

PROFI INVEST, JUNIOR INVEST, TOP INVEST

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC
KVĚTEN 2020

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH.....	1
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

□ DLUHOPISY – USA, EMU

Německá výnosová křivka během května mírně vzrostla na všech splatnostech, na všech splatnostech však také zůstala záporná. Růst během května byl však malý: na krátkém konci dosáhl 10 bazických bodů (z -0,76% u dvouletých výnosů na konci dubna na -0,66% na konci května), na dlouhém konci pak 14 b. bodů (z -0,59% u desetiletých výnosů na konci dubna na -0,45% na konci května). Ani volatilita v rámci měsíce nebyla velká, od poloviny května jsme byli svědky zřetelného (byť, jak shora naznačeno) mírného růstu výnosů.

A to byly v Eurozóně – ve srovnání s pohyby výnosů na výnosové křivce vládních dluhopisů USA – ještě vcelku velké pohyby. Na krátkém konci americké křivky se totiž výnosy prakticky nezměnily (0,2% na konci dubna vs. 0,16% na konci května), to samé pak platilo i dlouhém konci (0,64% vs. 0,65%). Volatilita v rámci měsíce byla aspoň nějaká – desetileté výnosy oscilovaly mezi 0,6% a 0,75 %.

□ DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka v květnu výrazně klesla. Krátký konec, který se ještě koncem dubna nacházel nad 0,6% (a počátkem ledna na 1,8%) totiž koncem května poklesl k nulové hranici (0,1%). Dlouhý konec si prošel letos, a zejména v posledním měsíci, podobně zásadní změnou. Koncem dubna byly desetileté výnosy na úrovni 1,3% (počátkem ledna 2020 dokonce na 1,6%), koncem května však poklesly na 0,8%.

Důvodem bylo snížení sazeb ČNB k nule a zejména očekávání možného vstupu ČNB na dluhopisový trh v podobě nějaké formy nákupů vládních emisí (kvantitativní uvolňování měnové politiky po vzoru ECB).

Bloomberg Barclays Czech Index



□ DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské
dluhopisy

Polská výnosová křivka během května výrazně poklesla. Desetileté polské výnosy poklesly během května z 1,45% na 1,20% (nové historické minimum), na krátkém konci pak dvouleté výnosy dokonce ztratily (podobně jako v dubnu) 40 b.b. a dostaly se až pod 0,20 %. Tento pokles a zvýšení sklonu mělo stejný důvod jako v ČR, tj. uvolňování měnové politiky centrální banky.

Ukrajinské
dluhopisy

Nízká inflace, vysoké reálné úrokové sazby, atraktivní cenové úrovně a opětovný optimismus napříč trhy vedly k rychlému návratu zahraničních investorů a růstu cen ukrajinských aktiv, včetně měnového kurzu. Financování ze strany Mezinárodního měnového fondu je již

v podstatě hotovou věcí a hlavní otázkou tak nyní zůstává rychlost obnovení ekonomické aktivity, hloubka propadu příjmů státního rozpočtu v důsledku koronavirových opatření a další vývoj v kauze zestátněné Privat banky. Zákon, který zamezuje revokaci opatření na záchranu Privatbanky (převod pod stát a poskytnutí nouzového financování), což by vedlo k jejímu navrácení původním vlastníkům, kteří z ní vyvedli cca 5 % HDP Ukrajiny, podepsal před koncem května prezident. Tím byl splněn jeden ze základních požadavků Mezinárodního měnového fondu pro poskytnutí dalšího financování. Tento zákon byl před Velikonocí prohlasován většinou v Parlamentu, složenou ze strany současného prezidenta, která (ač disponuje většinou) se musela opřít o hlasy pruské partaje, což dává prostor pro zákulisní spekulace a je rizikem pro budoucí vývoj. Schválení zákona bylo hned po jednání napadeno pro procedurální nedostatky právníky původních vlastníků znárodněné Privatbanky, na které je zákon zaměřený. Poskytnutí financování ze strany IMF případně dalších mezinárodních věřitelů je aktuálně jediná možnost, jak se Ukrajina může vyhnout zdlouhavým jednáním o refinancování či restrukturalizaci dluhu.

