

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC KVĚTEN 2021

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	5
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	9



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia

173,2033

Výkonnost za poslední měsíc

-0,37 %



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia

153,8640

Výkonnost za poslední měsíc

-0,23 %



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia

131,2747

Výkonnost za poslední měsíc

-0,31 %

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Po několika měsících růstu výnosů došlo během května na křivce amerických vládních dluhopisů k mírné korekci. Desetileté výnosy tak ke konci května ve srovnání s koncem dubna poklesly o cca 10 b.b. na 2,85 %, dvouleté pak o 15 b.b. na 2,55 %. Nebylo to ani tak v důsledku přehodnocení očekávání na sazby FED-u (i když třeba slabší PMI ve službách sehrál roli), ale hlavně v důsledku pokračujících výprodejů na akciových trzích, které přivedly investory hledat „bezpečí“ do segmentu státních dluhopisů.

Na německých vládních obligacích jsme naopak viděli růst výnosů s tím, jak dále vzrostla inflace a jak se přibližuje start cyklu růstu sazeb i v případě dříve váhající ECB a zároveň jeho očekávaný rozsah. Na krátkém konci výnosy vyrostly o cca 25 b.b. na +0,5 %, na dlouhém o necelých 20 b.b. na 1,1 %.

DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka v květnu dále paralelně narostla. Na krátkém i dlouhém konci výnosy vyrostly o cca. 35-40 b.b., takže se dostaly na 5,7 % resp. 4,7 %. Křivka tak zůstává výrazně inverzní. Důvodem květnového růstu bylo další zvýšení inflace a další jestřábí rétorika ČNB vč. zvýšení sazeb v květnu a prognózy, která po dalším růstu sazeb volá.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Inverzní zůstala během května také polská výnosová křivka, i když se její inverze snížila. Během května se totiž na krátkém konci výnosy nezměnily (6,65 %), na dlouhém však o 25 b.b. vzrostly (na 6,62 %).

Ukrajinské dluhopisy

Květen nepřinesl žádný výrazný posun ve vývoji konfliktu. 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 v jihovýchodní části země s cílem rozšířit okupaci na celou Doněcko-Luhanskou oblast a pobřeží Černého moře.

Ceny ukrajinských dluhopisů (v USD) se během května 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.

Firemní dluhopisy

Na trhu korporátních dluhopisů v Eurozóně byl po většinu května vývoj negativní, za oceánem pak naopak. Na výnosech eurových dluhopisů se podepsal výhled na rychle se přibližující přísnější měnovou politiku ECB, v Americe pak korporátní dluhopisy kopírovaly vývoj na trhu dluhopisů vládních.

Tzv. total return index (TRI) v případě korporátních dluhopisů spekulativního stupně denominovaných v EUR oproti konci dubna klesl o 1,1 %, u amerických však narostl o necelé procento. V případě investičního stupně byl vývoj podobně divergentní - na dolarových instrumentech růst o necelá 3 %, na instrumentech denominovaných v euru pak sotva znatelný pokles TRI o 0,1 %.

Kreditní prémie u investičních dluhopisů denominovaných v EUR se v tomto měsíci moc nezměnily (-3 %) a bez větších turbulencí prošly květnem i jejich protějšky u spekulativních dluhopisů (-3,6 %).

AKCIE

Globální trhy

Akciové trhy v květnu zaznamenaly razantní obrat. S ohledem na převládající negativní náladu investorů způsobenou rychlým růstem inflace a stálé pokračování zpomalování světových ekonomik se na počátku měsíce zdálo, že dubnové výprodeje budou pokračovat i nadále. Značnou nejistotu způsobuje i nadále pokračující válka na Ukrajině. V prvním týdnu tohoto měsíce došlo ze

strany FEDu k očekávanému zvýšení sazeb o 50 bps. doprovobeným jestřábím výhledem. Výsledkem bylo, že v průběhu května akciové trhy ztrácely až 8 %. V závěru měsíce však zaznamenaly silný růst a ztráty z prvních dvou třetin měsíce se téměř smazaly. Růst byl podpořen zejména dvěma faktory – zprávou o možném částečném zrušení cel, která byla na Čínu uvalena během vládnoucího období prezidenta Trumpa a zlepšení situace ohledně restriktivních opatření zavedených v souladu s politikou nulové tolerance. Pozitivně si pak trhy vyložily i zápis FEDu, který nenaznačil žádné signály, které by vedly ke změně ve výhledu směrem k rychlejšímu utahování měnové politiky.

