

PROFI INVEST, JUNIOR INVEST, TOP INVEST

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC
ÚNOR 2020

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH.....	1
STRUKTURA PORTFOLIÍ PROFI INVEST.....	3
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ.....	9

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

□ DLUHOPISY – USA, EMU

Německá výnosová křivka v únoru letošního roku poklesla. Na krátkém konci klesly dvouleté výnosy na -77 b.b., na dlouhém konci došlo k poklesu o dalších 20 b.b. na skoro -60 b.b.; jsou to nejnižší hodnoty od počátku října resp. od konce září 2019. V obou případech je společným důvodem poklesu čínský koronavirus, nízká inflace samozřejmě tento vývoj jen podporuje.

Z úplně stejných příčin, tj. kombinace nízké inflace a (hlavně) obav z globálního zpomalení vlivem viru, poklesla v únoru i výnosová křivka v USA. V únoru totiž výnosy na dlouhém konci klesly o skoro půl procentního bodu, čímž se desetileté vládní výnosy dostaly až na nové historické minimum pod hladinou 1,15%. Na krátkém konci jsou výnosy nejnižší od listopadu 2016, a to na úrovni 0,9%.

□ DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka v únoru, podobně jako v lednu, zvýšila svůj sklon a zůstala invertní. Dlouhý konec následoval německou křivku a poklesl o 20 b.b. na 1,25%, na krátkém konci ovšem, na rozdíl od Německa, nedošlo k žádné změně a výnosy zůstaly na hladině 1,8%. Důvodem vývoje na dlouhém konci byl samozřejmě vývoj ve světě (pokles výnosů v obavě z viru).

Bloomberg Barclays Czech Index



□ DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské
dluhopisy

Globální vývoj se podepsal i na polské výnosové křivce. Další skokový růst inflace se na výnosech moc nepodepsal, obavy z koronaviru však ano – dlouhé výnosy klesly až pod 1,8%, krátké výnosy se vrátily na 1,4%, tj. na úroveň z prosince minulého roku.

Turecké
dluhopisy

Únorový vývoj cen tureckých dluhopisů zcela vymazal předchozí lednový růst. Pod vlivem obav z dopadů koronaviru na ekonomickou aktivitu došlo k výraznému nárůstu rizikové averze, což dopadalo na ceny dluhopisů i měnový kurz. Na historická minima klesl podíl držby tureckých státních dluhopisů zahraničními investory a turecké vládní obligace přidaly ve výnosu téměř dva procentní body. Kurz liry odepsal přes 3,5 %. Vzhledem k vývoji měnové politiky hlavních centrálních bank ve světě v reakci na rozvoj virové epidemie a mírně lepšímu inflačnímu vývoji v

Turecku lze čekat, že i tamní centrální banka přistoupí po lednovém snížení sazeb k dalšímu uvolnění měnové politiky na svém zasedání 19. března.

Firemní dluhopisy

Vývoj na kreditním trhu byl v únoru, podobně jako v předcházejících dvou měsících, relativně pokojný – určitě minimálně vzhledem k turbulencím na akciových trzích. Korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně denominované v euru klesly, změna tzv. total return indexu dosáhla 0,1% resp. 2 %. U dolarových instrumentů došlo k cenovému růstu (o 1,3%) u investičního stupně, a to kvůli úprku do bezpečí, u spekulativního stupně jsme zaznamenali pokles o 1,7%. Pohyby tedy byly s ohledem na dění na akciových trzích skutečně vcelku malé. To nelze říct o kreditních premiích korporátních dluhopisů denominovaných v euru. Zde jsme totiž, podobně jako v lednu 2020, viděli znatelný růst. Zatímco tedy výnosy státních dluhopisů klesaly, což podporovalo i ceny korporátních obligací, rizikové přírázky naopak rostly. Dle indexu Markit iTraxx Europe vzrostly premie u dluhopisů investičního stupně oproti lednu o dalších 4,5%, u spekulativního stupně dokonce o skoro 10 % (9,7%).

