

Březen a strategie smíšeného portfolia Rentier

Hlavními událostmi března byly kolapsy amerických bank SVB a Signature. Evropa do vzniklé nejistoty ohledně zdraví finančního systému přispěla vynucenou akvizicí a záchranou Credit Suisse. Tyto události trh interpretoval jako zvýšené riziko ve finančním systému a investoři začali přehodnocovat svá očekávání na mírnější nastavení monetární politiky hlavními centrálními bankami.

Následně americký Fed zvýšil základní úrokovou sazbu o čtvrt procentního bodu, což však již bylo široce očekáváno. Následovala tisková konference šéfa Fedu Powella, hovořícího o finančních podmínkách, které ovlivňuje Fed právě zmíněnými sazbami (mimo jiné). Tato sazba musí však postupně „prosáknout“ do reálné ekonomiky. Jedna věc je vyhlášená úroková sazba a druhá věc je sazba, za kterou se ekonomické subjekty financují, což se odvíjí ze základní sazby plus určitá riziková přírážka či kreditní prémie. V období stresu a nejistot věřitelé požadují tyto prémie vyšší, což byl právě případ posledních týdnů kvůli pádu zmíněných bank. Powel o těchto finančních podmínkách mluvil v kontextu, že současné utažení finančních podmínek kvůli nejistotě má efekt zhruba jako jedno zvýšení

sazeb. Zjednodušeně je možné, že z jeho pohledu jsou sazby (fin. podmínky) nyní utaženější o 0,5 procentního bodu. Tak jak se uvažovalo před pár měsíci.

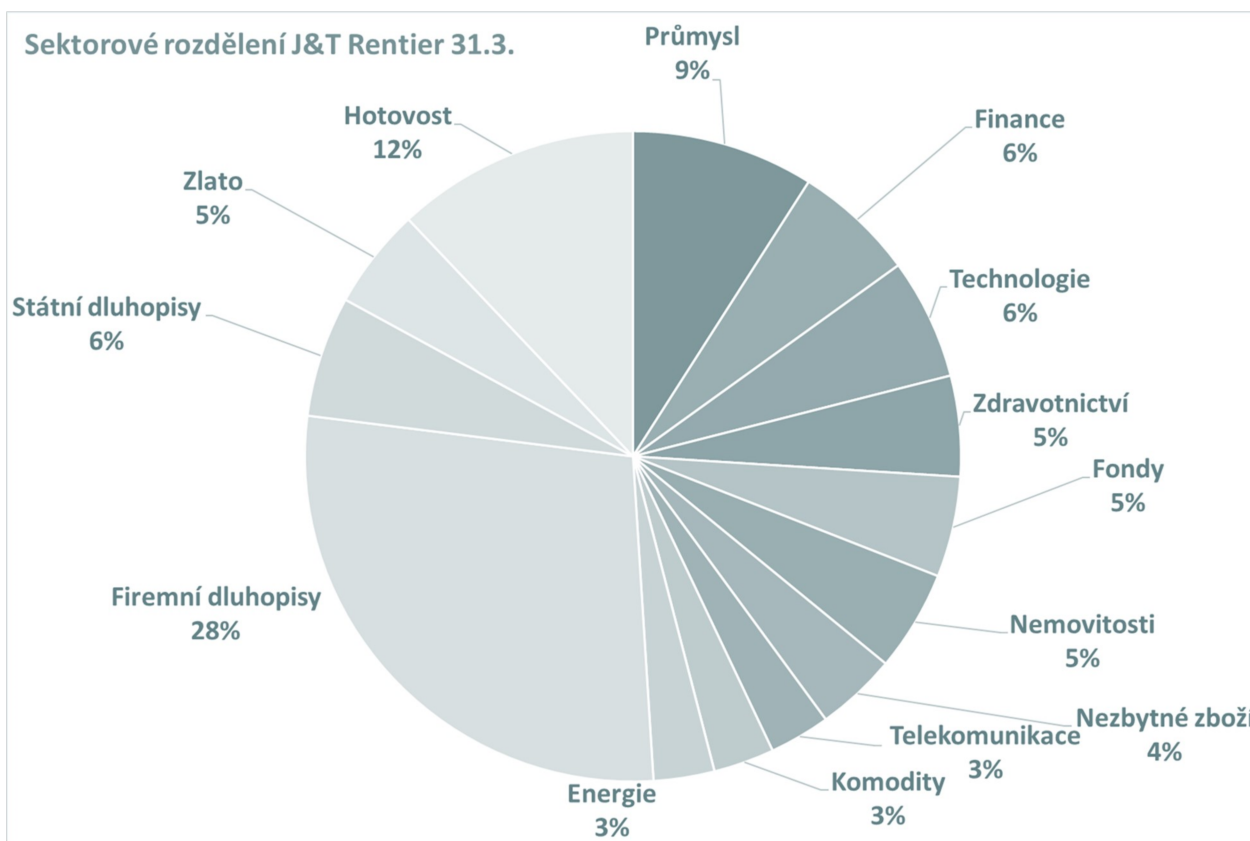
Několikrát jsme se v našich publikacích věnovali zpomalující inflaci, avšak toto tempo zpomalení a její zakořeněnost v ekonomice je znovu a znovu zklamáním. To bude zřejmě vyžadovat sazby na zvýšených úrovních déle, než je současné očekávání trhu na snižování sazeb už v létě. Vyloučit nelze nic, ale toto snížení by zřejmě vyžadovalo další eskalaci rizik ve finančním systému (reality, banky). A tady bychom měli možná být opatrní na to, co si přejeme. V současnosti tedy věříme, že centrální banky vidí stále jako problém číslo jedna inflaci a problémy bankovního sektoru berou vážně, nicméně jako problém (minimálně) číslo dvě, což bylo mj. cítit i z tiskové konference po posledním zasedání. A tento postoj s sebou nese delší období vyšších sazeb. Přestože je v delším horizontu nakonec níže čekáme, cesta bude zřejmě více hrbolatá, a proto ve fondu J&T Rentier nespěcháme s maximální alokací do aktiv citlivých na snížení úroků a jdeme touto cestou zvolna. To v praxi znamená alokaci 5 % portfolia do zlata a 5–10 %

