

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ČERVEN 2021

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia

161,7919

Výkonnost za poslední měsíc

-6,59 %



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia

148,3819

Výkonnost za poslední měsíc

-3,56 %



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia

129,9626

Výkonnost za poslední měsíc

-1,00 %

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

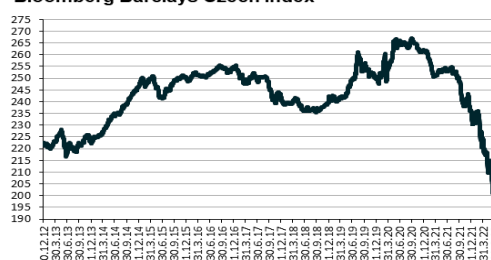
Na obou březích Atlantiku pokračovala razantní revize inflačních a úrokových očekávání. Po krátké květnové korekci výnosy na křivce amerických vládních dluhopisů během první půlky června vystřelily prudce vzhůru, v závěru pak následovala částečná korekce. S tím, jak se opět začalo ukazovat, že FED to s bojem s inflací myslí vážně (opakované úvahy nad dalším zvýšením sazeb o 75 b.b., akcentace kladných reálných úrokových sazeb jako nezbytného nástroje boje s inflací), vzrostl krátký konec o 40 b.b. nad 3 %. Dlouhé výnosy vzrostly o 20 b.b. na 3,1 %, přičemž v půlce června se desetiletý výnos dostal na dostřel hranice 3,50 %.

Na německých vládních dluhopisech jsme viděli obdobný vývoj. S růstem inflace a s agresivnější ECB narostly výnosy na krátkém konci na 0,85 % (oproti konci května tedy růst o necelých 30 b.b.), na dlouhém konci pak o něco více než 30 b.b. na 1,5 %.

DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka se v červnu dále posunula nahoru za současného zvýšení míry inverze. Na krátkém konci výnosy vlivem dalšího utažení měnověpolitických sazeb ČNB vyrostly o 80 b.b., takže se dostaly na 6,6 %. Na dlouhém konci došlo také k citelnému růstu, nicméně mírnějšímu, o zhruba 40 b.b. na 5,1 %.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské

dluhopisy

Inverzní negativní sklon během června zvýšila také polská výnosová křivka. Během června se totiž na krátkém konci výnosy zvýšily o 130 bb na bezmála 8 %, na dlouhém však „jen“ o 60 b.b. na 7,1 %. Důvod růstu krátkého konce je nabílední – měnová politika polské centrální banky, resp. její utahování v podobě setrvalého a razantního zvyšování úrokových sazeb.

Ukrajinské
dluhopisy

Pokračování války se pro ukrajinskou ekonomiku stává stále více vyčerpávající. Frontová linie se v uplynulých dvou měsících výrazněji neposunula a celý konflikt se dostává do zamrzlé fáze, kde získává navrch hrubá početní a materiální převaha ruské armády. Materiální a finanční podpora západu prozatím nedosahuje potřebného tempa, nicméně v následujícím měsíci dojde k uvolnění příslibeného financování i plnému zapojení poskytnuté hmotné podpory. Západ je ovšem také silně zaměstnán dopady energetické krize, vyplývající ze snížených či přerušených dodávek plynu, což narušuje soustředění na bezproblémové a rychlé uskutečnění podpory. Zásadním faktorem je pro ukrajinskou ekonomiku čas a omezení ztrát armády. Nyní se nicméně nezdá, že v nejbližších měsících dojde ke zvratu či vytlačování ruské armády a pravděpodobnější je spíše průběh podobný vývoji okupace Donbasu z roku 2014, kdy ani jedna ze stran není schopna dosáhnout výraznějšího postupu.

Firemní
dluhopisy

Stále více tak začíná rezonovat téma restrukturalizace, což cenám dluhopisů v uplynulém měsíci nepřálo a ty směřovaly níže na úroveň 20-40 %.