Nastolený trend z předcházejících měsíců pokračoval i v průběhu května. Dařilo se lépe titulům hodnotovým než růstovým. Evropa pak zaostala za americkými trhy i z důvodu jestřábí otočky ECB. Podle prezidentky Lagardeové přistoupí ECB ke zvýšení sazeb o 25 bps na červencovém i zářijovém zasedání a spekuluje se i o možném 50 bps růstu sazeb na příštím zasedání. (index DJ STOXX 600 -1,56 %, S&P 0,01 %). V Evropě se nejvíc dařilo energetickému sektoru (7,67 %) a díky rychlejšímu očekávanému růstu sazeb i sektoru bankovnímu (5,28 %). Naopak nejhorší výkonnost zaznamenal sektor Real Estate (-7,12 %). Ve spojených státech se nejlépe dařilo sektoru OIL&GAS (19,7 %).

Akcie na rozvíjejících se trzích se od konce dubna příliš nepohnuly, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD připsal malý zisk 0,14 %. Dařilo se tentokrát čínským akciím, jelikož tamní vláda konečně přistoupila k uvolňování protiepidemických opatření a také oznámila další kroky na podporu ekonomiky. Naopak se nevedlo indickým akciím (index -2,6 %), které postihly výprodeje zahraničních investorů. Negativní sentiment dále podpořila indická centrální banka, která v reakci na rostoucí inflaci neočekávaně zvýšila úrokové sazby. Situace v regionu zůstává nadále křehká, pozornost je upřená především na vývoj čínské ekonomiky a světové inflace (růst úrokových sazeb). Akcie v Latinské Americe se po dubnovém propadu částečně zotavily (index +6,46 % v USD). K tomu přispěly především nadále vysoké ceny komodit a lepší vyhlídky čínské ekonomiky.

Středoevropským akciovým trhům se v květnu nedařilo (index CEEEUR -2,0 %) a navázaly tak na desetiprocentní propad z minulého měsíce. Nejhůř se dařilo maďarským akciím (BUX index -9,4 %). Důvodem bylo představení nové speciální daně týkající se širšího spektra sektorů. Cílem této daně je omezit zisky plynoucí z nadprůměrných marží, kterých firmy dosahují díky makroekonomickému prostředí. Jedná se především o energetický sektor těžící z vyšších cen energií a bankovní sektor těžící z růstu úrokových sazeb. Český akciový index PX odepsal během května 1,8 %. Nejvyššího zhodnocení dosáhly akcie společnosti ČEZ, které se vezly na pozitivní vlně vysokých cen energií, které ještě přivilila spekulace o možném rozdělení ČEZu na dvě různé firmy. Největší propad zaznamenala banka Moneta. Příčinou bylo zejména