do státních dluhopisů. Dále jsme během března přidali do akciové složky cca 5 % portfolia při zachování vysokého podílu hotovosti (došlo ke splatnosti některých bondů, které jsme přesunuli do akcií).

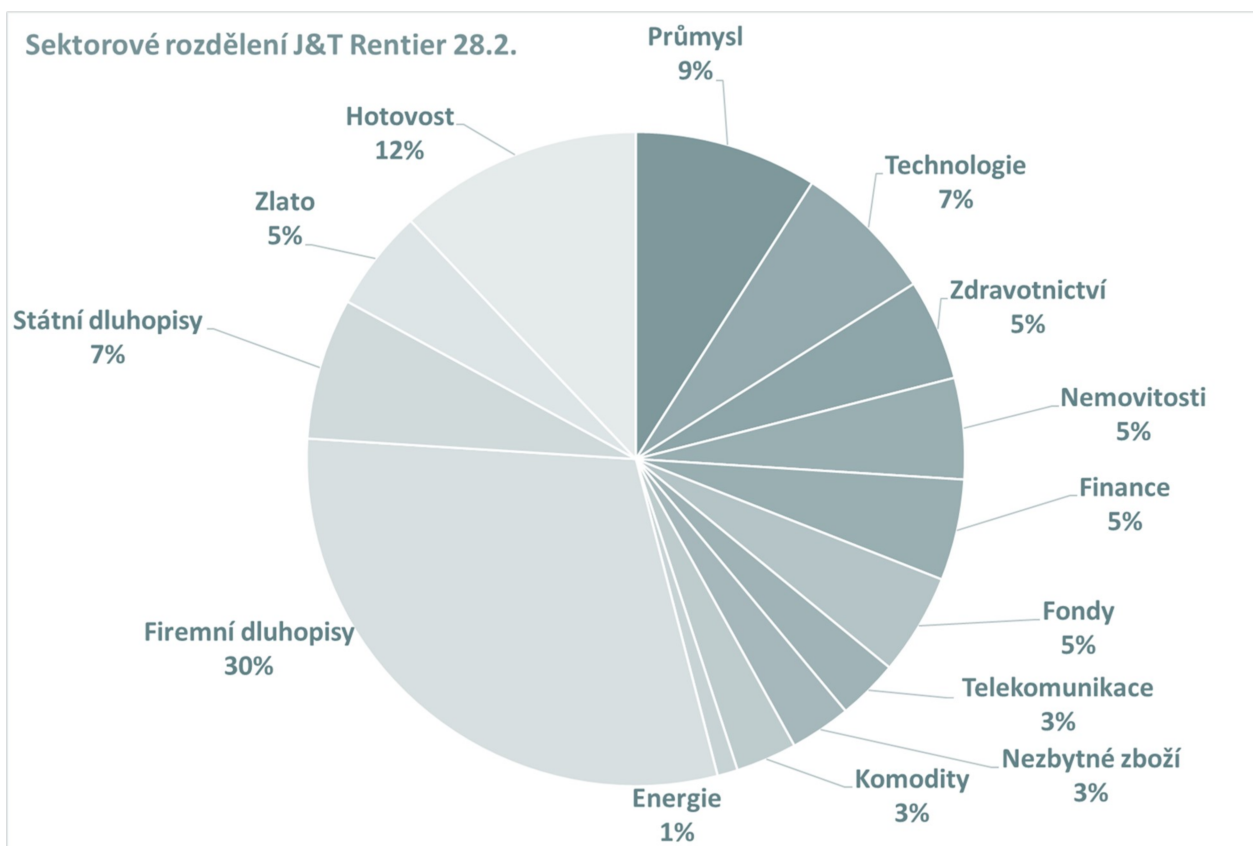
Další složka, která bude zřejmě reagovat na pokles sazeb pozitivně, je sektor technologií, kde vidíme v alokaci určité rezervy a část držené hotovosti je připravena na nákupy zde. V neposlední řadě je zde sektor nemovitostí (alokace 5 % fondu), který jako celek zažívá na trhu neveselé časy, když investoři vyhodnocují, které tituly jsou finančně zdravé

a pro které naopak představuje předchozí růst sazeb (zdražení nutného financování nemovitostí) fatální riziko. Zde hodnotíme akcie Vonovia, naší největší pozice, jako z těch zdravých.

Celkový podíl akcií držíme na úrovni 50 %, přičemž jej plánujeme navyšovat při případných slevách na trhu. J&T Rentier vloni reportoval pokles ceny podílového listu 2 %, za první kvartál roku 2023 pak reportujeme zhodnocení +5 % při ceně půl procenta od historických maxim fondu.



Zdroj: JTIS



Zdroj: JTIS

Strategie měnového zajištění dluhopisových fondů

