

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC DUBEN 2021

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	5
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	9



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia	173,8547
Výkonnost za poslední měsíc	-3,21 %



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia	154,2119
Výkonnost za poslední měsíc	-1,45 %



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia	131,6864
Výkonnost za poslední měsíc	0,10 %

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

V reakci na stále neustupující inflaci a na jestřábí signály FEDu výnosová křivka amerických vládních dluhopisů v dubnu dále neúprosně stoupala. Krátké výnosy vyrostly od konce března do konce dubna o cca 15 b.b. na 2,6 %, na dlouhém konci pak výnosy přidaly zhruba 45 b.b. na 2,8 %.

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. V silicím očekávání blížícího se nástupu zvyšování sazeb také ze strany ECB, krátkodobé EUR výnosy vyrostly o 25 b.b. na +0,2 %, na dlouhém konci křivky pak výnosy poskočily o 35 b.b. na 0,9 %.

DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka se v dubnu posunula paralelně vzhůru. Na krátkém i dlouhém konci výnosy vyrostly o cca 30 – 40 b.b., čímž se dostaly na 5,3 % resp. 4,3 %. Křivka tak zůstávala výrazně inverzní.



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

A inverzní byla i polská výnosová křivka, její pohyb vzhůru byl však o poznání výraznější. Během dubna vlivem vysoké inflace a růstu sazeb (i tržních očekávání na další růst sazeb) vzrostly výnosy napříč splatnostmi o cca 90 - 100 b.b. Na dlouhém konci jsme tak zaznamenali růst desetiletých výnosů nad 6,3 %, na krátkém dokonce na dohled 6,7 %.

Ukrajinské dluhopisy

Momentum války na Ukrajině se v průběhu dubna drželo, alespoň pro tuto chvíli, na straně 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 dubna pohybovaly mezi úrovněmi 30 – 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. Od začátku války umístilo ministerstvo financí na trh dluhopisy v hodnotě necelé 2 mld USD.

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.

Firemní dluhopisy

Na trhu korporátních dluhopisů v Eurozóně i v USA byl po většinu dubna vývoj negativní. Na výnosech zejména spekulativních dluhopisů se konečně podepsala přísnější měnová politika, která se pomalu i ve vyspělém světě stává nastupující realitou.

Tzv. total return index (TRI) v případě korporátních dluhopisů spekulativního stupně denominovaných v EUR i v USD oproti konci března výrazně klesl, a to o 2,7 % resp. 3,9 %. V případě investičního stupně byla samozřejmě situace horší na dolarových instrumentech než na instrumentech denominovaných v euru: TRI poklesl o 6,6 % u dolarových dluhopisů, zatímco u eurových stagnoval.

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 (o 12 %), v dubnu však opět masivně vzrostly (+24 %). U kreditních premií spekulativních dluhopisů byl vývoj kvalitativně stejný: po růstu o 33 % v lednu a o 37 % v únoru (na nejvyšší úroveň od podzimu 2020) přišel v březnu jejich pokles (o 29 %), posléze však opět dramatický růst (+54 %).

AKCIE

Globální trhy

Akciovým trhům se v měsíci dubnu nedařilo. Naplno se zhmotnila opatrnost investorů ohledně pokračující války na Ukrajině, zpomalujících se ekonomik, růstu nákladů a očekávaných zvyšování úrokových sazeb. Nejvíce tak ztrácely růstové akcie, jež jsou výrazněji citlivější na změnu úrokových sazeb. Také některé hospodářské výsledky, např. společnosti Netflix, za první čtvrtletí zůstala za očekáváním analytiků. Obecně se však společnostem v prvních třech měsících

hospodářsky dařilo, i když pozitivní překvapení již nebyla tak výrazná jako v uplynulých obdobích. Nejlepší výsledky vykázaly sektory těžba, průmysl a zdravotnictví. Promítnutí do cen akcií bylo nejhorší pro sektor Kin a Zábavy (meziměsíčně celý index -30%), kdy se lidé velice pozvolna vrací do sálu kin. Nejlépe se vedlo segmentu domácího nábytku (index +13,7 %). Americký index S&P 500 tak meziměsíčně souhrnně ztratil -8,8 %. Lépe se vedlo „hodnotovému“ regionu vyspělé Evropy (index DJ STOXX 600 -1,2 %). Akcie západoevropských společností si prošly výraznější korekcí již v únoru a březnu, přičemž zároveň rétorika Evropské centrální banky není tak restriktivní, jako v případě amerického FEDu. V rámci evropských firem se nejhůře vedlo finančnímu a nemovitostnímu sektoru, nejlépe energetickému a zdravotnickému.

