíme, že před březnovými výprodeji jej na ně nedostal ani široký pozitivní úrokový diferenciál a silný růst ekonomiky. Je však možné, že se, podobně jako v roce 2008-9, polská ekonomika vypořádá se současnou krizí lépe než EMU, v kterémžto případě by se kurzu PLN mohlo dařit ještě o něco lépe.

Maďarský forint je na tom stejně jako zlotý. Na silnější, řekneme únorové úrovni, se asi pravděpodobně vrátí, dále však jen tak neposílí. Jedinou nadějí je, že by se na Maďarsku stávající krize podepsala méně, než na Eurozóně, což se vzhledem k přece jenom lepšímu strukturálnímu podkladu ekonomiky nedá úplně vyloučit (byť předstihové indikátory to zatím, alespoň v průmyslu, neindikují).

Globální akciové trhy

Současná situace ohledně koronaviru zaskočila nejen mnoho států, ale i finanční trhy. Pomalu se začíná s uvolňováním restriktivních opatření, avšak výše škod je stále těžko odhadnutelná. Naše očekávání tak byla pro střednědobý horizont a rok 2020 upravena. I nadále jsme opatrně pozitivní, nicméně vzhledem k tomu, že globální akciové trhy prošly výraznou korekcí, bude pro mnoho z nich složité dosáhnout za celý rok solidní kladné akciové zhodnocení. Globální ekonomika dostane v prvním a především druhém čtvrtletí velice silný zásah z poptávkové i nabídkové strany. Pravděpodobně se bude jednat o nejsilnější recesi od druhé světové války. Drtivá většina centrálních bank měnovou politikou přistoupila k výrazným podpůrným uvolněním svých měnových politik. Americký Fed se dokonce zavázal k neomezeným nákupům dluhových cenných papírů. Centrální banky ve výsledku investičnímu sentimentu v průběhu dubna výrazně pomohly. Také vlády oznámily výrazné podpůrné opatření pro občany, živnostníky a firmy.

Po únorovém a zejména březnovém propadu se valuační globálních akciových trhů dostaly na atraktivní úroveň, které indikují, že ve střednědobém horizontu 2-3 let by mělo být akciové zhodnocení nadstandardní. Stěžejní však bude zvládnutí a omezení šíření koronaviru a následné uvolnění nyní přijatých opatření. Akceleraci ekonomické aktivity tak nyní očekáváme především v druhé polovině roku, stejně tak růst ziskových ukazatelů korporací. Výhled na globální akciové trhy pro zbytek roku 2020 máme regionálně selektivně- pozitivní jsme na evropské a rozvíjející se trhy, nadále opatrní jsme naopak na US trhy.

Nejvyšší růstový potenciál v rámci středoevropského regionu nyní vidíme u slovinských a některých českých akcií. Silné propady způsobené šířením COVID 19 dle nás ve střednědobém horizontu poskytují zajímavé investiční příležitosti. Místní trhy se vyznačují vysokými dividendovými výnosy (pro rok 2020 zřejmě nebude platit) a relativně nízkým zadlužením. Bankovní tituly pak vysokou kapitalizací, dobrou ziskovostí vlastního kapitálu a úrokovou marží. U polského akciového trhu nadále vidíme rizika ve vysokém zastoupení státu v podílech mnoha společností, což často vede k výměnám managementu, nevhodným akvizicím nebo neefektivnímu řízení mnohdy bez ohledu na cíle minoritních akcionářů. Pozitivní však jsme na polské společnosti ze spotřebitelského sektoru a některé banky, jež dle našeho názoru mají mnoho negativních událostí již v cenách akcií zaceno. Z hodnotového pohledu se nám líbí mnoho slovinských společností. Ze segmentu START, části pražské burzy pro malé firmy, jsme pozitivní na akcie výrobce strun do 3D tiskáren, Fillamentum, výrobce obuvi Prabos, producenta bezpilotních letadel Primoco a také na zpracovatele kůží společnost Karo.

*Anne-Françoise Blüher
Adam Šperl
Šimon Schloff
Portfolio managers*