V následujících odstavcích se pokusíme odpovědět na stále častější otázky, proč nespekulujeme alespoň na části dluhopisových portfolií na případné oslabení CZK. Tyto úvahy považujeme za relevantní, nicméně vzhledem k níže uvedenému hodnotíme jako investičně zodpovědnější mít zahraniční dluhopisové investice v EUR plně zajištěné (pro USD volíme strategii stejnou).

Nejdříve alespoň schematicky k fundamentům. Koruna předvedla „krasojízdu“ a od loňského léta přidala více než 4 % vůči euru na hodnotu cca 23,50 z 24,50. Naše typicky přebytková obchodní bilance se překlátila do kladného salda teprve v lednu, státní rozpočet je hluboce defi-

citní, ČNB dle všeho již několik měsíců intervence neprovádí a kladný úrokový diferencál vůči eurozóně se snižuje (grafy níže). Proto jsme se tohoto pohybu neúčastnili a naše investice byly plně zajištěné.

Zmíněný úrokový diferencál se sice snižuje již několik měsíců napříč křivkou, každopádně pro volbu měnového zajištění ho hodnotíme stále jako relativně vysoký. Při zajištění si totiž tuzemský investor vypůjčuje na své zahraniční investice eura, která na začátku transakce nemá. Tato eura si vypůjčí za tamní tržní úrokovou sazbu a nabízí svou měnu (CZK) za tuzemskou tržní sazbu. V současnosti se pohybuje roční

EUR sazba pro tyto transakce okolo úrovně 3,5 % p. a., v ČR se pohybuje lehce pod 7 % p. a. Zaokrouhleno, při zajištění investic na horizontu 12 měsíců inkasuje tuzemský CZK investor diferenciál okolo 3 %.