Na trhu korporátních dluhopisů v Eurozóně i v USA byl v červnu, stejně jako v květnu, vývoj negativní. Na výnosech se podepsal výhled dalšího utažení měnové politiky a rostoucí rizika recese.

Tzv. total return index (TRI) v případě korporátních dluhopisů spekulativního stupně denominovaných v EUR oproti konci května klesl o 5,4 %, u dolarových dokonce o 6,9 %.

V případě investičního stupně byl vývoj kvalitativně stejný – na dolarových instrumentech pokles o 3,6 %, na instrumentech denominovaných v euru pak sotva zatelný pokles TRI o 0,4 %. Kreditní prémie u firemních dluhopisů denominovaných v EUR v červnu výrazně narostly, a to jak v rámci spekulativní ratingové kategorie (+41,7 %), tak u obligací investičního stupně (+38 %).

AKCIE Globální trhy

Akciové trhy v měsíci červnu ztrácely, když index vyspělých trhů MSCI World klesl o 8,8 %. Za propady akcií bylo vícero důvodů. Hlavním byly obavy ze zpomalujících se ekonomik ve spojení s růstem spotřebitelských cen a zvyšujícími se úrokovými sazbami. To vedlo k obavám ohledně poklesu korporátních zisků v následujících měsících. Na růst téměř všech nákladů a úrokových sazeb nejvíce negativně reagovaly „růstové“ společnosti s nízkými/zápornými

ziskovými maržemi. S klesající kupní silou domácností také výrazně propadly sektory navázané na volný čas a sektor těžařů. Americký index S&P 500 meziměsíčně ztratil -8,4 %, region vyspělé Evropy -8,2 % (index DJ STOXX 600).