Firemní dluhopisy

Březnové propady na trzích, růst rizikové averze a požadovaných kreditních marží v segmentu korporátních dluhopisů i všeobecná panika a pesimismus z dopadů pandemie na jednotlivé ekonomiky v dubnu pozvolna odeznávaly a ani květnový vývoj nebyl jiný. Ceny korporátních dluhopisů investičního i neinvestičního ratingového stupně postupně mírně rostly a na trhu začali velmi pozvolna převažovat kupci. Vše bylo dáno pokračujícími masivními monetárními stimuly klíčových centrálních bank a postupným otevíráním ekonomik. Předpoklad setrvání nízkých výnosů na vyspělých dluhopisových trzích po delší dobu v kombinaci s masivními injekcemi likvidity putující do bankovního sektoru a možností, aby evropská centrální banka kupovala velmi širokou množinu dluhových instrumentů, hnaly ceny v segmentu korporátních obligací vzhůru. Viditelná stabilizace a cenový růst byl patrný v segmentu dluhopisů s expozicí na těžební a ropný sektor.

AKCIE

Globální trhy

Vzhledem k pokračujícím masivním monetárním stimulům klíčových centrálních bank a postupnému otevírání ekonomik pokračovala na globálních akciových trzích pozitivní nálada. Zároveň přicházela dobrá čísla ohledně nakažených a uzdravených nemocí COVID19. Investoři se tak orientovali na očekávané zlepšení situace spotřebitelů a následné oživení hospodaření společností. Zveřejněné výsledky

MSCI World Index



hospodaření za první čtvrtletí nebyla moc relevantní, investoři se soustředili na výhled, zvláště pak na normalizaci situaci v příštím roce. Ve výsledku si nejširší globální akciový index MSCI All Country World připsal zhodnocení 4,1 %, americký index S&P 500 +4,5 %, evropský index DJ STOXX 600 +3 % a japonský index Nikkei 225 výrazných +8,3%.

Středoevropské trhy

Středoevropské akciové trhy si užívaly pozitivní nálady panující na globálních akciových trzích. Místní vlády nadále přicházely s dalšími balíčky na podporu občanů, firem a ekonomik. Centrální banky prováděly uvolněnou měnovou politiku a to vše investoři kvitovali nákupními příkazy. Také v CEE regionu nedávali investoři příliš velkou váhu zveřejněným hospodářským výsledkům za první čtvrtletí, které byly pro většinu společností horší oproti stejnému období předešlého roku. Banky již začaly s předstihem vytvářet oprávkou v očekávání nesplacených úvěrů, utilitám poklesl objem prodané elektřiny, ropné společnosti zase oprávkouvaly zásoby z důvodu poklesu cen ropy. Příchozí data ohledně uzdravených lidí a nově nakažených nemocí COVID 19 však dodávala pozitivní impuls pro očekávané hospodářské oživení v následujících měsících. Polský akciový index meziměsíčně vzrostl o 4,5%, český index PX o 2,6 %, maďarský index BUX o 2 % a rumunský index BET o +9,1 %.

STRUKTURA PORTFOLIÍ PROFI INVEST

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci vzrostla o 3,12 %. V květnu navázaly akciové trhy na pozitivní náladu z dubna a za pokračujících masivních monetárních stimulů centrálních bank a postupného otevírání některých ekonomik připojily zisky. Pozitivním faktorem pro trhy byla i dobrá čísla z rozvinutých trhů týkajících se COVID 19. Investoři se zaměřili zejména na zlepšení situace spotřebitelů a oživení hospodaření společnosti než na výsledky hospodaření z prvního kvartálu tohoto roku. Výsledky firem, možné krachy společností a potenciální druhá vlna nákazy však na trzích nechávají pocit nejistoty. Většina fondů připojila zisky a dařilo se zejména fondům zaměřeným na Japonsko.

Tento měsíc jsme v portfoliu neprováděli žádné změny.