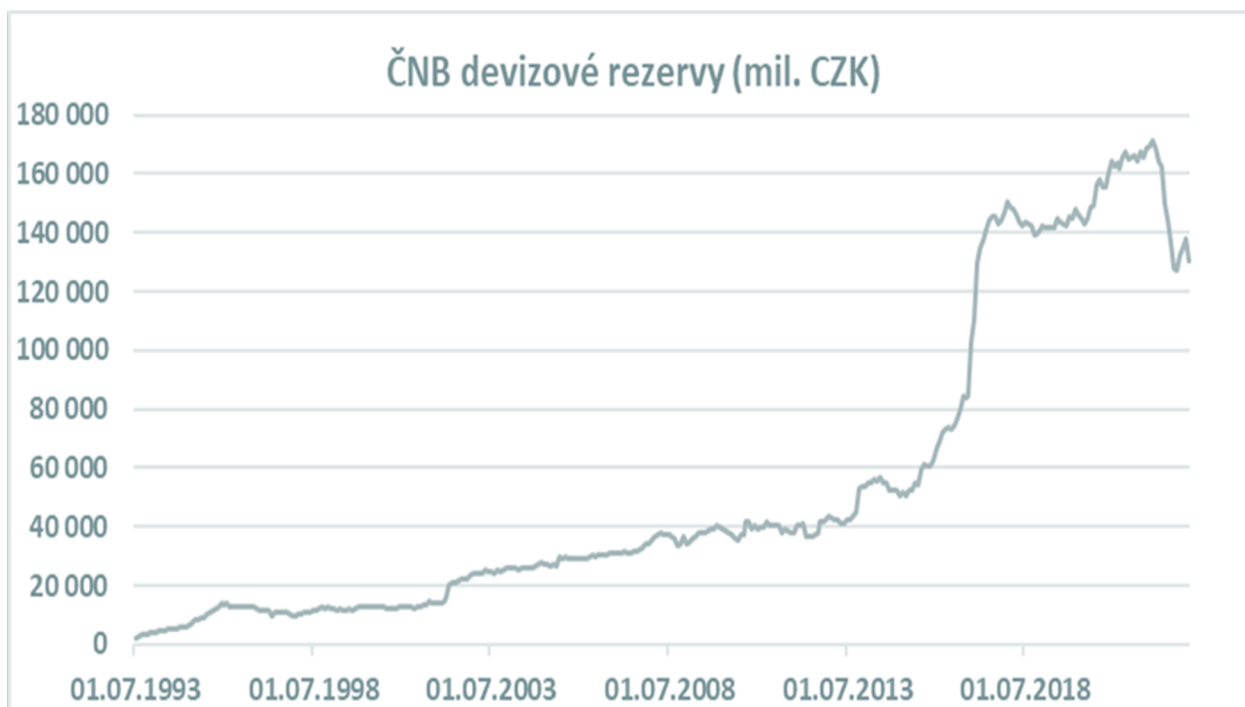
Pokud se nyní rozhodneme neprovádět měnové zajištění a „otevřeme“ měnové riziko, naše spekulace by měla být na ročním horizontu úspěšnější než tento rozdíl 3,0–3,5 %, aby celá akce dávala smysl. Tzn. pár EUR/CZK se musí posunout z úrovně cca 23,50 na úroveň zhruba 24,25 a výše. A hodnota 24,50 je už hodnota, kde dle pravidla palce naposledy na podzim ČNB aktivně prodávala devizové rezervy a tlačila na posílení CZK. Záměry ČNB ohledně dalších intervencí samozřejmě neznáme, ale současnou

zásobu devizových rezerv na případné intervence hodnotíme nyní jako více než dostatečné (graf).