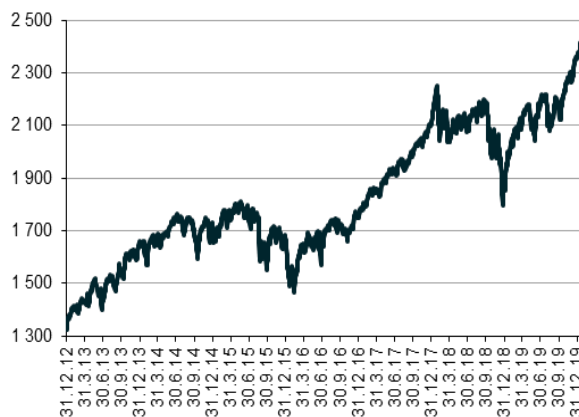
AKCIE

Globální trhy

Akciové trhy v únoru zaznamenaly výrazné propady, když si v posledním týdnu připsaly nejvyšší ztráty od roku 2008. Sešlo se vícero důvodů, proč k dané korekci došlo, přičemž stěžejní byly zprávy ohledně šíření a možných dopadů COVID-19. Mimo to měly dopady také změny struktur indexů a některá zveřejněná makro data. Dokonce klesaly i akcie Tesla, u kterých se to v posledních měsících zdálo

téměř nemožné. Americký index S&P 500 meziměsíčně ztratil 8,4 %. Výsledková sezóna pokračovala v nezměněném mírně pozitivním trendu, trh se však již soustředil na následující měsíce, kdy dojde k promítnutí Corona viru do průmyslových indikátorů. Ztrátám nezabránilo ani trhům očekávané budoucí snížení základních úrokových sazeb. Dopad do hospodářské aktivity Číny a přenesení do obchodní bilance Evropy tlačilo ceny evropských akcií také dolů, index DJ STOXX propadl o 8,5 %. Zároveň zveřejnění několika nakažených osob v severní Itálii vedlo k otázkám jak a kam se COVID-19 rozšíří do zbytku Evropy. Hospodářské výsledky za čtvrté čtvrtletí minulého roku dopadly téměř podle očekávání analytiků, hůře dopadl sektor ropy a plynu, lépe se naopak dařilo bankovnímu sektoru.

MSCI World Index



Nervozita na světových trzích se přenesla i do regionu střední Evropy. Zároveň relativně marginální váha zdejšího regionu v globálních indexech a specifické problémy místního trhu spojené s nejistými politickými zásahy do fungování společností tlačilo akciové trhy do ztrát. Největší polský trh meziměsíčně propadl o 14,1 % (index WIG 30). Nejvyšší ztráty zaznamenaly polostátní společnosti jako utility PGE (-34,8 %) a Tauron (-26 %), ropné společnosti PKN Orlen (-22,5 %) a Lotos (-22,7 %) nebo těžař mědi KGHM (-22,7 %). Pouze jedno procento „úspěšně“ ztratila herní společnost CD Project. Propady se nevyhnuly ani defenzivním českým akciím, index PX -8,9 %. Nejztrátovější byly akcie ČEZ (-11,4 %), naopak nejméně ztratily akcie mediální skupiny CETV (-1,6 %), u nichž se čekalo na blížící se valnou hromadu ohledně schválení odkupu akcií skupinou PPF. Pouhých 6,6 % umazaly maďarské akcie (index BUX).

Středoevropské trhy

STRUKTURA PORTFOLIÍ PROFI INVEST

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v únoru poklesla o 6,87 %. Za ztrátou fondu stojí zejména globálně se šířící nákaza koronavirem, který se během února rozšířil takřka po celém světě. Na trzích zavládl strach a nejistota, které zapříčinily velké výprodeje. Trhy rizikových aktiv tak zažívají od krize z roku 2008 nejhorší období. Méně rizikové dluhopisy potvrdily svou roli bezpečného přístavu a měsíc zakončili mírně v plusu.