MSCI World Index



odstoupení skupiny PPF od plánu na sloučení společností Moneta, Air Bank a Home Credit. Jako důvod uvádí skupina PPF změny v managementu, zhoršení makroekonomického prostředí a růst požadavků na kapitálovou vybavenost ze strany ČNB.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci poklesla o 0,37 %. Přestože v průběhu května se akciové trhy významně propadaly, ke konci měsíce se nálada investorů proměnila a akcie smazaly většinu svých květnových ztrát. Prvotní pokles lze připsat jestřábitému FEDu a pokračující válce na Ukrajině. Závěrečný růst podpořilo snižování přírůstků nakažených covidem v Číně a s tím související mírnější restriktce, pomohlo také částečné zrušení cel ze strany USA. V našem portfoliu si evropské i americké akcie vedly velice podobně. Dařilo se zejména energetickému a bankovnímu sektoru. Negativní makroekonomické podmínky se naopak podepsaly na sektoru nemovitostním. Větší pokles v našem portfoliu zaznamenaly také těžářské akcie. Rozvíjející se trhy zaznamenaly smíšenou výkonnost, zatímco Čína si na základě pozitivních zpráv připisovala zisky, turecké akcie si po dubnovém růstu prošly korekcí. V průběhu května jsme se rozhodli zvýšit naši expozici vůči čínským akciím. Ty považujeme za valuačně levné a předpokládáme nastartování ekonomiky po skončení lockdownů. Květen byl pro korunu velice volatilní, zprávy o jmenování Aleše Michla guvernérem ČNB vyvolaly prudké oslabení koruny, proti kterému ČNB následně intervenovala. Celkově koruna vůči euru oslabila a měnové zajištění mělo na výkonnost negativní vliv. Proti dolaru však naopak koruna posílila, na naše dolarové pozice tedy zajištění působilo 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					3,37%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	0,74%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	-0,04%	-0,04%	2,63%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					3,92%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,55%	-0,55%	2,35%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	-0,37%	-0,37%	1,57%
Dluhopisové fondy - ostatní					2,91%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,01%	-1,01%	1,77%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,65%	2,65%	1,14%
Fondy alternativních investic					6,53%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,21%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	-5,95%	-7,05%	2,32%
Akciové fondy					81,66%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-0,95%	-0,95%	11,38%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	0,27%	-0,91%	4,01%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	0,24%	-0,94%	3,64%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	1,74%	0,55%	3,63%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,87%	-0,31%	3,48%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-0,95%	-2,11%	3,48%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,26%	-2,42%	3,47%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-2,20%	-1,78%	3,35%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-8,00%	-9,08%	3,30%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	0,88%	1,31%	2,67%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-1,98%	-1,56%	2,64%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	-1,00%	-0,58%	2,58%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-2,58%	-3,72%	2,55%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,38%	-0,80%	2,45%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	3,08%	3,52%	2,43%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-2,52%	-2,10%	2,42%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	2,02%	2,46%	2,38%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-0,05%	0,38%	2,37%
CS (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	1,43%	0,24%	2,35%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-0,73%	-1,90%	2,26%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-2,37%	-3,52%	2,03%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	-1,98%	-1,79%	1,77%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	1,53%	0,34%	1,72%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	2,39%	1,19%	1,70%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	0,63%	0,83%	1,66%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	1,55%	0,36%	1,55%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	1,30%	0,11%	1,40%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-4,50%	-5,62%	0,95%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	0,68%	0,88%	0,78%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	-1,33%	-1,14%	0,70%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-5,62%	-5,22%	0,58%
OSTATNÍ					1,61%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci poklesla o 0,23 %. Přestože v průběhu května se akciové trhy významně propadaly, ke konci měsíce se nálada investorů proměnila a akcie smazaly většinu svých květnových ztrát. Prvotní pokles lze připsat jestřábímu FEDu a pokračující válce na Ukrajině. Závěrečný růst podpořilo snižování přírůstků nakažených covidem v Číně a s tím související mírnější restriktce, pomohlo také částečné zrušení cel ze strany USA. V našem portfoliu si evropské i americké akcie vedly velice podobně. Dařilo se zejména energetickému a bankovnímu sektoru. Negativní makroekonomické podmínky se naopak podepsaly na sektoru nemovitostním. Větší pokles v našem portfoliu zaznamenaly také těžbařské akcie. Rozvíjející se trhy zaznamenaly smíšenou výkonnost, Čína si na základě pozitivních zpráv připisovala zisky, turecké akcie si po dubnovém růstu prošly korekcí. V průběhu května jsme se rozhodli zvýšit naši expozici vůči čínským akciím. Ty považujeme za valuačně levné a předpokládáme nastartování ekonomiky po skončení lockdownů. Dluhopisová složka působila na výkonnost převážně negativně. Jestřábí měnová politika ČNB nadále zvyšuje výnosy českých dluhopisů.