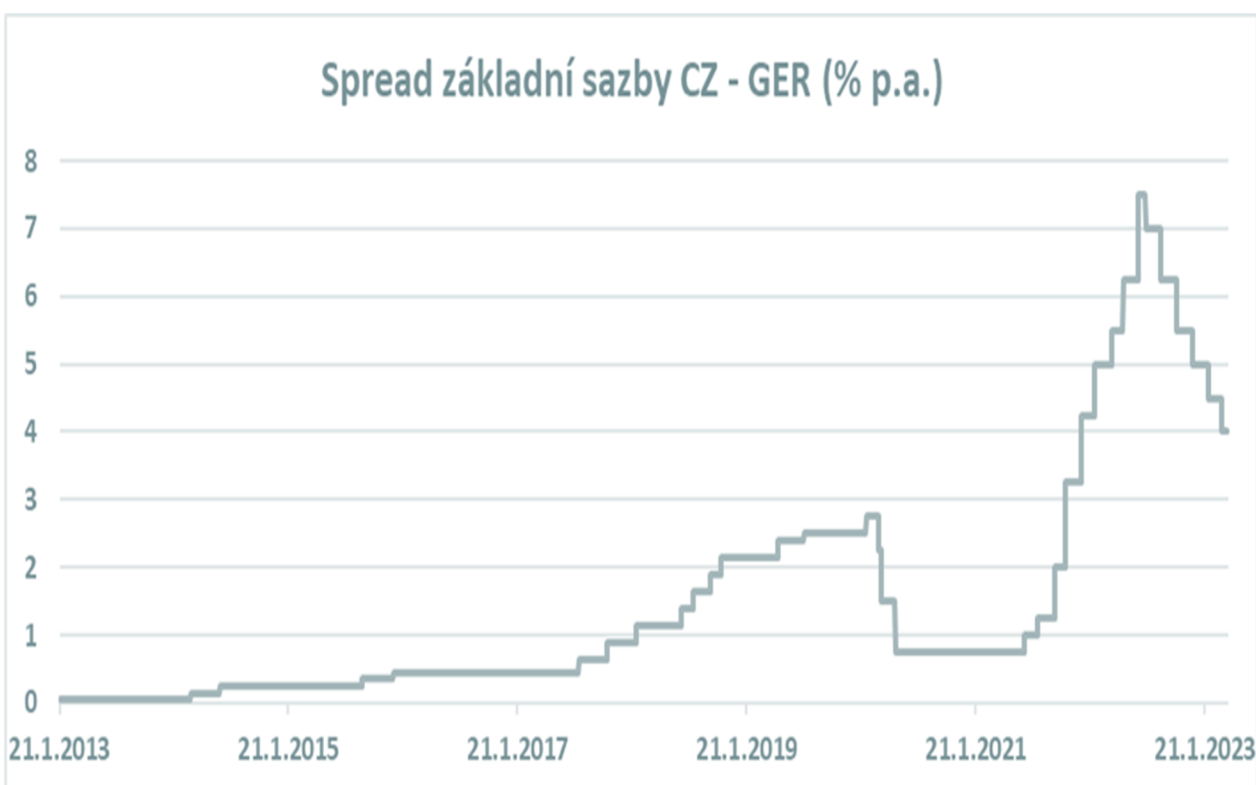
Sečteno, přestože považujeme českou měnu za příliš silnou vůči euru, do spekulací na její pokles se momentálně nepouštíme a měnové riziko zajišťujeme. Jako potenciální spouštěč pro oslabení CZK by mohla sloužit případná riziková averze na evropských aktivech, kde CZK reaguje na rizika velmi často dynamičtěji než eurozóna, či zdražení komodit a následné zhoršení obchodní bilance kvůli dražším dovozům. Pozitivním překvapením pro korunu by bylo zvýšení sazeb bankovní radou ČNB. Tato myšlenka je dle komentářů našich centrálních bankéřů na stole spíše než snížení sazeb.