Tento měsíc oslabil vůči koruně americký dolar, euro i japonský jen. Měnové zajištění (proti poklesu těchto měn) proto působilo pozitivně 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					7,72%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	7,72%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					0,77%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	2,07%	2,07%	0,46%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	1,67%	1,67%	0,31%
Dluhopisové fondy - ostatní					1,35%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,37%	2,37%	1,35%
Fondy alternativních investic					2,76%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	1,80%
Allianz Structured Return WT hedged	Severní Amerika	USD	0,21%	-2,79%	0,96%
Akciové fondy					86,39%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	3,03%	3,03%	11,81%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	5,36%	2,20%	5,97%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,87%	-3,84%	5,06%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,06%	-3,06%	4,98%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-4,09%	-4,73%	4,88%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	3,39%	2,70%	4,74%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	4,48%	1,35%	4,42%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	2,54%	-0,53%	4,33%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	4,21%	1,09%	3,21%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	7,95%	4,71%	2,96%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	5,65%	4,95%	2,96%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	5,39%	4,69%	2,88%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	n/a	n/a	2,87%
NN (L) EURO Equity I Cap	Evropa	EUR	4,33%	3,64%	2,86%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	2,99%	2,31%	2,83%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	5,15%	2,00%	2,79%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	7,72%	4,49%	2,51%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	10,32%	6,44%	2,34%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	10,12%	6,25%	2,31%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	3,65%	0,54%	2,07%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	2,30%	-0,77%	2,04%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	4,99%	4,29%	1,59%
BNP Paribas Turkey Equity I	Turecko	EUR	4,92%	4,22%	1,07%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	10,28%	6,40%	0,99%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	9,13%	5,86%	0,96%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	5,92%	2,20%	0,94%
OSTATNÍ					1,01%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci vzrostla o 2,56 %. V květnu navázaly akciové trhy na pozitivní náladu z dubna a za pokračujících masivních monetárních stimulů centrálních bank a postupného otevírání některých ekonomik připsovaly zisky. Pozitivním faktorem pro trhy byla i dobrá čísla z rozvinutých trhů týkajících se COVID 19. Investoři se zaměřili zejména na zlepšení situace spotřebitelů a oživení hospodaření společnosti než na výsledky hospodaření z prvního kvartálu tohoto roku. U dluhopisů se investoři přiklínili k většímu riziku z čehož těžili zejména rizikovější korporátní dluhopisy. Konzervativnější státní dluhopisy za svými rizikovějšími kolegy z branže zaostávaly.

Většina fondů připsovala zisky a dařilo se zejména fondům zaměřeným na Japonsko.

Tento měsíc jsme v portfoliu neprováděli žádné změny.

Tento měsíc oslabil vůči koruně americký dolar, euro i japonský jen. Měnové zajištění (proti poklesu těchto měn) proto působilo pozitivně 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					8,71%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	6,80%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,79%	0,79%	1,91%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					31,41%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	2,07%	2,07%	18,85%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	1,67%	1,67%	12,56%
Dluhopisové fondy - ostatní					7,86%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,37%	2,37%	5,95%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	n/a	n/a	1,92%
Fondy alternativních investic					3,61%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,39%
Allianz Structured Return WT hedged	Severní Amerika	USD	0,21%	-2,79%	1,22%
Akciové fondy					47,79%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	3,03%	3,03%	7,99%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	5,36%	2,20%	3,28%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	3,39%	2,70%	2,68%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,87%	-3,84%	2,51%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	4,48%	1,35%	2,47%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,06%	-3,06%	2,47%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-4,09%	-4,73%	2,43%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	2,54%	-0,53%	2,37%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	7,95%	4,71%	1,69%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	5,65%	4,95%	1,63%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	5,39%	4,69%	1,60%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	n/a	n/a	1,58%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	4,21%	1,09%	1,58%
NN (L) EURO Equity I Cap	Evropa	EUR	4,33%	3,64%	1,57%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	2,99%	2,31%	1,57%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	5,15%	2,00%	1,39%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	7,72%	4,49%	1,38%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	10,32%	6,44%	1,32%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	10,12%	6,25%	1,25%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	3,65%	0,54%	1,03%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	2,30%	-0,77%	1,01%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	4,99%	4,29%	0,79%
BNP Paribas Turkey Equity I	Turecko	EUR	4,92%	4,22%	0,58%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	10,28%	6,40%	0,56%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	9,13%	5,86%	0,55%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	5,92%	2,20%	0,51%
OSTATNÍ					0,61%

Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 1,59 %. Vývoj na dluhopisových trzích byl podobně jako v dubnu ve znamení zklidňující se situace. Odklon od bezpečnějších aktiv měl tak za následek růst cen především rizikovějších dluhopisů, zatímco konzervativní investice (státní dluhopisy) výkonnostně zaostávaly za svými rizikovějšími kolegy z branže. Obzvláště dobře se dařilo nejrizikovějším dluhopisům (High Yield) a dluhopisům na rozvíjejících se trzích.

