

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ÚNOR 2021

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **180,4228**

Výkonnost za poslední měsíc **-0,81 %**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **157,9114**

Výkonnost za poslední měsíc **-0,01 %**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **132,5572**

Výkonnost za poslední měsíc **0,28 %**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

□ DLUHOPISY – USA, EMU

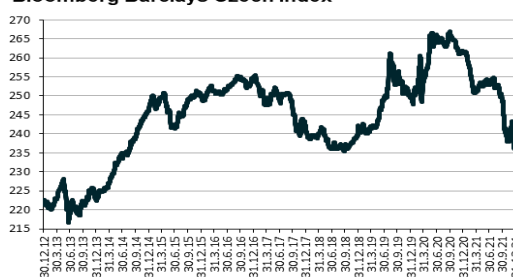
Koncem února 2022 nebyla americká výnosová křivka významně odlišná od svého stavu na konci ledna – na krátkém konci se dvouleté výnosy zvýšily o cca 16 bb. na 1,34 %, na dlouhém konci pak desetileté o 5 b.b. poklesly na 1,72 %. Během měsíce sice byly jak krátké, tak dlouhé výnosy i výš (v polovině měsíce se dvouleté výnosy držely na dohled 1,6 %, desetileté nad 2 %), po invazi Ruska na Ukrajinu však klesly.

Na německých vládních dluhopisech jsme viděli paralelní posun směrem dolů za současného snížení sklonu křivky. Výnosy na krátkém konci poklesly o 20 b.b. na -0,75 %, na dlouhém konci pak o 8 b.b. na -0,07 %. Celá křivka až do deseti let tak je opět záporná. Pokles na krátkém konci v Německu vs. růst v USA je dán tím, že představitelé FEDu se nechali slyšet, že válka na Ukrajině jejich plány na utažení politiky neohrozí.

□ DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka v únoru zvýšila svou inverzi. Růst sazeb ČNB zkraje února a vyhlídka jejich dalšího růstu zvedla krátký (dvouletý) konec z 3,65 % koncem prosince a ze 4 % koncem ledna na 4,25 % koncem února. Na střední části křivky však klesly (pětileté) vládní výnosy o 25 b.b. na 3,3 % a na dlouhém konci desetileté výnosy o 21 b.b. na 3,1 %.

Bloomberg Barclays Czech Index



□ DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Podobným vývojem si prošla také polská křivka. Během února 2022 vzrostly dvouleté i pětileté výnosy, a to o 27 b.b. resp. 10 b.b. na 3,9 % resp. 4,2 %. Důvodem byl samozřejmě růst sazeb a růst inflace. Na dlouhém konci však došlo k mírnému poklesu výnosů, a to (na desetileté splatnosti) z 4,1 % koncem ledna na lehce pod 4 % koncem února.

Ukrajinské dluhopisy

Valná většina února byla, ve světle událostí v jeho závěru, v podstatě nudná. Evropská i americká ekonomika pokračovaly v růstu, nezaměstnanost v poklesu a silná domácí poptávka s rostoucími cenami komodit dále tlačily na inflaci. Nejpodstatnější událostí uplynulého měsíce, a z historického pohledu pravděpodobně i jedna z nejzásadnějších geopolitických událostí posledního století, byl ale bezesporu vpád ruské armády na území Ukrajiny a rozpoutání otevřeného válečného konfliktu. To, co do té doby vypadalo pouze jako ruské stupňování tlaku na západ a posilování jeho vyjednávací pozice, se změnilo v iracionální konflikt, který nemá v Evropě 21. století místo.

Konkrétní odpověď na to, co se v uvažování Ruska změnilo, nám dají až učebnice dějepisu, již nyní je ale jasné, že aktuální dění znamená tragické ztráty, utrpení nevinných obyvatel a ekonomické škody, které se budou napravovat dlouhá léta.

Faktorů, které spustily domino, vedoucí ke konečnému rozhodnutí bude bezpočet, je ovšem pravděpodobné, že roli hrálo odtržení nejužších kremelských struktur od reálného dění (ať už vlivem historicky dané totalitní mentality či v důsledku pandemie), snaha o uznání Ruska jako politické a (ačkoliv tomu její velikost neodpovídá) i ekonomické velmoci, která udává směr dnešnímu světu spolu s USA, Evropou a Čínou. Politické reprezentaci Ruska se taktéž velmi nehodí bohatnoucí Ukrajina stále více integrovaná na západ, s rostoucí životní úrovní obyvatelstva, kontrastující s dlouhodobě stagnujícím HDP na obyvatele v Rusku a všeobecně rozšířeným omezováním osobních svobod.