MSCI World Index



Lépe než trhům vyspělým se vedlo středoevropským akciovým indexům. Místní trhy si výraznými korekcemi prošly již v dřívějších měsících, také centrální banky přistoupily mnohem dříve k boji proti inflačním tlakům skrze zvyšování úrokových sazeb. Při vysokých cenách silové elektřiny se dobře vedlo akciím polských utilit (PGE, Enea a Tauron), naopak z obav z růstu odpisů nesplacených pohledávek a riziku zavedení sektorových daní ztrácely akcie bank, nejen v Polsku a Maďarsku. Na pražskou burzu vstoupila zajímavá emise zástupce práškové metalurgie ze Slovenska, společnost Gevorkyan. Jedná se o vysoce automatizovanou výrobu, s minimem odpadu, silným know-how a téměř 100 % využití kapacit. V ČR také rezonovaly zprávy ohledně „zestátnění“ ČEZu a návržení sektorové daně jedním z koaličních partnerů. Český index PX v červnu umazal 4,4 %, polský index WIG30 -7,8 %, maďarský index BUX -0,4 % a rumunský index BET -1,7 %.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci poklesla o 6,59 %. Akciové trhy v červnu výrazně poklesly. Hlavními důvody byly obavy z recese a inflace v kombinaci s vysokými úrokovými sazbami. S blížící se výsledkovou sezónou za druhý kvartál se investoři obávají, že nepříznivé makroekonomické podmínky se negativně projeví ve výsledcích firem. Největší poklesy zažily akcionáři růstových neziskových společností. Středoevropský region, který si prošel korekcemi již dříve si vedl o něco lépe než vyspělé trhy. Rozvíjející se trhy se propadům také nevyhnuly, byť i zde byly poklesy nižší než u vyspělých trhů. Nejhorší výsledky v našem portfoliu přinesl sektor těžba, který korigoval své mohutné nárůsty z počátku roku. S poklesem cen komodit zaznamenala ztráty i Latinská Amerika. Naopak zajímavé zisky si připsala Čína díky zmírnění protipandemických opatření a expanzivní monetární politice. V průběhu června jsme se rozhodli vyřadit jeden z fondů alternativních investic, jinak portfolio zůstává beze změn. Koruna v červnu oslabilo jak vůči dolaru, tak vůči euru, měnové zajištění tedy působilo na výkonnost 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					7,10%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,95%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,04%	0,04%	4,16%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					4,17%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,65%	-0,65%	2,50%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	-0,48%	-0,48%	1,67%
Dluhopisové fondy - ostatní					3,00%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,53%	-1,53%	1,86%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-6,84%	-6,84%	1,14%
Fondy alternativních investic					5,72%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,53%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	-7,52%	-4,51%	1,19%
Akciové fondy					81,69%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-5,83%	-5,83%	11,22%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-18,42%	-15,76%	3,91%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-7,95%	-4,95%	3,69%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-10,10%	-7,17%	3,61%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,49%	0,68%	3,56%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-2,48%	-2,36%	3,50%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,32%	1,89%	3,47%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-18,72%	-16,07%	3,10%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-20,72%	-18,14%	3,05%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-7,13%	-7,02%	2,66%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-6,04%	-2,98%	2,65%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	-8,59%	-8,48%	2,63%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-11,79%	-11,68%	2,58%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-6,53%	-3,49%	2,51%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-6,70%	-6,59%	2,42%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-7,24%	-7,13%	2,42%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-7,93%	-7,82%	2,35%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-5,92%	-2,86%	2,35%
CS (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-10,40%	-7,48%	2,33%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-10,45%	-10,34%	2,27%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-12,61%	-9,77%	2,11%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-4,27%	-6,98%	1,80%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	-2,75%	-5,50%	1,79%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	7,28%	10,77%	1,75%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-0,69%	2,54%	1,69%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	7,51%	11,01%	1,66%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-9,67%	-6,73%	1,55%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-10,58%	-7,67%	0,93%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-2,61%	-5,37%	0,79%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	0,85%	-2,00%	0,73%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-2,66%	-2,54%	0,60%
OSTATNÍ					-1,68%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci poklesla o 3,56 %. Akciové trhy v červnu výrazně poklesly. Hlavními důvody byly obavy z recese a inflace v kombinaci s vysokými úrokovými sazbami. S blížící se výsledkovou sezónou za druhý kvartál se investoři obávají, že nepříznivé makroekonomické podmínky se negativně projeví ve výsledcích firem. Největší poklesy zažily akcionáři růstových neziskových společností. Středoevropský region, který si prošel korekcemi již dříve si vedl o něco lépe než vyspělé trhy. Rozvíjející se trhy se propadům také nevyhnuly, byť i zde byly poklesy nižší než u vyspělých trhů. Nejhorší výsledky v našem portfoliu přinesl sektor těžařů, který korigoval své mohutné nárůsty z počátku roku. S poklesem cen komodit zaznamenala ztráty i Latinská Amerika. Naopak zajímavé zisky si připsala Čína díky zmírnění protipandemických opatření a expanzivní monetární politice.

Dluhopisová složka také přispívala negativně, její propady však byly nižší.

V průběhu června jsme se rozhodli vyřadit jeden z fondů alternativních investic, jinak portfolio zůstává beze změn.