Květen byl pro korunu velice volatilní, zprávy o jmenování Aleše Michla guvernérem ČNB vyvolaly prudké oslabení koruny, proti kterému ČNB následně intervenovala. Celkově proti dolaru však koruna posílila, na naše dolarové pozice tedy zajištění působilo 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					16,09%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,16%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	-0,04%	-0,04%	14,93%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					33,37%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,55%	-0,55%	20,03%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	-0,37%	-0,37%	13,33%
Dluhopisové fondy - ostatní					7,96%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,65%	2,65%	4,39%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,01%	-1,01%	2,07%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	0,70%	-0,48%	1,50%
Fondy alternativních investic					6,64%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,27%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	-5,95%	-7,05%	2,37%
Akciové fondy					35,30%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-0,95%	-0,95%	4,99%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	0,27%	-0,91%	1,70%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	1,74%	0,55%	1,53%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	0,24%	-0,94%	1,50%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,26%	-2,42%	1,49%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-0,95%	-2,11%	1,49%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-2,20%	-1,78%	1,49%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,87%	-0,31%	1,49%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-8,00%	-9,08%	1,44%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	-1,00%	-0,58%	1,14%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	0,88%	1,31%	1,13%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-1,98%	-1,56%	1,13%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,38%	-0,80%	1,07%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	3,08%	3,52%	1,05%
CS (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	1,43%	0,24%	1,05%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	2,02%	2,46%	1,04%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-2,52%	-2,10%	1,04%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-2,58%	-3,72%	1,04%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-0,05%	0,38%	1,03%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-0,73%	-1,90%	0,91%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-2,37%	-3,52%	0,91%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	1,30%	0,11%	0,84%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	0,63%	0,83%	0,78%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	-1,98%	-1,79%	0,76%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	2,39%	1,19%	0,73%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	1,55%	0,36%	0,69%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	1,53%	0,34%	0,57%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-4,50%	-5,62%	0,43%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	0,68%	0,88%	0,29%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	-1,33%	-1,14%	0,28%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-5,62%	-5,22%	0,26%
OSTATNÍ					0,64%

Konzervativní portfolio

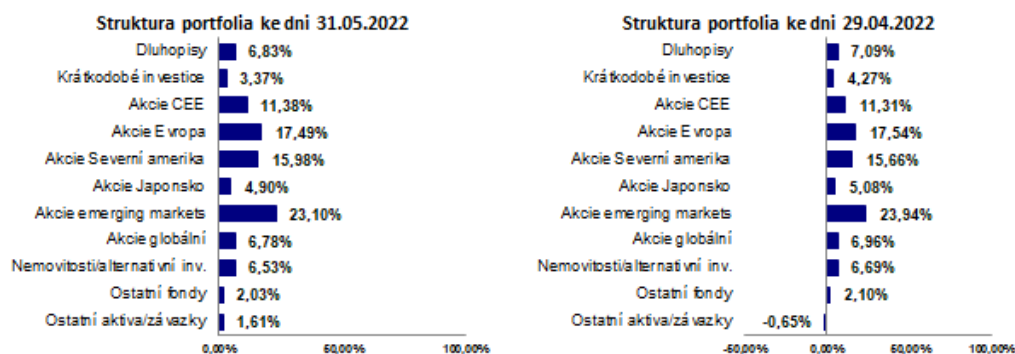
Hodnota portfolia tento měsíc poklesla o 0,31 %. Americké vládní dluhopisy si po letošním strádání v květnu připsaly mírné zisky. Považujeme to za výsledek útěku investorů z akcií do dluhopisů ve snaze najít bezpečný přístav v turbulentních časech. EMU utahování měnové politiky teprve čeká, na trzích panují obavy, že první zvýšení sazeb by mohlo být i o 50 bps. Tato nejistota se podepsala na výnosech evropských dluhopisů, jejichž výnosy v květnu zaměřily vzhůru.

České dluhopisy zaznamenaly další ztráty, zvyšování inflace, jestřábí ČNB a nejistota ohledně dalšího vývoje monetární politiky po jmenování nových členů bankovní rady táhnou celou výnosovou křivku vzhůru. Korporátní dluhopisy kopírovaly vývoj cen těch vládních, v Evropě mírně ztrácely a v USA naopak připsávaly zisky.