Firemní dluhopisy

Síla dopadu do budoucího vývoje bude (mimo jiné) funkcí délky trvání konfliktu a udržení jednotného postoje západu. Tržní ocenění ukrajinských dluhopisů (v USD) se pohybuje kolem 25-40 %, nicméně s lokálními dluhopisy (v UAH) aktuálně nelze obchodovat vůbec. Vzhledem k podpoře západu a nadnárodních měnových institucí lze reálně očekávat (pokud Ukrajina přetrvá jako nezávislý stát) normalizaci ocenění. 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.

Na trhu korporátních dluhopisů v Eurozóně i v USA byl po většinu února vývoj pokojný. Až s vpádem ruských vojsk na Ukrajinu došlo k výraznějším změnám – dluhopisové výnosy korporátních bondů, jedno zda investičního nebo spekulativního stupně, vzrostly, a vzrostly také kreditní prémie měřené CDS indexy.

Tzv. total return index (TRI) poklesl o 0,3 % resp. o 2,7 % v případě korporátních dluhopisů investičního resp. spekulativního stupně denominovaných v EUR, a o 2,2 % resp. 0,7 % v případě jejich dolarových protějšků. Kreditní prémie u investičních dluhopisů denominovaných v EUR narostly po lednovém růstu o 24 % v únoru o dalších 21 % (a dostaly se tak nejvýše od června 2020), u spekulativních pak o 33 % v lednu a 37 % v únoru (a jsou tak nejvýše od podzimu 2020).

AKCIE

Globální trhy

Zásadní událostí byla koncem měsíce invaze ruských vojsk na Ukrajinu. Tato bezprecedentní, agresivní a neracionální akce ze strany jaderné velmoci znamenala veliké překvapení pro celý svět. Tomu odpovídaly reakce akciových trhů, nejméně padaly regiony vzdálené tomuto konfliktu. Americký index S&P500 v únoru ztratil 3,1 %, západoevropský index DJ STOXX 600 klesnul již o 3,4 % a středoevropský index o výrazných 15,5 %, přičemž k propadům docházelo i začátkem března. Dařilo se akciím společností těžících komodity a vyrábějících zbraně. Vzhledem k závažnosti situace tak investoři moc nereagovali na příchozí makroekonomické údaje nebo zveřejněné hospodářské výsledky společností za rok 2021.

MSCI World Index



Středoevropský region, vzhledem k své blízkosti rozpoutaného konfliktu ruského vpádu na Ukrajinu, zaznamenal výrazné ztráty a oslabení lokálních měn. Nejvíce ztrácely trhy nejbližší ukrajinským hranicím, tedy Maďarsko (index BUX -18,2 %) a Polsko (index WIG30 -9,1 %). Obecně ztrácely především bankovní tituly, zvláště pak ty s provozní expozicí v Rusku a na Ukrajině. Také agrární ukrajinské společnosti obchodované v Polsku, jako Kernel nebo Astarta, výrazně padaly. Dařilo se těžařům uhlí (JSW a Bogdanka), mědi (KGHM +18,6 %) a utilitám. Na Burze cenných papírů v Praze se nejlépe vedlo akciím Česká Zbrojovka (+8 %), ČEZ (+6,4 %) a akciím Avast (+3,9 %).