Koruna v červnu oslabila jak vůči dolaru, tak vůči euru, měnové zajištění tedy působilo na výkonnost 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					19,13%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,54%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,04%	0,04%	16,59%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					33,76%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,65%	-0,65%	20,35%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	-0,48%	-0,48%	13,41%
Dluhopisové fondy - ostatní					7,91%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-6,84%	-6,84%	4,24%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,53%	-1,53%	2,11%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-3,58%	-0,44%	1,55%
Fondy alternativních investic					5,49%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,31%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	-7,52%	-4,51%	1,18%
Akciové fondy					34,68%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-5,83%	-5,83%	4,78%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-18,42%	-15,76%	1,61%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,32%	1,89%	1,58%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-7,95%	-4,95%	1,57%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-10,10%	-7,17%	1,57%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,49%	0,68%	1,55%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-2,48%	-2,36%	1,51%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-18,72%	-16,07%	1,32%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-20,72%	-18,14%	1,27%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-6,04%	-2,98%	1,12%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-11,79%	-11,68%	1,10%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-7,13%	-7,02%	1,09%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	-8,59%	-8,48%	1,08%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-6,53%	-3,49%	1,07%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-7,24%	-7,13%	1,02%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-6,70%	-6,59%	1,01%
CS (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-10,40%	-7,48%	1,00%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-7,93%	-7,82%	1,00%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-5,92%	-2,86%	0,99%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	7,51%	11,01%	0,96%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-10,45%	-10,34%	0,96%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-12,61%	-9,77%	0,85%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-0,69%	2,54%	0,78%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-4,27%	-6,98%	0,75%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	-2,75%	-5,50%	0,74%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-9,67%	-6,73%	0,67%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	7,28%	10,77%	0,48%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-10,58%	-7,67%	0,42%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-2,61%	-5,37%	0,29%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	0,85%	-2,00%	0,28%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-2,66%	-2,54%	0,26%
OSTATNÍ					-0,96%

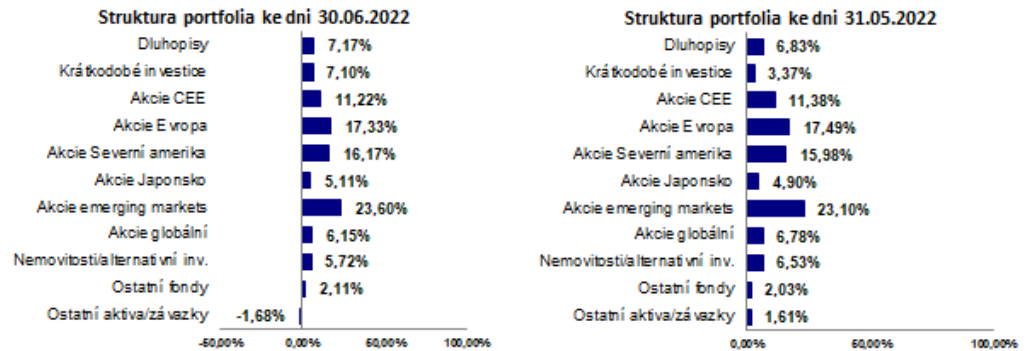
Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc poklesla o 1,00 %. Po květnovém poklesu výnosy amerických opět vzrostly jak na krátkém, tak na dlouhém konci výnosové křivky. Důvodem byl především jestřábí FED, který zdůrazňuje nutnost kladných reálných úrokových sazeb v boji s inflací. K jestřábí politice přistupuje už i ECB, což vedlo k nárůstu výnosů i na evropských dluhopisech. Zde však existují obavy z příliš vysokých výnosů dluhopisů některých států eurozóny, které by je mohly dostat do problémů, je tedy možné, že se ECB v budoucnu opět uchýlí k odkupu dluhopisů těchto problematických ekonomik. Česká výnosová křivka se po posledním zasedání ČNB a zvýšení úrokových sazeb opět posunula vzhůru na obou koncích.