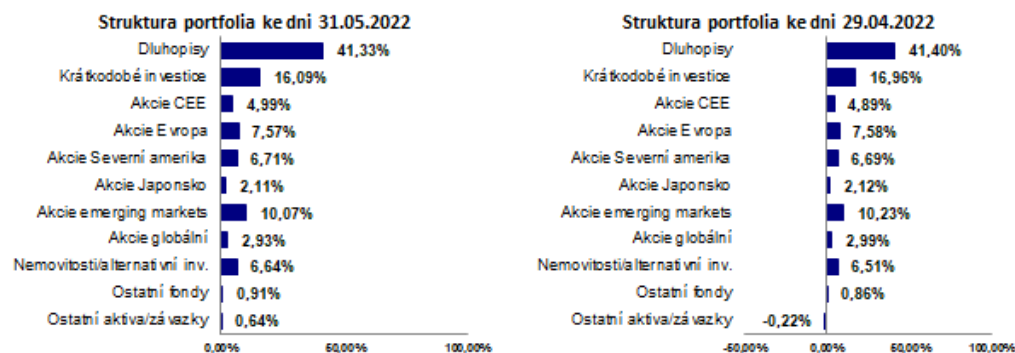
Alternativní složka působila na výkonnost portfolia negativně, zejména kvůli nepříznivému vývoji v nemovitostním sektoru.

Název fondu	Teritoriální zaměření	MTD Výkonnost			
		Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					26,93%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	0,20%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	-0,04%	-0,04%	26,73%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					53,51%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,55%	-0,55%	32,08%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	-0,37%	-0,37%	21,42%
Dluhopisové fondy - ostatní					7,56%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,65%	2,65%	4,20%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,01%	-1,01%	1,94%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	0,70%	-0,48%	1,42%
Fondy alternativních investic					6,63%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,19%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	-5,95%	-7,05%	2,45%
Akciové fondy					3,64%
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	0,04%	-1,13%	1,09%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-0,95%	-0,95%	0,52%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	3,08%	3,52%	0,42%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	0,88%	1,31%	0,41%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	0,24%	-0,94%	0,28%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	1,74%	0,55%	0,26%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	1,33%	1,53%	0,24%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-0,95%	-2,11%	0,15%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-8,00%	-9,08%	0,12%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-2,37%	-3,52%	0,08%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-2,58%	-3,72%	0,07%
OSTATNÍ					1,73%

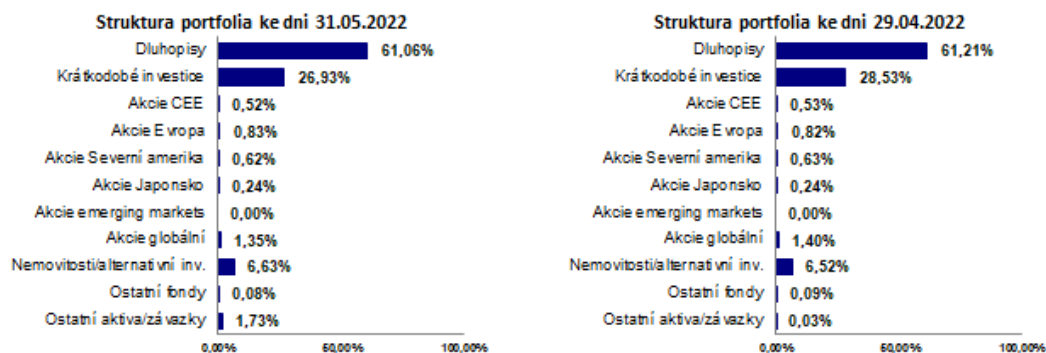
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Na straně faktorů ukazujících na pokračující růst českých dluhopisových výnosů (a tedy pokles cen státních obligací) 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. 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 dost možná 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. Ostatně, právě na takový vývoj – vysoké sazby po dlouhou dobu - ukazuje květnová prognóza ČNB.

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 – a dnes je to záležitost spíše týdnů, nikoliv čtvrtletí – 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 dále ještě růst.