Akcii na rozvíjejících se trzích se v únoru rovněž nedařilo, souhrnný index MSCI Emerging Markets USD ztratil lehce přes 3 %. Investoři reflektovali především narůstající geopolitická rizika způsobená ruskou vojenskou invazí na Ukrajinu, růst cen komodit a celkový očekávaný dopad na již tak křehkou ekonomickou situaci. Velké asijské akciové trhy převážně ztrácely. Lehce v plusu sice skončily čínské domácí akcie (A-Shares), které jsou více orientované na domácí ekonomiku, avšak akcie v Hong-Kongu či Indii již postihly výprodeje. Nejvíce se dařilo zemím profitujícím z růstu cen komodit, jako je například Latinská Amerika, Jižní Afrika či země exportující ropu (Blízký východ). Ruské akcie po uvalení drtivých sankcí drasticky poklesly a s akciemi se přestalo v Moskvě obchodovat 25.2. V praxi to pak de-facto znamená odštěpení tamního kapitálového trhu od zbytku světa.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci poklesla o 0,81 %. Akciové trhy v únoru ovlivnila především ruská invaze na Ukrajinu. Ruský akciový trh se po uvalení sankcí drasticky propadl a od 25. února se uzavřel. Významný pokles v souvislosti s konfliktem zaznamenaly i střeoevropské akcie, přičemž nejvíce zasažené byly banky s vyšší expozicí v Rusku a na Ukrajině. Negativní nálada se přenesla přes oceán a zasáhla i americké trhy. Zisky si naopak připsaly zbrojařské společnosti a těžaři díky očekávaným vyšším výdajům států na obranu a rostoucím cenám komodit. Mírnější propady zaznamenaly taktéž americké, západoevropské a asijské trhy. V našem portfoliu si významné zisky připsaly fondy těžařů a drahých kovů, nejhůře si vedly evropské fondy. Zpočátku února jsme se rozhodli navýšit expozici vůči regionům východní Evropy na úkor ostatních Emerging Markets, k tomuto kroku nás vedly především nízké valuace místních akcií a očekávání deeskalace. Ke konci února jsme se však rozhodli zcela vyřadit ruské akcie z našich portfolií, to se nám podařilo ještě před uzavřením ruského trhu. Koruna, stejně jako ostatní měny střeoevropského regionu, v reakci na konflikt na Ukrajině výrazně oslabila, následkem toho působilo měnové zajištění na výkonnost portfolia negativně.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					5,94%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,57%
Conseq Invest Konzervativní A	Střeoevropský region	CZK	n/a	n/a	4,37%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					4,08%
Conseq Invest Dluhopisový B	Střeoevropský region	CZK	n/a	n/a	2,46%
Conseq korporátních dluhopisů A	Střeoevropský region	CZK	0,02%	0,02%	1,62%
Dluhopisové fondy - ostatní					3,06%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,36%	0,36%	1,84%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	n/a	n/a	1,21%
Fondy alternativních investic					6,59%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,16%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	-3,30%	-1,15%	2,43%
Akciové fondy					81,59%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Střeoevropský region	CZK	n/a	n/a	10,99%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	3,98%	6,29%	5,18%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	0,38%	2,61%	3,66%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	3,41%	5,71%	3,63%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,10%	0,07%	3,54%
BGF World Mining I2	Globální	USD	13,32%	15,84%	3,51%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-3,87%	-1,74%	3,50%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-4,05%	-1,57%	3,43%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	11,52%	14,00%	3,36%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,60%	1,61%	2,66%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	0,89%	3,13%	2,65%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-4,13%	-1,65%	2,58%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-5,66%	-3,22%	2,58%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	-3,36%	-0,86%	2,58%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-4,09%	-1,61%	2,45%
CS (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	0,17%	2,39%	2,44%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-4,54%	-2,07%	2,36%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-4,92%	-2,46%	2,35%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-1,41%	1,14%	2,34%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-2,17%	0,00%	2,28%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	5,04%	7,37%	2,17%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-2,26%	-0,09%	1,71%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-1,48%	0,71%	1,62%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	0,54%	2,77%	1,58%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	-0,01%	2,17%	1,43%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-0,06%	2,12%	1,40%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-2,51%	-0,35%	1,02%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	0,06%	2,28%	0,83%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	1,79%	4,01%	0,61%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-0,86%	1,30%	0,60%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-5,51%	-3,07%	0,58%