Část portfolia alokovaná do akcií a alternativních investic pozitivně přispěla k výkonnosti portfolia.

Tento měsíc jsme v portfoliu neprováděli žádné změny.

Tento měsíc oslabil vůči koruně americký dolar, euro i japonský jen. Měnové zajištění (proti poklesu těchto měn) proto působilo pozitivně na výkonnost portfolia.

Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	MTD Výkonnost		
			v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					29,44%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	6,16%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,79%	0,79%	23,27%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					53,44%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	2,07%	2,07%	32,10%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	1,67%	1,67%	21,34%
Dluhopisové fondy - ostatní					6,03%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,37%	2,37%	4,50%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	n/a	n/a	1,54%
Fondy alternativních investic					3,81%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,53%
Allianz Structured Return WT hedged	Severní Amerika	USD	0,21%	-2,79%	1,28%
Akciové fondy					7,21%
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	2,69%	-0,39%	2,29%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	3,03%	3,03%	1,00%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	3,39%	2,70%	0,68%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	5,39%	4,69%	0,68%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	2,54%	-0,53%	0,67%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	4,48%	1,35%	0,66%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	6,12%	2,39%	0,50%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	7,95%	4,71%	0,26%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	5,65%	4,95%	0,26%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	7,72%	4,49%	0,21%
OSTATNÍ					0,07%

Portfolio Nových ekonomik

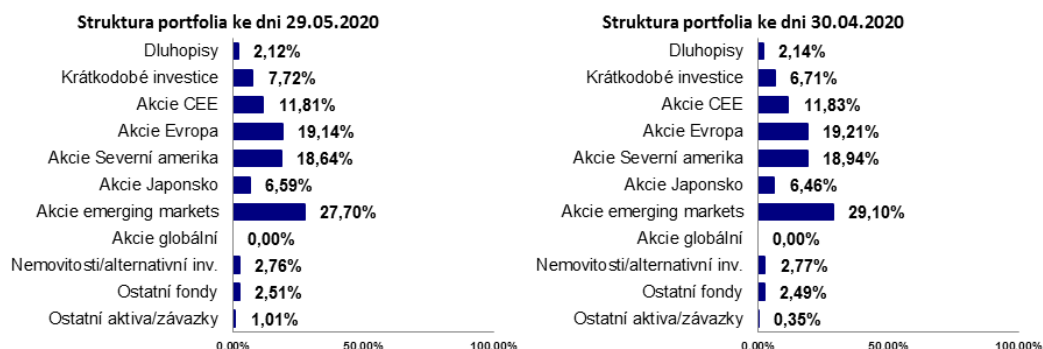
Portfolio Nových ekonomik tento měsíc vzrostlo o 1,51%. V květnu navázaly akciové trhy na pozitivní náladu z dubna a za pokračujících masivních monetárních stimulů centrálních bank a postupného otevírání některých ekonomik přisouvaly zisky. Pozitivním faktorem pro trhy byla i dobrá čísla z rozvinutých trhů týkajících se COVID 19. Investoři se zaměřili zejména na zlepšení situace spotřebitelů a oživení hospodaření společnosti než na výsledky hospodaření z prvního kvartálu tohoto roku. Výsledky firem, možné krachy společností a potenciální druhá vlna nákazy však na trzích nechávají pocit nejistoty.

Většina fondů až na výjimky přisouvala zisky. Tento měsíc jsme v portfoliu neprováděli žádné změny.