Největší ztrátu připsal fond zaměřený na Latinskou Ameriku. Asijské fondy (bez Japonska) zaznamenaly jen malou ztrátu. Z akciových fondů zakončil měsíc v kladných číslech pouze fond zaměřený na Čínu, kde počty nově nakažených začaly výrazně klesat.

Na začátku měsíce jsme v portfoliích navýšili expozici fondů zaměřených na čínské A-share akcie na úkor ostatních fondů v asijském regionu.

V únoru posílil vůči koruně americký dolar, euro i japonský jen. Měnové zajištění (proti poklesu těchto měn) proto působilo negativně na výkonnost portfolia.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					7,12%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	7,12%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					2,52%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,42%	0,42%	1,51%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,11%	0,11%	1,01%
Dluhopisové fondy - ostatní					2,40%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,57%	-0,57%	1,68%
Templeton Global Bond Fund I	Globální	USD	-0,55%	0,82%	0,72%
Fondy alternativních investic					5,85%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,99%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I	Globální	USD	-1,16%	0,20%	1,49%
Allianz Structured Return IT	Severní Amerika	USD	-10,24%	-9,00%	1,36%
Akciové fondy					83,42%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-9,58%	-9,58%	11,43%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-9,11%	-7,86%	5,77%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-2,93%	-2,24%	5,42%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,03%	-0,68%	5,36%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-3,81%	-2,49%	5,34%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-8,92%	-8,27%	4,52%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-9,59%	-8,35%	4,31%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-11,20%	-9,98%	4,23%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-5,14%	-3,83%	3,17%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-6,09%	-5,42%	2,85%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	-6,68%	-6,01%	2,78%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-7,96%	-7,30%	2,76%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-7,52%	-6,25%	2,74%
NN (L) EURO Equity I Cap	Evropa	EUR	-7,48%	-6,82%	2,73%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	-8,69%	-8,04%	2,73%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-15,35%	-14,18%	2,46%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	9,59%	11,10%	2,43%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-7,35%	-6,07%	2,10%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	-11,41%	-10,04%	2,04%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-11,60%	-10,24%	2,03%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	-13,81%	-13,19%	1,45%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	-10,11%	-8,87%	1,10%
BNP Paribas Turkey Equity I	Turecko	EUR	-13,88%	-13,27%	0,96%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-10,88%	-9,51%	0,90%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	-8,93%	-7,68%	0,90%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	n/a	n/a	0,88%
OSTATNÍ					-1,30%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v únoru poklesla o 3,21 %. Za ztrátou fondu stojí zejména globálně se šířící nákaza koronavirem, který se během února rozšířil takřka po celém světě. Na trzích zavládl strach a nejistota, které zapříčinily velké výprodeje. Trhy rizikových aktiv tak zažívají od krize z roku 2008 nejhorší období. Méně rizikové dluhopisy prokázaly svou roli bezpečného přístavu a měsíc zakončili mírně v plusu.

Největší ztrátu připsal fond zaměřený na Latinskou Ameriku. Asijské fondy (bez Japonska) zaznamenaly jen malou ztrátu. Z akciových fondů zakončil měsíc v kladných číslech pouze fond zaměřený na Čínu, kde počty nově nakažených začaly výrazně klesat.

Na začátku měsíce jsme v portfoliích navýšili expozici fondů zaměřených na čínské A-share akcie na úkor ostatních fondů v asijském regionu.

V únoru posílil vůči koruně americký dolar, euro i japonský jen. Měnové zajištění (proti poklesu těchto měn) proto působilo negativně na výkonnost portfolia.