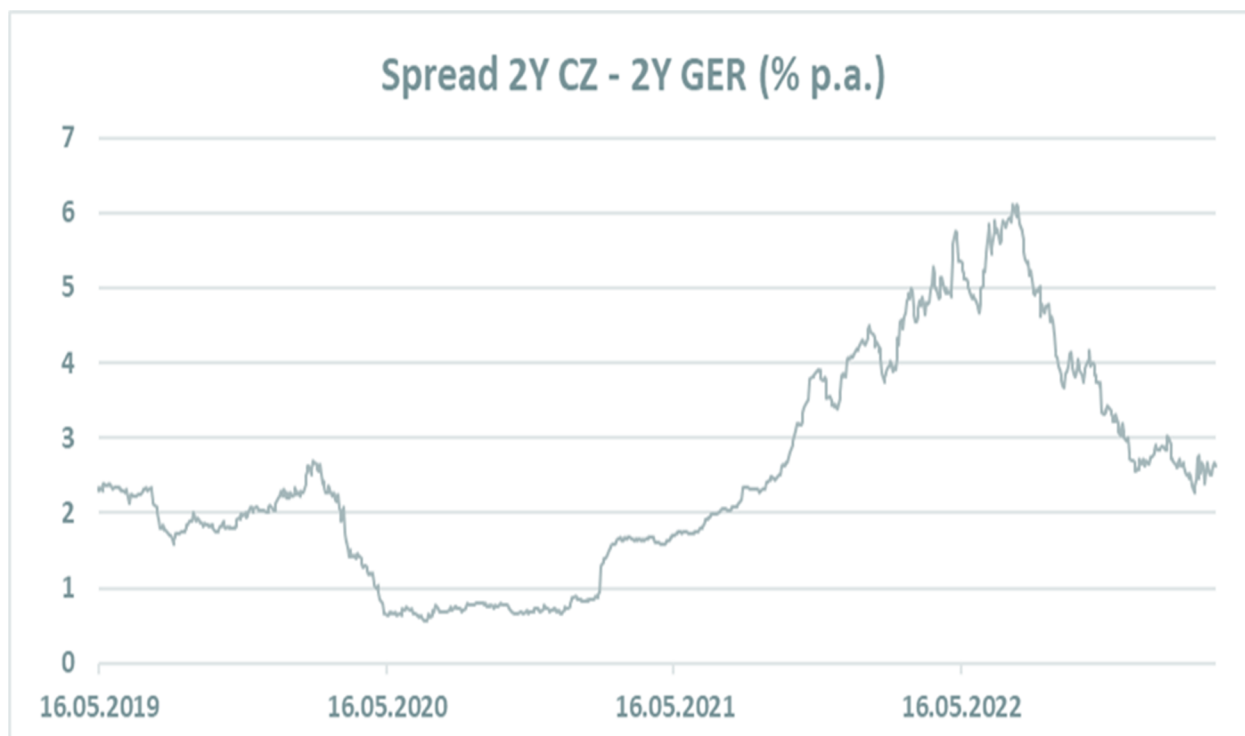
Zdroj: Bloomberg, JTIS



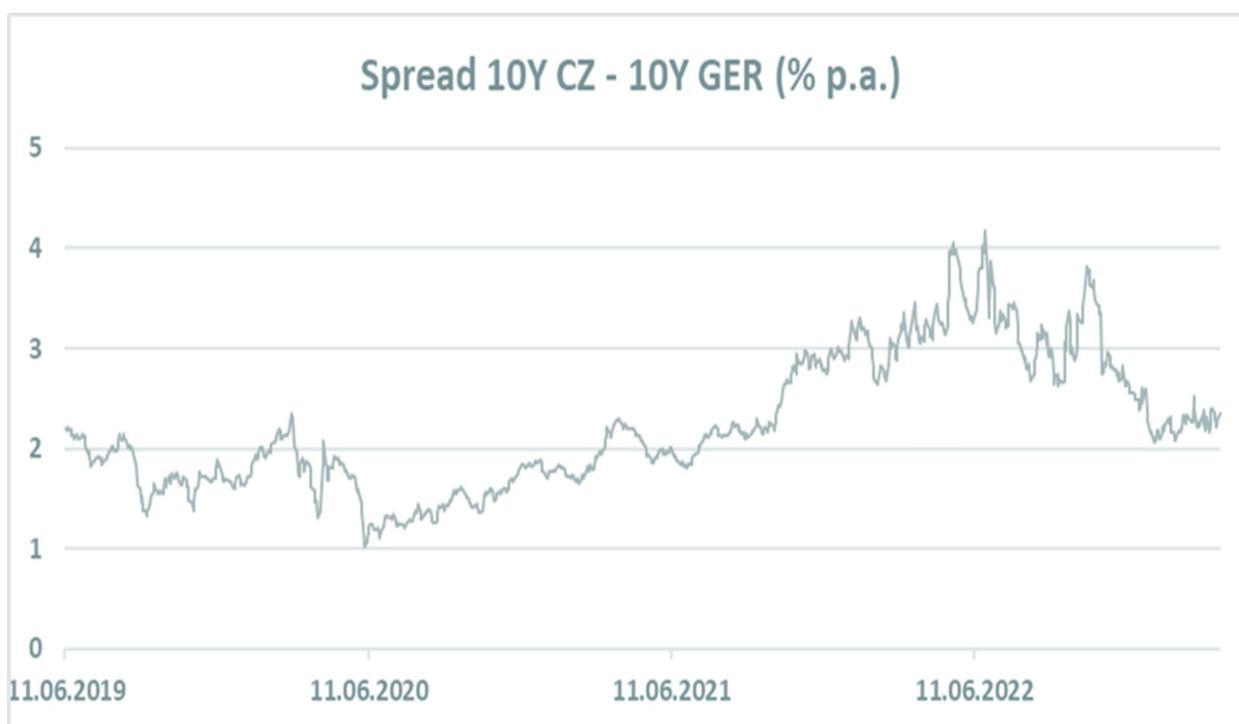
Zdroj: Bloomberg, JTIS



Zdroj: Bloomberg, JTIS



Zdroj: Bloomberg, JTIS



Zdroj: Bloomberg, JTIS

Marek Ševčík | 05.04.2023

BŘEZEN VE FONDECH

J&T BOND

V březnu jsme na primárním trhu koupili dluhopis Siemens splatný v roce 2036. Rovněž jsme investovali do dluhopisu Heimstaden Bostad a ročního zajištěného bondu francouzských supermarketů Casino. Mírně jsme navýšili americké i české státní dluhopisy. Splacený dluhopis banky HSBC jsme nahradili navýšením Banco Santander a nákupem francouzské BNP. Přidali jsme také dluhopis Air France. Modifikovaná durace portfolia vzrostla na 2,74. Hrubý výnos do splatnosti portfolia byl na konci měsíce 7,22 %.

J&T MONEY

V březnu jsme posílili investici do dluhopisu Air France, naopak předčasně byl splacen dluhopis TEVA. Holding EPH také na konci měsíce splatil dvě směnky. Zvýšený podíl hotovosti investujeme prostřednictvím repo operací a státních pokladničních poukázek. Modifikovaná durace portfolia mírně poklesla na hodnotu 2,0. Hrubý výnos do splatnosti portfolia byl na konci měsíce 6,89 %.

J&T CREDIT OPPORTUNITIES

V březnu jsme na primárním trhu koupili dluhopis Siemens splatný v roce 2036. Rovněž jsme investovali do dluhopisu Heimstaden Bostad a ročního zajištěného bondu francouzských supermarketů Casino. Navýšili jsme desetileté americké státní dluhopisy. Splacený dluhopis banky HSBC jsme nahradili navýšením Banco

Santander a nákupem francouzské BNP. Přidali jsme také dluhopis Air France. Modifikovaná durace portfolia vzrostla na 2,56. Hrubý výnos do splatnosti portfolia byl na konci měsíce 6,5 %.

J&T RENTIER

V dluhopisové části byla splacena perpetuita HSBC, zároveň jsme navýšili pozici v českých státních dluhopisech. Modifikovaná durace činila 3,3, výnos do splatnosti 7,4 % p. a. V akciové části jsme navýšili Johnson and Johnson, Astra-Zeneca, BNP, Vonovia a Chevron. Prodali jsme polovinu Broadcomu kvůli jeho expozici na Čínu. Strategická alokace byla v březnu 50 % akcií a 50 % dluhopisů.