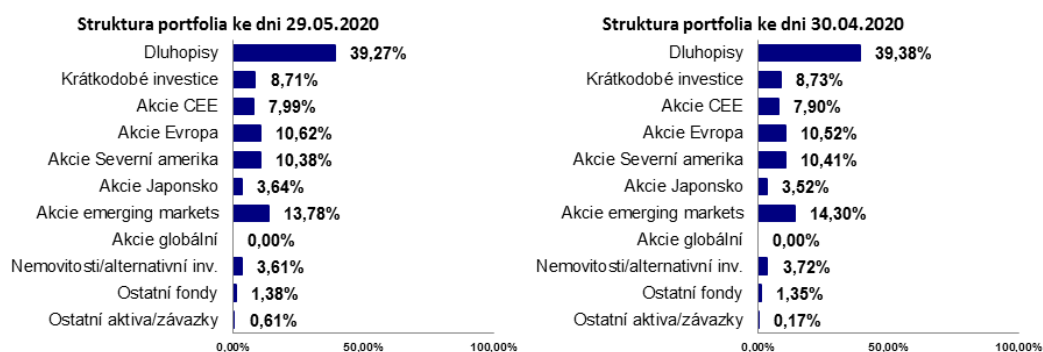
Tento měsíc oslabil vůči koruně americký dolar, euro i japonský jen. Měnové zajištění (proti poklesu těchto měn) proto působilo pozitivně na výkonnost portfolia.

Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	MTD Výkonnost		
			v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					7,76%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	7,76%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					2,68%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	1,67%	1,67%	2,68%
Dluhopisové fondy - ostatní					3,75%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,37%	2,37%	1,42%
Templeton Emerging Markets Bond Fund I	Globální rozvíjející se trhy	USD	1,07%	-1,96%	1,23%
Templeton Asian Bond Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,21%	-3,20%	1,11%
Fondy alternativních investic					2,73%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	1,85%
Allianz Structured Return WT hedged	Severní Amerika	USD	0,21%	-2,79%	0,88%
Akciové fondy					83,29%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	3,03%	3,03%	15,16%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	2,30%	-0,77%	9,50%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	4,21%	1,09%	7,27%
BNP Paribas India Equity I	Indie	USD	-2,46%	-5,38%	6,51%
NN (L) Greater China Equity I	Čína	USD	-0,38%	-3,37%	6,29%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,06%	-3,06%	5,68%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,87%	-3,84%	5,62%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-4,09%	-4,73%	5,56%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	3,65%	0,54%	4,86%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	4,99%	4,29%	3,70%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	5,15%	2,00%	3,27%
BNP Paribas Latin America Equity I	Latinská Amerika	USD	6,20%	3,02%	3,12%
BNP Paribas Turkey Equity I	Turecko	EUR	4,92%	4,22%	2,39%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	3,39%	2,70%	0,80%
BNP Paribas Euro Equity I	Evropa	EUR	5,39%	4,69%	0,78%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	5,36%	2,20%	0,60%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	6,12%	2,39%	0,58%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	4,48%	1,35%	0,44%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	2,54%	-0,53%	0,43%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	7,95%	4,71%	0,31%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	5,65%	4,95%	0,30%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	9,13%	5,86%	0,10%
OSTATNÍ					-0,21%