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	7,15%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,06%	0,06%	12,73%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					28,55%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,42%	0,42%	17,14%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,11%	0,11%	11,41%
Dluhopisové fondy - ostatní					9,25%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,57%	-0,57%	5,96%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-0,70%	0,67%	1,65%
Templeton Global Bond Fund I	Globální	USD	-0,55%	0,82%	1,64%
Fondy alternativních investic					6,06%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,10%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I	Globální	USD	-1,16%	0,20%	1,55%
Allianz Structured Return IT	Severní Amerika	USD	-10,24%	-9,00%	1,41%
Akciové fondy					36,90%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-9,58%	-9,58%	5,02%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-9,11%	-7,86%	2,61%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,03%	-0,68%	2,39%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-2,93%	-2,24%	2,38%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-3,81%	-2,49%	2,35%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-8,92%	-8,27%	1,97%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-11,20%	-9,98%	1,85%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-9,59%	-8,35%	1,85%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-5,14%	-3,83%	1,38%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-6,09%	-5,42%	1,26%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	-8,69%	-8,04%	1,24%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-7,52%	-6,25%	1,23%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-7,96%	-7,30%	1,23%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	-6,68%	-6,01%	1,22%
NN (L) EURO Equity I Cap	Evropa	EUR	-7,48%	-6,82%	1,22%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-15,35%	-14,18%	1,18%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	9,59%	11,10%	1,04%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-7,35%	-6,07%	0,93%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-11,60%	-10,24%	0,91%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	-11,41%	-10,04%	0,88%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	-13,81%	-13,19%	0,69%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	-10,11%	-8,87%	0,48%
BNP Paribas Turkey Equity I	Turecko	EUR	-13,88%	-13,27%	0,45%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	-8,93%	-7,68%	0,41%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-10,88%	-9,51%	0,38%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	n/a	n/a	0,36%
OSTATNÍ					-0,64%

Konzervativní portfolio

Hodnota konzervativního portfolia v únoru poklesla o 0,44 %. Dluhopisové trhy byly během února téměř jako všechna ostatní aktiva zasažena nejistotou a strachem z koronaviru. Méně rizikové dluhopisy prokázaly svou pověst bezpečného přístavu a i během silných poklesů na trzích zvládli udržet svou výkonnost mírně v plusu.

Část portfolia alokovaná do akcií a alternativních investic se silně podepsala na negativní výkonnosti portfolia.

Tento měsíc jsme do portfolia aktivně nezasahovali.

V únoru posílil vůči koruně americký dolar, euro i japonský jen. Měnové zajištění (proti poklesu těchto měn) proto působilo negativně na výkonnost portfolia.

Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	MTD Výkonnost		Rozložení portfolia
			v z. měně	v měně portfolia	
Krátkodobé investice					34,72%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	6,99%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,06%	0,06%	27,73%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					48,76%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,42%	0,42%	29,27%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,11%	0,11%	19,48%
Dluhopisové fondy - ostatní					6,73%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,57%	-0,57%	4,35%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-0,70%	0,67%	1,20%
Templeton Global Bond Fund I	Globální	USD	-0,55%	0,82%	1,19%
Fondy alternativních investic					5,86%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,00%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I	Globální	USD	-1,16%	0,20%	1,50%
Allianz Structured Return IT	Severní Amerika	USD	-10,24%	-9,00%	1,36%
Akciové fondy					4,34%
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-4,39%	-3,07%	1,51%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-9,58%	-9,58%	0,57%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	-6,68%	-6,01%	0,42%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-8,92%	-8,27%	0,40%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-9,59%	-8,35%	0,39%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-11,20%	-9,98%	0,39%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	-10,59%	-9,21%	0,31%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-7,52%	-6,25%	0,14%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-7,96%	-7,30%	0,14%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	-10,11%	-8,87%	0,06%
OSTATNÍ					-0,41%

Portfolio Nových ekonomik

Portfolio Nových ekonomik v únoru pokleslo o 4,69 %. Za ztrátou fondu stojí zejména globálně se šířící nákaza koronavirem, který se během února rozšířil takřka po celém světě. Na trzích zavládl strach a nejistota, které zapříčinily velké výprodeje. Trhy rizikových aktiv tak zažívají od krize z roku 2008 nejhorší období. Méně rizikové dluhopisy prokázaly svou roli bezpečného přístavu a měsíc zakončili lehce v plusu.