OSTATNÍ					-1,27%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci poklesla o 0,01 %. Akciové trhy v únoru ovlivnila především ruská invaze na Ukrajinu. Ruský akciový trh se po uvalení sankcí drasticky propadl a od 25. února se uzavřel. Významný pokles v souvislosti s konfliktem zaznamenaly i středoevropské akcie, přičemž nejvíce zasažené byly banky s vyšší expozicí v Rusku a na Ukrajině. Negativní nálada se přenesla přes oceán a zasáhla i americké trhy. Zisky si naopak připsaly zbrojařské společnosti a těžaři díky očekávaným vyšším výdajům států na obranu a rostoucím cenám komodit. Mírnější propady zaznamenaly taktéž americké, západoevropské a asijské trhy. V našem portfoliu si významné zisky připsaly fondy těžařů a drahých kovů, nejhůře si vedly evropské fondy. Dluhopisová část portfolia přispěla spíše negativní výkonností. Zpočátku února jsme se rozhodli navýšit expozici vůči regionům východní Evropy na úkor ostatních Emerging Markets, k tomuto kroku nás vedly především nízké valuace místních akcií a očekávání deeskalace. Ke konci února jsme se však rozhodli zcela vyřadit ruské akcie z našich portfolií, to se nám podařilo ještě před uzavřením ruského trhu. Koruna, stejně jako ostatní měny středoevropského regionu, v reakci na konflikt na Ukrajině výrazně oslabila, následkem toho působilo měnové zajištění na výkonnost portfolia negativně.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					19,88%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,44%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	n/a	n/a	17,45%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					33,52%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	n/a	n/a	20,15%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,02%	0,02%	13,37%
Dluhopisové fondy - ostatní					8,02%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	n/a	n/a	4,36%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,36%	0,36%	2,15%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-2,60%	-0,44%	1,51%
Fondy alternativních investic					6,58%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,31%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	-3,30%	-1,15%	2,27%
Akciové fondy					32,52%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	n/a	n/a	4,33%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	3,98%	6,29%	2,21%
BGF World Mining I2	Globální	USD	13,32%	15,84%	1,57%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	11,52%	14,00%	1,48%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,10%	0,07%	1,47%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	3,41%	5,71%	1,47%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-3,87%	-1,74%	1,45%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	0,38%	2,61%	1,43%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-4,05%	-1,57%	1,42%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,60%	1,61%	1,07%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	0,89%	3,13%	1,02%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	-3,36%	-0,86%	1,01%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-4,92%	-2,46%	0,99%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	0,54%	2,77%	0,96%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-5,66%	-3,22%	0,95%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-4,13%	-1,65%	0,94%
CS (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	0,17%	2,39%	0,91%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-4,09%	-1,61%	0,91%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-4,54%	-2,07%	0,90%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-1,41%	1,14%	0,90%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-2,17%	0,00%	0,90%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	5,04%	7,37%	0,79%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-2,26%	-0,09%	0,67%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-1,48%	0,71%	0,62%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-0,06%	2,12%	0,56%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	-0,01%	2,17%	0,56%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-2,51%	-0,35%	0,40%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-0,86%	1,30%	0,23%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	1,79%	4,01%	0,20%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-5,51%	-3,07%	0,15%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	0,06%	2,28%	0,04%
OSTATNÍ					-0,53%

Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,28 %. Americká výnosová křivka se od ledna příliš nezměnila, konflikt na Ukrajině sice na trhu vyvolal očekávání, že zvyšování úrokových sazeb neproběhne tak brzy, jak se předpokládalo, FED se nicméně vyjádřil, že válka jejich plány neovlivní. Česká výnosová křivka je nadále inverzní, trhy v dohledné době očekávají další zvýšení úrokových sazeb ze strany ČNB, což žene krátký konec vzhůru. Ve střední části křivky a na dlouhém konci však výnosy začínají klesat. Výnosy na německých dluhopisech v průběhu února klesly a dostaly se opět do záporných hodnot. Po invazi na Ukrajinu naopak vzrostly výnosy korporátních dluhopisů, a to především u těch evropských.

Alternativní složka portfolia působila na výkonnost negativně, akciová část naopak přispěla pozitivní výkonností, s výjimkou evropských fondů a globálních rozvíjejících se trhů.

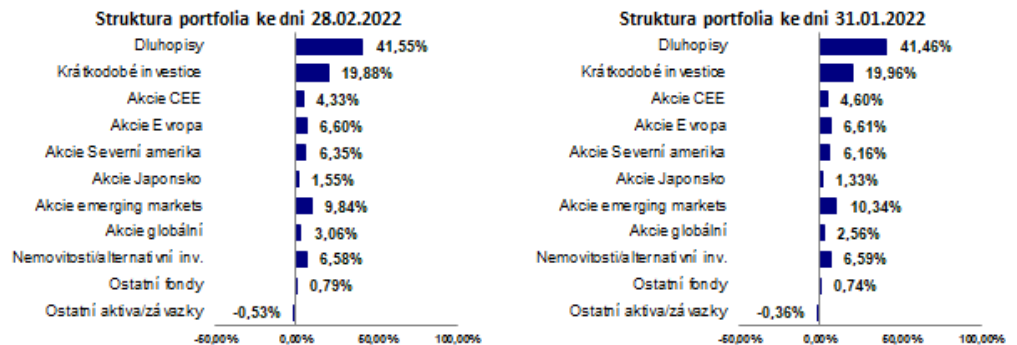
Koruna, stejně jako ostatní měny středoevropského regionu, v reakci na konflikt na Ukrajině výrazně oslabila, následkem toho působilo měnové zajištění na výkonnost portfolia negativně.

Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	MTD Výkonnost		Rozložení portfolia
			v z. měně	v měně portfolia	
Krátkodobé investice					29,39%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,85%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	n/a	n/a	27,54%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					53,54%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	n/a	n/a	32,13%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,02%	0,02%	21,40%
Dluhopisové fondy - ostatní					7,47%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	n/a	n/a	4,07%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,36%	0,36%	2,02%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-2,60%	-0,44%	1,38%
Fondy alternativních investic					6,58%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,31%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	-3,30%	-1,15%	2,27%
Akciové fondy					3,09%
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-4,08%	-1,95%	0,91%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	n/a	n/a	0,42%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-4,92%	-2,46%	0,34%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-5,66%	-3,22%	0,31%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	3,41%	5,71%	0,27%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	0,38%	2,61%	0,26%
BGF World Mining I2	Globální	USD	13,32%	15,84%	0,15%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	0,13%	2,32%	0,13%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	11,52%	14,00%	0,13%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	0,89%	3,13%	0,08%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	5,04%	7,37%	0,08%
OSTATNÍ					-0,07%

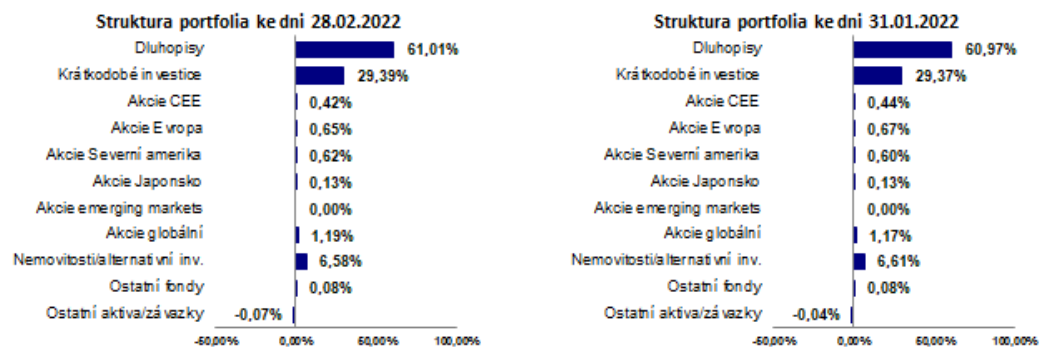
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Na straně faktorů ukazujících na růst českých dluhopisových výnosů máme stále nejméně čtveřici 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, vpádu 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 je, že si vláda uvědomí, že opozice k růstu daní je nyní zcela neudržitelná, a dokonce pro ČR životně nebezpečná.

Zadruhé, Česká republika vykazuje stále vysokou míru inflace i v její poptávkové složce, která je už nyní skoro 10 % a určitě dále vzroste. Nadto, vysoká tempa růstu energetických surovin zvýší dále 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.

Zatřetí, po dosažení 5 % v březnu 2022 zůstanou sazby ČNB takto vysoké nejméně celý rok 2022, dost možná i v roce 2023, neboť inflační tlaky nepolevují a situace na Ukrajině je jenom zhorší. Navíc, po 24. únoru je pravděpodobnější, že sazby budou muset vzhledem k dodatečnému inflačnímu impulsu ještě dále nahoru.

Začtvrté, poptávkové tlaky jsou vysoké i v USA a Eurozóně a FED se chystá k růstu sazeb – to není pro regionální měny pozitivní a ze slabosti měn plyne dodatečný tlak na centrální banky a jejich sazby. Stejný efekt působí i oslabení měn v přímém důsledku války na Ukrajině.