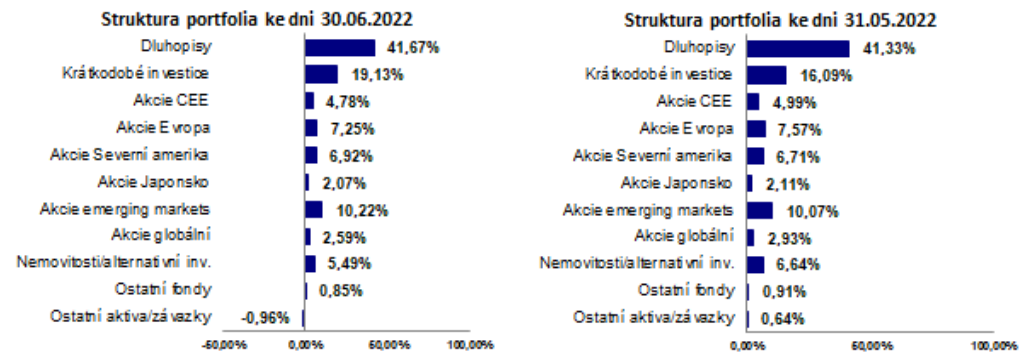
Alternativní složka působila na výkonnost portfolia negativně. V průběhu června jsme se rozhodli vyřadit jeden z fondů alternativních investic, jinak portfolio zůstává beze změn. Koruna v červnu oslabilala jak vůči dolaru, tak vůči euru, měnové zajištění tedy působilo na výkonnost negativně.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					30,36%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,06%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,04%	0,04%	28,30%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					53,57%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,65%	-0,65%	32,20%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	-0,48%	-0,48%	21,37%
Dluhopisové fondy - ostatní					7,31%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-6,84%	-6,84%	3,95%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,53%	-1,53%	1,93%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-3,58%	-0,44%	1,43%
Fondy alternativních investic					5,44%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,25%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	-7,52%	-4,51%	1,19%
Aktiové fondy					3,43%
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-8,10%	-5,11%	1,04%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-5,83%	-5,83%	0,49%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-7,24%	-7,13%	0,39%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-7,13%	-7,02%	0,39%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-7,95%	-4,95%	0,27%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-10,10%	-7,17%	0,24%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	-2,73%	-5,48%	0,23%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-20,72%	-18,14%	0,12%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-18,72%	-16,07%	0,10%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-12,61%	-9,77%	0,08%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-6,04%	-2,98%	0,07%
OSTATNÍ					-0,10%

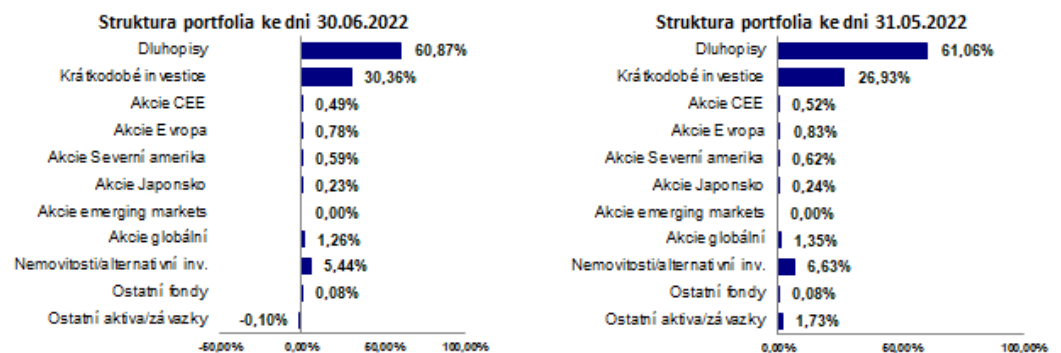
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

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

Zprv je zde extrémní emisní aktivita vlády. Nově představená rozpočtová strategie ČR plánuje na další roky deficity přesahující 300 mld. korun ročně. O nabídku dluhopisů se tak trh bát nemusí, navíc samozřejmě s pokračujícím zadlužováním roste i kreditní riziko.

Zadruhé, Česká republika je nechvalným „premiátem“ EU v jádrové inflaci. Květnová prognóza ČNB požadovala růst sazeb nad 8 %, červnová situační zpráva pak ukázala, že i tato prognóza je příliš optimistická a její rizika jsou jednoznačně na straně ještě vyšší inflace. ČNB však v květnu a v červnu zvýšila sazby v úhrnu „jen“ na 7 %, dle našeho názoru ale bude muset jít nakonec ještě o poznání výše.