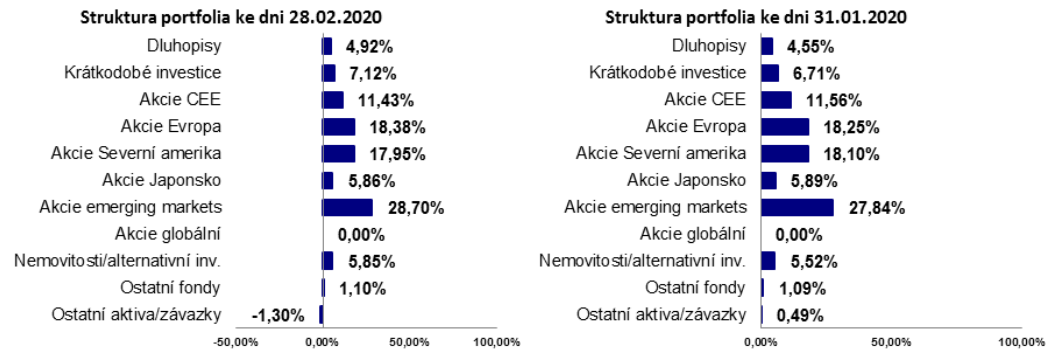
Největší ztrátu připsaly fondy zaměřené na Latinskou Ameriku. Asijské fondy (bez Japonska) zaznamenaly jen malou ztrátu. Z akciových fondů zakončily měsíc v kladných číslech pouze fondy zaměřené na Čínu, kde počty nově nakažených začaly výrazně klesat.

Na začátku měsíce jsme v portfoliích navýšili expozici fondů zaměřených na čínské A-share akcie na úkor ostatních fondů v asijském regionu.

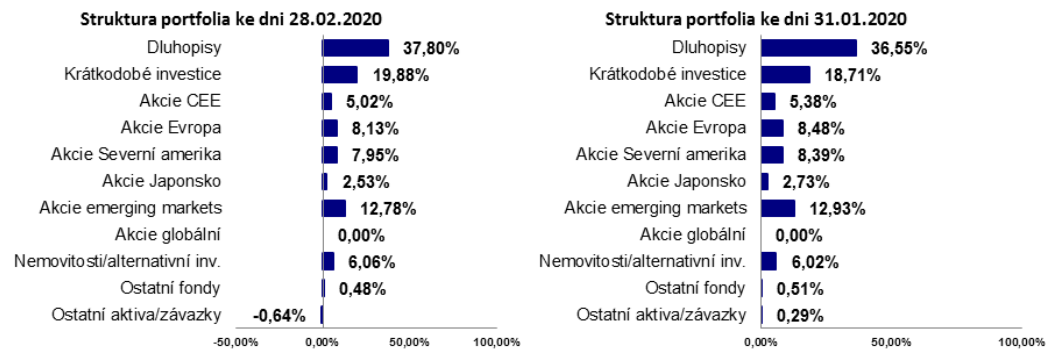
V únoru posílil vůči koruně americký dolar, euro i japonský jen. Měnové zajištění (proti poklesu těchto měn) proto působilo negativně na výkonnost portfolia.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					9,67%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	7,81%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,06%	0,06%	1,86%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					3,65%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,11%	0,11%	3,65%
Dluhopisové fondy - ostatní					4,73%
Templeton Global Bond Fund I	Globální	USD	-0,55%	0,82%	1,31%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,57%	-0,57%	1,29%
Templeton Emerging Markets Bond Fund I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-0,19%	1,18%	1,07%
Templeton Asian Bond Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,31%	1,06%	1,06%
Fondy alternativních investic					4,89%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,50%
Franklin K2 Alternative Strategies Fund I	Globální	USD	-1,16%	0,20%	1,25%
Allianz Structured Return IT	Severní Amerika	USD	-10,24%	-9,00%	1,14%
Akciové fondy					78,40%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-9,58%	-9,58%	13,13%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	9,59%	11,10%	9,93%
NN (L) Greater China Equity I	Čína	USD	1,70%	3,10%	6,64%
BNP Paribas India Equity I	Indie	USD	-5,71%	-4,41%	6,35%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-5,14%	-3,83%	6,35%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,03%	-0,68%	5,63%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-2,93%	-2,24%	5,54%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-3,81%	-2,49%	5,53%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-7,35%	-6,07%	4,37%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	-13,81%	-13,19%	3,28%
BNP Paribas Latin America Equity I	Latinská Amerika	USD	-11,66%	-10,44%	2,91%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-15,35%	-14,18%	2,79%
BNP Paribas Turkey Equity I	Turecko	EUR	-13,88%	-13,27%	2,13%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	-6,68%	-6,01%	0,71%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-8,92%	-8,27%	0,68%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-9,11%	-7,86%	0,53%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	-10,59%	-9,21%	0,52%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-9,59%	-8,35%	0,39%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-11,20%	-9,98%	0,38%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-7,96%	-7,30%	0,26%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-7,52%	-6,25%	0,25%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	-8,93%	-7,68%	0,08%
OSTATNÍ					-1,35%