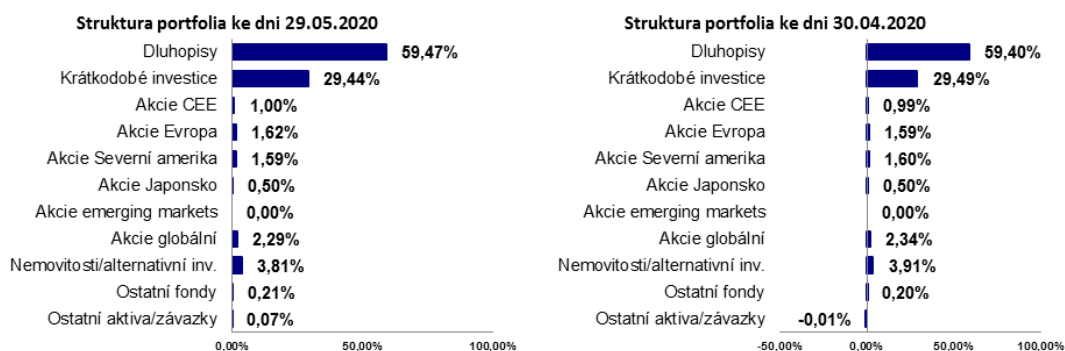
□ DYNAMICKÉ PORTFOLIO



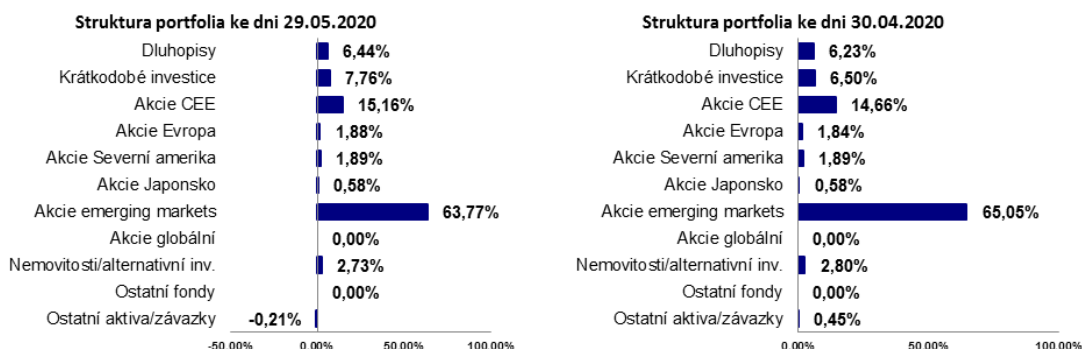
□ VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



□ KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PORTFOLIO NOVÝCH EKONOMIK



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Vývoj během koronavirové krize výrazně změnil dluhopisový terén. Na jedné straně došlo a lze čekat pokračování výrazného nárůstu emisní aktivity české vlády. Ta za poslední roky nevytvořila na nepředvídanou situaci žádnou výraznou rezervu (navíc navýšila výrazně mandatorní výdaje), takže všechny programy pomoci ekonomice musí financovat dluhem. Rozpočtový schodek tak v letošním roce bude atakovat 500 miliard korun (po několikáté revizi k hlubšímu deficitu), což představuje bezmála 10% HDP, dvakrát tolik, kolik činil rozpočtový schodek při finanční krizi 2009. Navíc, podobný schodek tomu letošnímu vláda, dle plánu MF, připravuje také na příští rok. Potřeba státu financovat se na dluhopisovém trhu tak zůstane po delší dobu výrazně zvýšená. V českých poměrech to sice nemusí nutně automaticky znamenat okamžitý nárůst požadovaných výnosů (pokles cen), dle našeho názoru je to však klíčový rizikový faktor ve scénáři déletrvající recese. V tomto ohledu nesmíme také zapomínat na přetrvávající vysoký (a v rámci CEE regionu i historicky výrazně nadprůměrný) podíl držby českých státních dluhopisů zahraničními investory (téměř 40% celkového objemu), jež v případě zhoršení tržního sentimentu či vnímaného makroekonomického fundamentu ČR může vést k turbulencím na trhu a i k rozsáhlým cenovým ztrátám.

Je však na druhou stranu třeba zdůraznit, že ČR má v současnosti nízké celkové zadlužení, což společně s nyní slabší korunou může dále lákat zahraniční investory při existenci zajímavé marže nad eurové vládní dluhopisy. V neposlední řadě je zde ČNB – její měnověpolitické sazby klesly na dohled nuly a ještě kosmeticky poklesnout mohou, plus centrální banka je dle slov bankovní rady připravena vstoupit v případě výraznějších propadů cen na trh vládních dluhopisů a nakupovat, možná současně s podporou měnovému kurzu prodejem části devizových rezerv. Ze zahraničí, tedy zejména z EMU, v nejbližší době silný tlak na růst obligačních výnosů nespíš nepřijde, neboť těmito tendencím bude bránit Evropská centrální banka navýšeným programem nákupů vládních dluhopisů. Podtrženo sečteno, byť výsledkem v dalších málo měsících může být relativní stabilita českých výnosů na nízkých úrovních, vnímáme vysoké riziko možného přechodně negativního vývoje a v důsledku současné podprůměrné výnosy českých vládních dluhopisů jako neatraktivní.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Podobný výhled platí i pro Polsko. I Polsko je málo zadlužená ekonomika se zdravými fundamenty a centrální bankou, která navíc, pro mnohé celkem překvapivě, snížila sazby až na nulu. Tlak na růst výnosů tak zevnitř Polska může, nicméně, začít přicházet při scénáři ekonomického zotavení a přetrvávající zvýšené inflace. Nízké výnosy v Eurozóně budou nicméně výraznější růst polské křivky pravděpodobně tlumit.