Zatřetí, poptávkové tlaky jsou vysoké i v USA a Eurozóně a FED již začal 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 jejich měn totiž 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 velmi pravděpodobně nebude. Proto se domníváme, že české dluhopisy budou dále ještě výnosově růst a že jejich cenové dno je ještě před námi.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

I polské dluhopisy mají ještě potenciál k dalšímu (byť vzhledem k agresivněji nastaveným tržním očekáváním na růst sazeb NBP menšímu než u nás) růstu výnosů. Inflace je velmi vysoko, zlotý zůstává slabý, polská vláda 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 kupónů státních dluhopisů či prodloužení jejich splatnosti.

Státní infrastruktura prozatím pracuje a není plánována žádná restrukturalizace ani odsunutí splatných závazků, toto téma již nicméně není tabu a zmiňuje se stále častěji. Ministerstvo plánuje nové primární aukce a má dostatek prostředků pro výplatu dluhopisových kuponů. Zároveň je dojednáno dočasné pohotovostní program na zajištění likvidity s centrální bankou. Ta je ale více a více tížena podporou měnového kurzu a plánuje určitá zpřísnění měnových podmínek.

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.

Měny

U kurzu **eura proti dolaru** se v dubnu vyplnila některá očekávání, že razantní nástup cyklu růstu amerických sazeb a zvýšení odhadovaného vrcholu cyklu posune dolar pod 1,10. Stávající úrovně jsou však dle nás ze střednědobého hlediska naopak již příliš silné, neboť

postupně dojde i eurových sazeb k tomu, co jsme viděli u sazeb dolarových, tj. k nárůstu očekávání jejich budoucí výše. Vzhledem k dynamice na eurových sazbách v posledních týdnech čekáme, že se dolar ve druhé polovině roku, dost možná již (p)o prázdninách, vrátí nad 1,10. 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 vyčerpala. S výrazným přehodnocením výhledu na sazby FEDu i ECB, ergo s utážením očekávaného úrokového diferenciálu mezi korunou a dolarem či eurem, s tím, jak bude ČNB utrácet devizové rezervy na bránění koruny, s mnohem vyšší inflací zde než v Eurozóně a s nejistotou kolem toho, jak se bude chovat nová Bankovní rada, nevidíme již letos prostor pro posílení koruny, naopak návrat nad hranici 25 korun za euro (samozřejmě za předpokladu, že se z trhu stáhne ČNB) je dost reálnou variantou. Hlavním rizikem tohoto scénáře je agresivní ČNB, tj. další výrazný růst sazeb (směrem až k dvouciferné úrovni).

Polský zlotý je v o něco horší situaci než česká koruna – za války, která je Polsku mnohem blíže než třeba ČR, bude silnější úrovně jenom vyhlížet, ve výraznějšími oslabování mu budou bránit pouze selektivní zásahy NBP. Až v případě míru a znovuoživení tržní důvěry v cenovou stabilitu (tj., až když se začne zlepšovat inflační výhled) vidíme prostor k tomu, aby svou roli sehrál úrokový diferenciál a aby zlotý posílil. Vzhledem k očekávanému nárůstu eurových sazeb / výnosů tak letos nevidíme prostor pro výraznější posílení, než na hranici 4,50 PLN/EUR.

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, tj. mezi 380 a 400 forintů za euro.

Globální akciové trhy

Vývoj akciových trhů je nadále z krátkodobého hlediska nejistý. 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. Klesající kupní síla domácností, očekávané propady ekonomik, růst úrokových sazeb a nadále zpřetrhané dodavatelské řetězce povedou k poklesu zisků jednotlivých společností. Razance ekonomického zpomalení a dopad na ziskovost společností je velice těžko v tuto dobu odhadnutelná, avšak výrazná část tohoto scénáře je již, po propadech dluhopisů a akcií, zaceněna. I tentokrát věříme, že po slabším období nakonec vyjdou ekonomiky, domácnosti i akciové trhy z dlouhodobého hlediska silnější a zdravější než tomu bylo před krizí.

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
Lukáš Masák
Portfolio managers*