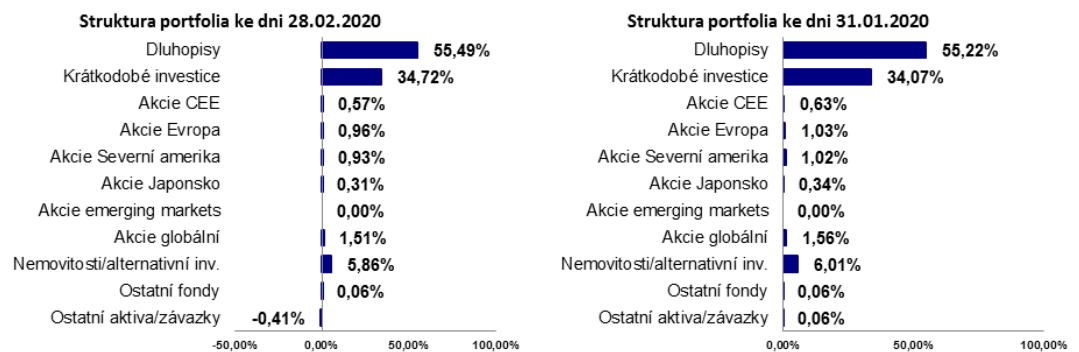
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



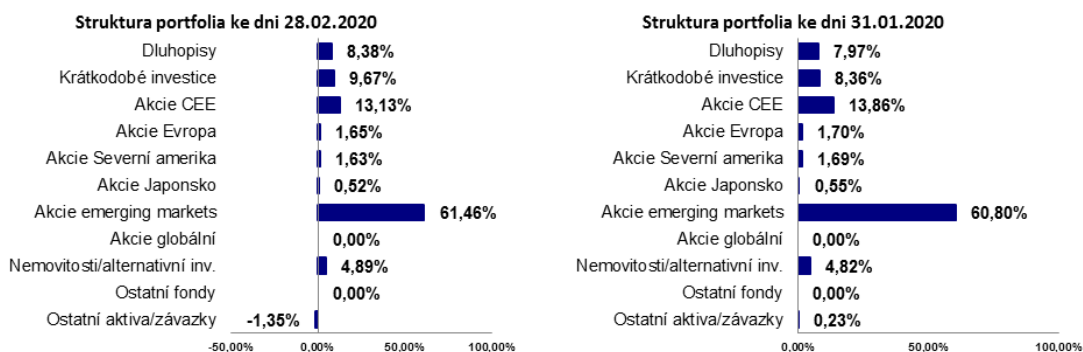
VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PORTFOLIO NOVÝCH EKONOMIK



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Vývoj českého dluhopisového trhu bude i nadále ovlivňován vývojem v Eurozóně, absencí vyhlídky na další utažení měnové politiky ČNB a rostoucí pravděpodobností jejího uvolnění.