Středoevropské akciové trhy v měsíci dubnu ztrácely (index CECEEUR -10,4 %). Akcie byly tlačeny dolů negativním globálním sentimentem jdoucím ruku v ruce se zhoršující se hospodářskou aktivitou a růstem inflace/ nákladů. Nejvíce tak z regionu ztrácely akcie polských růstových společností, např. elektronické tržiště Allegro (majitel Mall) nebo herní vývojář CD Project (-30,3 %). Zisky si připsaly především společnosti z energetického sektoru jako český ČEZ (+8,1 %), polská PGE (+8,3 %) a maďarský MOL (+4,4 %), těžících z vysokých cen silové elektřiny, resp. ropy a plynu. Obecně silně zastoupený bankovní sektor ztrácel. U kterého se i přes výrazně rostoucí úrokové sazby investoři obávají spíše ekonomického ochlazení s následným růstem odpisu nesplacených úvěrů a poptávky po úvěrech.

Akcie na rozvíjejících se trzích klesly i čtvrtý měsíc v tomto roce, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD ztratil citelných 5,75 %. Negativní sentiment pramenil především ze třech důvodů: utahování měnové politiky v USA (a s tím související silný dolar), válka na Ukrajině a obavy o udržitelnost ekonomického růstu v Číně. Asijská velmoc nadále bojuje s dosud největšími nárůsty nakažených Covid-19, například největší město Shanghai je již

MSCI World Index



v uzávěrce (lockdown) od konce března. Dopady na dodavatelské řetězce a hospodářský růst tak zůstávají nejisté a jsou revidovány směrem dolů. Čínské akcie reagovaly poklesem o téměř 5 % (index CSI 300). Nedařilo se ani akciím v Koreji či Taiwanu, hlavně díky poklesu producentů čipů. Předchozí zisky korigovala i Latinská Amerika. Investoři reagovali na nižší očekávanou poptávku po komoditách, především ze strany Číny. Dobrých výsledků dosáhly naopak turecké akcie, které připsaly přes 13 % (v EUR).