J&T DIVIDEND

V průběhu měsíce jsme portfolio doplňovali o akcie Mety, Vonovie, přikoupili jsme po poklesu i akcie Erste a vrátili se do ropného segmentu přes OMV a Petrobras. Snížili jsme váhu Googlu, když lepší expozici na nové trendy à la „ChatGPT“ nám přináší podle našeho názoru Microsoft. Podíl hotovosti se snížil ke 14 %. Nejbližší týdny nám mohou přinést vyšší výkyvy akciového trhu, to bude příležitost kupovat. Od začátku roku fond reportuje zhodnocení 9 %.

J&T MONEY II

V březnu byla splacena perpetuita HSBC a také dluhopis PasserInvest 5,25 % 2023. Navýšili jsme pozice v českém státním dluhopisu splat-

ném v roce 2035 a také v bondu Hidrovias 4,95 % 2031. Nakoupili jsme Heimstaden Bostad perpetuitu. Modifikovaná durace činí 2,0. Výnos do splatnosti portfolia činí 7,2 % p. a.

J&T KOMODITNÍ

V březnu jsme opět navýšili pozici v ETF iShares Bloomberg Enhanced Roll Yield Commodity, který optimalizuje strategii rolování kontraktů při zohlednění sklonu termínové křivky. Naopak jsme uprodali ETF Invesco Bloomberg Commodity, který investuje do stejného indexu, nicméně pasivně. Pokračujeme tak v přesunu aktiv do instrumentů s aktivní strategií ve snaze o zvýšení výnosu z držení komoditních indexů. Rovněž jsme uprodali ETF na stříbro po růstu cen.

J&T LIFE 2035

V březnu jsme investovali volné peněžní prostředky především do ETF na evropské nemovitosti po výrazné korekci. Nakoupili jsme indexový fond BNP Paribas Easy FTSE EPRA/NAREIT

Developed Europe, který je zaměřený na realitní trusty západoevropských států s vysokými diskonty vůči NAV. Kromě toho jsme obdrželi kupony dluhopisu PPF Arena a TMR.

J&T OPPORTUNITY

Naše portfolio přidalo za březen lehce nad 1 % a od začátku roku jsme +19,73 %. Z portfolia jsme uprodali a vybírali zisky na Rolls-Royce, Sareptě (před poklesem), zatrejdovali jsme si na ČEZu a vzali stoploss na zbytku Sociétés Générales. Po mohutném poklesu evropských bank jsme se na úrovni pod 50 EUR/akcii vrátili do BNP Paribas a navýšili pozice v Komerční bance a Alpha Bank. Výprodeje ve světě jsme využili i k nákupu akcií řecké PPC, kde 5% balík oznámil Goldman Sachs. Po oznámení o navýšení kapitálu a poklesu ceny jsme otevřeli long pozici v cestovní kanceláři TUI. V průběhu měsíce jsme snížili váhu hotovosti k 11 %, 89 % portfolia je zainvestováno v akcích.



Upozornění:

Toto propagační sdělení vychází z aktuálně dostupných informací v čase jeho zhotovení k výše uvedenému dni. Uvedené informace nepředstavují nabídku, investiční poradenství, investiční doporučení k nákupu či prodeji jakýchkoliv investičních nástrojů ani analýzu investičních příležitostí. Jsou-li uvedeny v tomto sdělení výnosy, uvádí se v hrubých hodnotách, přičemž pro získání čistých hodnot výnosů je třeba zohlednit také účtované poplatky a případné zdanění, které závisí na osobních poměrech investora a může se měnit. Uvedené prognózy nejsou spolehlivým ukazatelem budoucí výkonnosti. J&T INVESTIČNÍ SPOLEČNOST, a.s. nenese žádnou odpovědnost, která by mohla vzniknout v důsledku použití informací uvedených v tomto materiálu. S investičními nástroji je spojeno riziko kolísání aktuální hodnoty investované částky a výnosů z ní a není zaručena návratnost původně investované částky. O případné vhodnosti investičních nástrojů se poraďte se svým bankéřem, investičním zprostředkovatelem nebo jeho vázaným zástupcem. Sdělení může obsahovat informace týkající se investičních nástrojů nebo emitentů, u kterých má společnost své vlastní zájmy. Za zprostředkování úpisu investičních nástrojů může společnost vyplatit svým smluvním partnerům provizi z objemu zprostředkovaných investic. Obecné informace o pobídkách jsou zveřejněny na www.jtis.cz.