Vliv Eurozóny je klíčový pro dlouhodobou tendenci vývoje výnosů českých dluhopisů – jinými slovy, dlouhodobý růst českých výnosů musí přijít zvenčí. Po zářijovém uvolnění politiky ECB, které je evidentně s otevřeným koncem, se může zdát, že střednědobý růst německých výnosů nemůže být na pořadu dne. Nicméně proti tomu hovoří absolutně extrémně nízké (hluboce záporné) výnosové úrovně, které dle našeho názoru nejsou dlouhodobě udržitelné. Navíc, faktorem, jež bude dle nás tlačit na střednědobý růst požadovaných výnosů, bude volnější fiskální politika v rámci zemí Eurozóny včetně jejího tvrdého jádra (Německo).

ČNB začátkem února překvapila, když proti většinovému očekávání stability zvýšila úrokové sazby o čtvrt procentního bodu na 2,25% (hlasování proběhlo nejtěsnějším rozdílem 4:3). To jen potvrdilo naše hodnocení, že nastavení měnové politiky a námi očekávaná stabilita sazeb během zbytku roku není konsistentní s aktuální úrovní výnosů českých státních dluhopisů. Výnosová křivka se totiž po celé délce nacházela hluboko pod úrovní repo sazby (cca 1,5% p.a. po celé délce až do splatnosti 15 let; versus repo sazba 2,25%), a implikovala tak výrazné očekávané snižování sazeb, které bylo v kontrastu s úrovní a očekávaným vývojem celkové i jádrové inflace.

Dalším rizikovým faktorem (ve směru růstu výnosů/poklesu cen dluhopisů) je nadále situace na devizovém trhu. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž stále uložena právě v českých dluhopisech – koncem minulého roku drželi nerezidenti 36,7 % všech a 40,6 % korunových dluhopisů, což jsou stále velmi vysoké podíly. Jinými slovy, dluhopisy podobně jako koruna jsou a zůstanou až do doby, kdy tyto podíly citelně poklesnou, velmi náchylné na zhoršení sentimentu. Pokud by k němu došlo, výprodej by krátkodobě vytlačil výnosy nahoru a došlo by k roztažení rizikové premie

Nicméně aktuálně bude vše výše zmíněné záležet na vývoji situace okolo šíření virové epidemie a dopadech přijatých opatření, která mají mnohdy drastický charakter. Dopad do ekonomické aktivity je minimálně v prvním kvartále jistý. Důležitým faktorem bude délka, po kterou budou v platnosti přijatá opatření. S vysokou pravděpodobností tak lze očekávat, že po nějakou dobu budou centrální banky dělat vše pro podporu ekonomiky a návrat do normálního režimu se tak odkládá.

Polská inflace je nadále vysoká (a to i inflace jádrová) a polské ekonomice se stále daří (růst navzdory německé slabosti polevuje, ale proti tomuto tlaku jde svou fiskální politikou vláda). Z toho by šlo očekávat, že měnová politika se postará o růst výnosů. Zářijové uvolnění měnové politiky v Eurozóně, její ochabující růst a také holubičí nastavení polské centrální banky však toto očekávání efektivně nabourávají. Naším základním scénářem tak pro nejbližší čtvrtletí je oscilace

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

kolem současných hodnot, v případě nějakého pohybu pak spíše další mírný posun směrem dolů. Pro růst výnosů nevidíme žádné dobré důvody.

Vlivem probíhající stagnace turecké ekonomiky a silného bazického efektu poklesla spotřebitelská inflace výrazněji pod hranici 10%, v závěru roku 2019 a počátkem letošního roku se však vrátila až nad úroveň 12%. Předešlý pokles inflace umožnil centrální bance (v souladu se silným přáním prezidenta Erdogana) výrazně snížit měnověpolitické úrokové sazby (v úhrnu zatím o 12,75 p.b. od maxima po eskalaci krize na podzim 2018) k hranici 11%. V letošním roce bude záležet na dalším inflačním, celkově ekonomickém a v neposlední řadě též geopolitickém vývoji. Prostor pro další cenový růst vládních dluhopisů v našem základním scénáři vidíme pro nejbližší období jako omezený s vyšším rizikem korekce části předešlých rozsáhlých zisků, v delším horizontu pak vývoj určí inflační trajektorie (mj. pod vlivem stability/nestability měnového kurzu), stav vnitřní a vnější bilance (deficity rozpočtu a běžného účtu platební bilance) spolu s geopolitickou situací.