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

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 kuponů státních dluhopisů či prodloužení jejich splatnosti.

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 dojednáno 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

Měny

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 započetí cyklu růstu měnověpolitických sazeb. Vzhledem k dynamice na eurových sazbách v posledních týdnech čekáme, že se dolar vrátí nad 1,10 již o prázdninách. ECB totiž začíná 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 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 valné většiny vyčerpala. S výrazným přehodnocením výhledu na sazby FEDu i ECB, ergo s utážením očekávaného úrokového diferenciálu mezi korunou a dolarem či eurem, s neochotou ČNB použít na posílení koruny své devizové rezervy, s mnohem vyšší inflací než v Eurozóně a s nejistotou kolem toho, jak se bude chovat nová Bankovní rada, nevidíme letos prostor pro další posílení koruny. Jediným rizikem tohoto scénáře je proti odhadům agresivní ČNB, tj. další výrazný růst sazeb (kupř. nad 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 aby zlotý posílil. Vzhledem k očekávanému nárůstu eurových sazeb / výnosů však nevidíme prostor pro výraznější apreciaci, než je 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 nejlepším návrat mezi 350 a 360 forintů za euro. V situaci pokračujících rozepří s EU a hrozby aktivace čl. 7 (pozastavení hlasovacích práv) zůstane forint ještě slabší.

Akciové trhy při probíhajícím ekonomickém ožívování a ve srovnání s jinými druhy finančních aktiv, i po výrazných růstech, nadále **disponují velice zajímavým růstovým potenciálem**. Zlepšující se trh práce, pozvolné oddlužování spotřebitele a historicky nízké zadlužení korporátní sféry by měly vést k růstu budoucích čistých zisků. Z valuačního hlediska mohou být podporou nadále **uvolněné měnové politiky** centrálních bank a relativně stále zajímavé současné ohodnocení burzovních obchodovatelných společností. Z historického hlediska stále **nízké požadované výnosy** u většiny státních **dluhopisů ztraktivňují investice do akcií**, které se z valuačního hlediska nachází blízko jejich historických průměrů (ukazatel ceny akcie k účetní hodnotě na akcii nebo ceny akcie k zisku na jednu akcii). Pozitivně také vyznívá probíhající výsledková sezóna společností za druhé letošní čtvrtletí, kdy americké společnosti dokázaly překonat odhady analytiků jak na úrovni tržeb, tak především na úrovni čistých zisků.

Mezi rizika pro akciové trhy můžeme zařadit dluhové problémy periferních států eurozóny, sílu zotavování jednotlivých ekonomik, neočekávané kroky centrálních bank nebo **geopolitické konflikty**, jakých jsme nyní svědky například na Ukrajině nebo Iráku. Zároveň po relativně klidných dvou letech pravděpodobně může dojít k zvýšení volatility v podobě krátkodobé korekce.

Atraktivnost většiny střeoevropských akcií v současné době spočívá spíše v **dividendových výnosech**, v Polsku pak v některých bankovních titulech, jako expozice na očekávané ekonomické oživení. Společnosti jsou relativně **nízce zadlužené** a s očekávaným růstem důvěry spotřebitele by mělo docházet k zvyšování **ziskových marží**. Nyní tak mezi nejatraktivnější akciové tituly řadíme českého výrobce netkaných textilií Pegas Nonwovens, Stock Spirits Group, Pivovary Lobkowicz Group a rakouskou Erste Bank. Z polských titulů se

Globální akciové trhy

nám líbí mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel nebo potravinářský řetězec Jeronimo Martins. V Rumunsku považujeme za atraktivně oceněné akcie rumunského restitučního fondu Fondul Proprietatea, plynárenských společností Transgaz a Romgaz a elektrárenské společnosti Transelectrica, v Rakousku akcie ropné společnosti OMV, pojišťovny Uniqa a realitní společnosti Atrium, ve Slovinsku jsou to akcie výrobce domácích spotřebičů Gorenje.

Anne-Françoise Blüher

Adam Šperl

Lukáš Masák

Portfolio managers