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

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

I polské dluhopisy mají nakročeno k dalšímu růstu. Inflace je vysoko a s invazí na Ukrajině se dále zvýší. Válka na Ukrajině je pak pro středoevropská aktiva samozřejmě negativní, jak je vidět na vývoji měn. Centrální banka již dnes indikuje sazby na 3,5-4 % a upozorňuje, že můžou ještě výš, neumoudří-li se zlotý a inflace. A to se, zdá se, jen 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 ukrajinského 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 konfliktu 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 i veřejné finance a bankovní sektor jsou ve výrazně lepší kondici, než v roce 2014, bude zásadní zahraniční finanční pomoc. V nejbližších týdnech by mělo dojít k uvolnění nového záchranného financování ze strany IMF, vyloučit ovšem nelze ani odložení výplaty kupónů státních dluhopisů či prodloužení jejich splatnosti.

Státní infrastruktura prozatím pracuje a není plánována žádná restrukturalizace ani odsunutí splatných závazků. Během března budou 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 dojednaný dočasný pohotovostní program na zajištění likvidity s centrální bankou.

Měny

Současně probíhají rozhovory s IMF a mezinárodními finančními institucemi o uvolnění současných či nových zdrojů (1,4bn USD z SDR). V uplynulých dnech byly okamžitě přislíbeny půjčky v hodnotě přes 1bn USD (Kanada, US, EU a další).

U kurzu **eura proti dolaru** došlo v posledních měsících minulého roku k výraznému posílení dolaru hnanému očekáváním, že americká centrální banka je utažení měnové politiky blíže než ECB, a pak únorovým úprkem do bezpečí po napadení Ukrajiny Ruskem. Vzhledem k válce jsou nyní jakékoliv předpovědi krajně nejisté, ale z pohledu měnových politik, což byl hlavní faktor ovlivňující kurz v posledních letech, bychom v letošním roce čekali nejdřív ještě další posílení dolaru způsobené tím, jak trh prozře a sezná, že FED bude muset utahovat měnovou politiku rychleji. Posléze pak s tím, jak k utažení, ač neochotně, přistoupí i ECB, čekáme návrat dolaru mezi 1,12 a 1,15. Válka na Ukrajině pak v mezidobí nahrává silnějšímu dolaru.

Koruna dle nás měla letos oslabit, ale nečekali jsme, že se tak stane kvůli válce. V současnosti je tak jedinou jistotou to, že na určité úrovni kvůli inflačním dopadům oslabení koruny zasáhne proti dalšímu oslabování ČNB. Bez uklidnění situace na Ukrajině ale nemůžeme čekat výraznější a trvalé posílení koruny. Pokud k uklidnění situace dojde, pak růst sazeb v USA, který bude dle nás muset být rychlejší, než trh čeká, bude zpomalovat postup koruny. Koncem roka ji vidíme v nejlepším kolem 25 korun za euro.

Polský zlotý je v podobné situaci jako česká koruna – za války bude silnější úrovně jenom vyhlížet, v nezřízeném oslabování mu zabrání pouze intervence NBP. V případě míru pak vidíme pro letošek posílení pod 4,50.

Maďarský forint je sice nyní měna s nejvyšším úročením, ale blízkost Orbánova režimu Rusku (byť vlivem událostí posledních únorových dnů vztahy notně ochladly) na pozadí ruské agrese na Ukrajině budou pro forint letos negativní. I v případě uklidnění čekáme v nejlepším návrat mezi 350 a 360 forintů za euro.

Neobhájitelný vpád ruské armády na Ukrajinu výrazně dopadl a bude mít vliv na budoucí pohyby akciových trhů. 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 a velice pravděpodobný scénář určitého zotavení akciových trhů po deeskalaci očekáváme i nyní. Mnoho akcií spadlo bezdůvodně pod své vnitřní hodnoty a tak preferujeme aktivní výběr akcií před pasivním zainvestováním. Válka na Ukrajině totálně přešla jakékoli jiné události jako COVID, zvyšování sazeb Centrálními bankami nebo příchozí údaje z ekonomik. Po zbytek roku očekáváme zvýšené inflační tlaky, tažené především růstem cen komodit, a to zemědělských nebo nerostných.

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.

Anne-Françoise Blüher

Adam Šperl

Šimon Schloff

Portfolio managers

Globální akciové trhy