Měny

U kurzu eura proti dolaru vidíme pro nejbližší měsíce kurz dolaru v pásmu 1,08-1,12. Hlad po dolarové likviditě, který hnal posilování v březnu, totiž centrální banka FED zahrnala jak FX swapy s jinými centrálními bankami, tak repo programem FIMA (umožňujícím repo operace centrálních

bank ve světě s americkými dluhopisy přímo s FEDem). V relativním postavení měnových politik se nejméně rok (a dost možná léta) nic měnit nebude, a samotná tempa oživení ekonomik si také asi nebudou mít co závidět.

Koruna je nyní fundamentálně stále moc slabá, její návrat na silnější hodnoty je tak v horizontu 6 měsíců pravděpodobný. V březnovém výprodeji došlo jen k malému snížení pozic zahraničních hráčů a duben v tomto směru také o moc lepší nebyl (držba českých dluhopisů nerezidenty činila ke konci dubna 34,4% všech dluhopisů). Do konce roku se tak sice koruna s největší pravděpodobností vrátí ke 26 korunám za euro, ale zranitelnost jakožto dědictví dávno ukončených devizových intervencí si s sebou ponese dál.

Polskému zlotému by z fundamentálního hlediska svědčily hodnoty mnohem silnější, než jaké vidíme dnes. Očekáváme, že se po opadnutí paniky vrátí zpátky na 4,30, na silnější hodnoty však asi nebude jen tak mít, pokud uvážíme, že před březnovými výprodeji jej na ně nedostal ani široký pozitivní úrokový diferenciál a silný růst ekonomiky (a obojí je teď věcí minulosti). Je však možné, že se, podobně jako v roce 2008-9, polská ekonomika vypořádá se současnou krizí lépe než EMU, v kterémžto případě se zlotý může dostat až pod 4,20.

Maďarský forint je na tom stejně jako zlotý. Na silnější, řekneme únorové úrovni, se asi vrátí poměrně lehce, dále však jen tak neposílí. Jedinou nadějí je, že by se na Maďarsku stávající krize podepsala méně, než na Eurozóně, což se vzhledem k přece jenom lepšímu strukturálnímu podkladu ekonomiky nedá úplně vyloučit (byť předstihové indikátory ani první tvrdá data nic takového prozatím neindikují).

Situace ohledně nemoci COVID19 se pozvolna stabilizuje. Vlády postupně uvolňují dříve nastavená omezení, obchody se otevírají, firmy obnovují výrobu, centrální banky nadále vše podporují uvolněnými měnovými politikami a vlády fiskálními podpůrnými balíčky. Zdá se tak, že to nejhorší je za námi. Vědci ví mnohem více o viru COVID19 a především se společnost vrací z vystrašené nálady do normálu. To vše se na akciových trzích postupně bude odrážet v pozitivní náladě. Mnoho trhů se po únorových a březnových propadech nadále obchodují na atraktivních úrovních, které indikují, že ve střednědobém horizontu 2-3 let by mělo být akciové zhodnocení nadstandardní. Stěžejní však bude zvládnutí konečné uvolňování přijatých opatření a nastartování ekonomik. Akceleraci ekonomické aktivity tak nyní očekáváme především v druhé polovině roku, růst ziskových ukazatelů korporací až koncem roku. Výhled na globální akciové trhy pro zbytek roku 2020 máme regionálně selektivní- pozitivní jsme na evropské a rozvíjející se trhy, nadále opatrní jsme naopak na US trhy.

Nejvyšší růstový potenciál v rámci středoevropského regionu nyní vidíme u slovinských a některých českých akcií. Silné propady způsobené šířením COVID 19 dle nás ve střednědobém horizontu poskytují zajímavé investiční příležitosti. Místní trhy se vyznačují vysokými dividendovými výnosy (pro rok 2020 zřejmě nebude platit) 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*