Měny

U kurzu eura proti dolaru vidíme pro nejbližší měsíce kurz dolaru na dolní hranici námi dlouhodobě predikovaného pásma 1,12-1,14. Měnová politika ECB totiž dle nás v nejbližších měsících žádné překvapení již nepřinese, Brexit teď je ve fázi klidu. Naproti tomu se však na opačné straně Atlantiku množí očekávání, že centrální banka sníží sazby, a to dokonce i více krát. Goldman Sachs kupříkladu očekávají trojí snížení, Bank of America dokonce pracuje s možností, že sazby klesnou i o 100 b.b. Nevěříme, že by FED až natolik zpanikařil, ale posun holubičím směrem čekat lze. S nepříznivým dopadem na dolar.

Posílení koruny, jak jsme na tomto místě psali naposledy, nevydrželo, a koruna se vrátila nad 25,50. V následujících měsících budeme svědky vývoje, který jsme tady viděli v minulém roce: oscilace mezi 25,50 a 26. Případný pokles sazeb ČNB posune koruna na slabší okraj tohoto pásma.

Polskému zlotému by z fundamentálního hlediska svědčily i hodnoty znatelně silnější, nečekáme však, že se na tyto úrovně zlotý hned tak dostane. K nastartování posilování k hranici 4,15 by bylo potřeba impulsu, nejspíše ze strany měnové politiky (silný růst ekonomiky doposud na nastartování posilování evidentně nestačil). Toho se však jen tak nedočkáme. Proto nadále očekáváme oscilaci kolem 4,30, častěji, snad, pod touto hranicí.

Maďarský forint by fundamentálně také měl být silnější, k tomu by však kromě solidního makra potřeboval ujištění od centrální banky nejlépe v podobě utáženější měnové politiky, že se jí inflace nevymyká z rukou. Takového ujištění se mu však, podobně jako u zlotého, nedostává. Proto si myslíme, že v nejbližší době bude forint mnohem slabší (přes 330), než by fundamentálně s rozumnější centrální bankou mohl být (310-315).

Globální akciové trhy

Po výrazných propadech způsobených především zprávami ohledně COVID-19 a jeho možných dopadech na hospodářskou aktivitu se některé akciové trhy dostaly na zajímavé úrovně, zvláště pak ty z regionu střední Evropa. Délka a rozsah šíření Corona viru prozatím nejsou známy, stejně tak ani dopad do ekonomik, avšak i v tomto případě předpokládáme, že se situace během pár měsíců uklidní (anabáze Čína) a trhy opět začnou diskontovat budoucí vývoj světového hospodářství a měnových politik centrálních bank. Akceleraci ekonomické aktivity tak nyní očekáváme především v druhé polovině roku, stejně tak růst ziskových ukazatelů korporací. Výhled na globální akciové trhy pro zbytek roku 2020 máme regionálně selektivní- pozitivní jsme na evropské a rozvíjející se trhy, nadále opatrní naopak na US trhy. Světová ekonomika dosáhla v rámci aktuálního hospodářského cyklu vrcholu na konci roku 2017 a od začátku roku 2018 postupně mírně zpomaluje. Současný růst světové ekonomiky je stále ještě relativně slušný, nicméně postupné zpomalování dynamiky pokračuje. Co se týká klíčových centrálních bank- ECB, Fed a BoJ v únoru nastavení velice uvolněných měnových politik nezměnily. Přitom platí, že zejména v eurozóně se v souvislosti s pravděpodobně slabou účinností měnové politiky začalo hovořit o tom, že k podpoře ekonomického růstu by měly být použity masivní fiskální stimuly. Mimo jiné se takto vyjádřila nová prezidentka Christine Lagardeová.

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

Anne-Françoise Blüher

Adam Šperl

Šimon Schloff

Portfolio managers