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci poklesla o 3,21 %. Akciové trhy v dubnu výrazně poklesly. Válka na Ukrajině, zpomalující ekonomický růst většiny ekonomik a stále více jestřábí tón centrálních bank drží investory v nejistotě. Největší propad zaznamenaly růstové americké akcie, zklamaly také některé hospodářské výsledky společností v čele s Netflixem. Západoevropským akciím se dařilo o něco lépe než jejich americkým protějškům, přisuzujeme to zejména více holubičí monetární politice ECB oproti FEDu. Středoevropské trhy taktéž zaznamenaly ztrátu, i zde trpěly zejména růstové společnosti, negativní sentiment panuje také okolo bankovního sektoru. Zisky naopak připisoval energetický sektor. Pokles rozvíjejících se trhů táhla především Čína. Pokračující boj s pandemií ve formě přísných lockdownů má negativní dopad na dodavatelské řetězce a hospodářský růst. V našem portfoliu umazala předchozí zisky Latinská Amerika, nejvíce se dařilo Tureckým akciím. Vzhledem k poklesům akciových trhů v posledních měsících jsme se v průběhu dubna rozhodli snížit naše podvážení na akciích. Koruna v průběhu dubna oslabil, měnové zajištění mělo na výkonnost portfolia negativní vliv.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					4,27%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,46%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,04%	0,04%	2,81%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					4,04%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,21%	-0,21%	2,37%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,24%	0,24%	1,68%
Dluhopisové fondy - ostatní					3,04%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,44%	1,44%	1,79%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,12%	-0,12%	1,25%
Fondy alternativních investic					6,69%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,37%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	-3,19%	2,90%	2,32%
Akciové fondy					82,60%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-5,15%	-5,15%	11,31%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-11,87%	-6,33%	5,07%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-4,73%	1,26%	3,61%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-6,69%	-0,82%	3,58%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-5,26%	0,70%	3,57%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,19%	5,02%	3,55%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	1,09%	2,00%	3,54%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-8,59%	-2,84%	3,53%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-8,34%	-2,58%	3,43%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-2,15%	-1,27%	2,67%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-1,53%	-0,64%	2,62%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	-1,02%	-0,13%	2,62%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-10,63%	-5,01%	2,50%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	1,68%	2,60%	2,50%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-0,22%	0,68%	2,46%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-5,90%	0,02%	2,46%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-2,72%	-1,84%	2,35%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-5,28%	-4,43%	2,32%
CS (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-7,31%	-1,48%	2,31%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-8,18%	-2,41%	2,13%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-6,16%	-0,26%	2,10%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-0,68%	-1,08%	1,81%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	-4,62%	-5,01%	1,79%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-6,16%	-0,26%	1,73%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-9,95%	-4,29%	1,54%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-9,22%	-3,51%	1,39%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-9,93%	-4,27%	1,02%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-2,47%	3,66%	1,00%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-1,51%	-1,91%	0,77%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	-3,02%	-3,41%	0,70%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	15,07%	16,11%	0,61%
OSTATNÍ					-0,65%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci poklesla o 1,45 %. Akciové trhy v dubnu výrazně poklesly. Válka na Ukrajině, zpomalující ekonomický růst většiny ekonomik a stále více jestřábí tón centrálních bank drží investory v nejistotě. Největší propad zaznamenaly růstové americké akcie, zklamaly také některé hospodářské výsledky společností v čele s Netflixem. Západoevropským akciím se dařilo o něco lépe než jejich americkým protějškům, přisuzujeme to zejména více holubičí monetární politice ECB oproti FEDu. Středoevropské trhy taktéž zaznamenaly ztrátu, i zde trpěly zejména růstové společnosti, negativní sentiment panuje také okolo bankovního sektoru. Zisky naopak připisoval energetický sektor. Pokles rozvíjejících se trhů táhla především Čína. Pokračující boj s pandemií ve formě přísných lockdownů má negativní dopad na dodavatelské řetězce a hospodářský růst. V našem portfoliu umazala předchozí zisky Latinská Amerika, nejvíce se dařilo Tureckým akciím. Vzhledem k poklesům akciových trhů v posledních měsících jsme se v průběhu dubna rozhodli snížit naše podvážení na akciích.

Dluhopisová složka portfolia mírně brzdila ztráty akcií. Dařilo se zejména vysoce úročeným dluhopisům rozvíjejících se trhů. Výnosové křivky středoevropských ekonomik se v dubnu posunuly směrem vzhůru, dopad na naše portfolio však nebyl nijak výrazný.

Koruna v průběhu dubna oslabila, měnové zajištění mělo na výkonnost portfolia negativní vliv.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			Rozložení portfolia
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	
Krátkodobé investice					16,96%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,87%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,04%	0,04%	15,09%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					33,31%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,21%	-0,21%	19,98%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,24%	0,24%	13,32%
Dluhopisové fondy - ostatní					8,09%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,12%	-0,12%	4,41%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,44%	1,44%	2,13%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	n/a	n/a	1,56%
Fondy alternativních investic					6,51%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,17%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	-3,19%	2,90%	2,34%
Akciové fondy					35,35%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-5,15%	-5,15%	4,89%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-11,87%	-6,33%	2,19%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	1,09%	2,00%	1,55%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-6,69%	-0,82%	1,54%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-4,73%	1,26%	1,53%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,19%	5,02%	1,53%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-8,59%	-2,84%	1,52%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-5,26%	0,70%	1,52%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-8,34%	-2,58%	1,47%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-1,53%	-0,64%	1,14%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-2,15%	-1,27%	1,14%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	-1,02%	-0,13%	1,14%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-10,63%	-5,01%	1,08%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	1,68%	2,60%	1,07%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-0,22%	0,68%	1,06%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-5,90%	0,02%	1,03%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-2,72%	-1,84%	1,03%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-5,28%	-4,43%	0,99%
CS (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-7,31%	-1,48%	0,95%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-8,18%	-2,41%	0,92%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-6,16%	-0,26%	0,86%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-9,22%	-3,51%	0,84%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-0,68%	-1,08%	0,77%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	-4,62%	-5,01%	0,77%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-6,16%	-0,26%	0,75%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-9,95%	-4,29%	0,68%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-2,47%	3,66%	0,42%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-1,51%	-1,91%	0,29%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	-3,02%	-3,41%	0,28%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	15,07%	16,11%	0,28%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-9,93%	-4,27%	0,12%
OSTATNÍ					-0,22%

Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,10 %. Jestřábí rétorika FEDu vynesla výnosy amerických dluhopisů vzhůru na obou koncích křivky, do budoucna se očekává další zvyšování úrokových sazeb. Nárůst výnosů (pokles cen) zaznamenaly také západoevropské dluhopisy s tím, jak ECB pomalu ustupuje od svého holubičího postoje. Výnosové křivky středoevropských ekonomik se v dubnu posunuly směrem vzhůru, dopad na naše portfolio však nebyl nijak výrazný. Trhu korporátních dluhopisů se obecně kvůli zvyšujícím se kreditním prémiím příliš nedařilo, v našem portfoliu si však firemní dluhopisy připsaly mírné zisky. Nejvíce se dařilo vysoce úročeným dluhopisům rozvíjejícím se trhů.

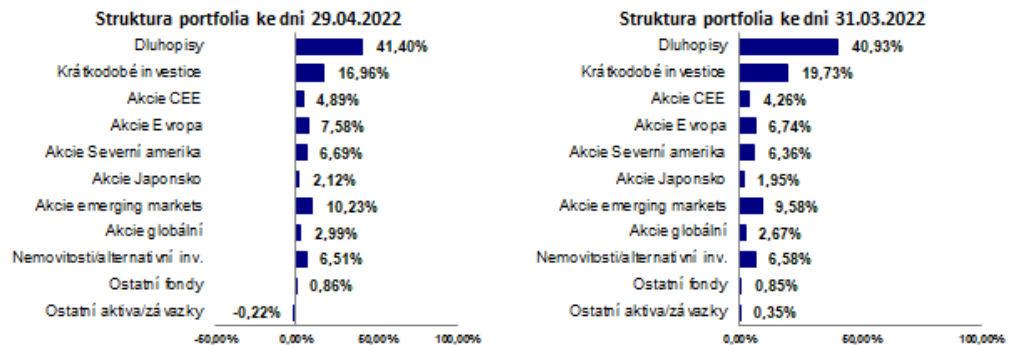
Jak alternativní, tak akciová složka působily na výkonnost portfolia negativně.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					28,53%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,72%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,04%	0,04%	26,80%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					53,59%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,21%	-0,21%	32,13%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,24%	0,24%	21,47%
Dluhopisové fondy - ostatní					7,62%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,12%	-0,12%	4,18%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,44%	1,44%	1,99%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	n/a	n/a	1,45%
Fondy alternativních investic					6,52%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,17%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	-3,19%	2,90%	2,35%
Akciové fondy					3,71%
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-5,25%	0,71%	1,12%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-5,15%	-5,15%	0,53%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-1,53%	-0,64%	0,41%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	1,68%	2,60%	0,41%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-4,73%	1,26%	0,29%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-5,26%	0,70%	0,26%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	-0,75%	-1,15%	0,24%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-8,59%	-2,84%	0,15%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-8,34%	-2,58%	0,13%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-6,16%	-0,26%	0,09%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-10,63%	-5,01%	0,08%
OSTATNÍ					0,03%

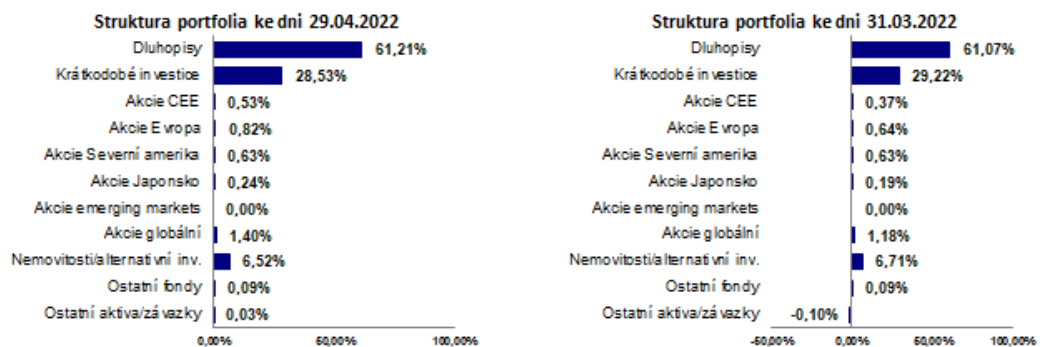
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Na straně faktorů ukazujících na růst českých dluhopisových výnosů máme stále nejméně trojici důvodů.

Zprvé je zde velmi silná 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. Vláda se totiž opozicí nechává tlačit do rozpočtově negativních opatření (snižování spotřební daně na paliva, pět tisíc pro skoro všechny rodiny s dětmi), na straně příjmů však žádná opatření k jejich zvýšení nedělá.

Zadruhé, Česká republika vykazuje stále vysokou míru inflace i v její poptávkové složce, která je už nyní výrazně 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, je dost možné, že sazby ČNB ještě dále vzrostou a že velmi vysoké zůstanou nejen po zbytek letošního roku, ale i v roce 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 schopen absorbovat i výrazně velké nové emise dluhopisů bez větších problémů). To ale stačit nebude. Proto se domníváme, že české výnosy budou ještě dále růst.

I polské dluhopisy mají ještě potenciál k dalšímu (pravděpodobně už však jen omezenému) růstu výnosů. Inflace je velmi vysoko, s invazí Ruska na Ukrajinu se pak ještě dále zvýšila. Zlotý zůstává velmi slabý, polská vláda navíc svými anti-inflačními balíčky prohlubuje deficit (a tudíž zvyšuje nabídku dluhopisů).

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 1,8 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.

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 dojednan 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). Americká vláda uvolnila balíček 33 mld USD, z čehož 8,5 mld USD bude čistě ekonomická pomoc. Aktuální měsíční potřeba ukrajinského rozpočtu se pohybuje mezi 3-7 mld USD a je financována z části aktivitou ministerstva financí, centrální banky a zahraniční pomoci.

U kurzu **eura proti dolaru** se naplnila některá očekávání, že nástup cyklu růstu amerických sazeb a zvýšení odhadovaného vrcholu cyklu posune dolar pod 1,10. Stávající úrovně jsou dle nás ze střednědobého hlediska nicméně příliš silné, neboť postupně dojde i u eurových sazeb k tomu, co jsme viděli u sazeb dolarových, tj. k nárůstu očekávání jejich budoucí výše a brzy skutečného započítí cyklu růstu měnověpolitických sazeb. Než se tak stane, bude očekávaný úrokový diferenciál prozatím působit ve prospěch dolaru. ECB však postupně může začít překvapovat razancí své měnově politické 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 do pásma 1,10 - 1,20.

Koruna pro letošek pravděpodobně svůj apreciační potenciál z velké části vyčerpala. S výrazným přehodnocením výhledu na sazby FEDu i (postupem času) ECB, ergo s redukcí očekávaného úrokového diferenciálu mezi korunou a dolarem či eurem, s neochotou ČNB systematicky použít na posílení koruny své devizové rezervy, či s nejvyšší inflací v regionu nevidíme letos příliš prostor pro další posílení koruny. Divokou kartou, ve prospěch kurzu koruny, nicméně zůstává agresivní ČNB, tj. pokračování jejího růstu sazeb (kupř. na 8 %).

Polský zlotý je v o něco horší situaci než česká koruna – za války, která je Polsku blíží než třeba ČR, bude silnější úrovně prozatím spíše vyhlížet, naproti tomu v oslabování mu budou bránit zásahy NBP (devizové intervence a/nebo růst sazeb) a fundamentální podhodnocení. Až v případě míru vidíme pro letošek prostor k tomu, aby svou roli sehrál úrokový diferenciál a fundamenty, a aby tak zlotý posílil. Vzhledem k očekávanému nárůstu eurových sazeb / výnosů však vidíme prostor spíše pro omezené posílení, lehce 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 nejlépším návrat mezi 350 a 360 forintů za euro.

Následný vývoj akciových trhů je nadále z krátkodobého hlediska nejistý. Scénářů dalšího vývoje situace na Ukrajině je mnoho, stejně tak možných dopadů na akciové trhy. 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, vysokých 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. Krátkodobě však budou akcie pod tlakem z důvodu očekávaného ekonomického útlumu, rostoucích úrokových sazeb, vyšších nákladů a slábnoucího spotřebitele. Avšak i tentokrát věříme, že po slabším období nakonec vyjdou ekonomiky, domácnosti i akciové trhy silnější a zdravější než tomu bylo v minulosti.

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 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

Strana 10