

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ZÁŘÍ 2022

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **153,2411**

Výkonnost za poslední měsíc **-6,82 %**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **145,5917**

Výkonnost za poslední měsíc **-3,02 %**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **131,2668**

Výkonnost za poslední měsíc **-0,17 %**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Na obou březích Atlantiku byl vývoj na trzích vládních dluhopisů během září podobný. Až do téměř samého závěru měsíce výnosy rostly, hnány obavou z inflace. Ve Spojených státech se tak desetiletý výnos dostal až na dostřel 4 %, což bylo nejvýše od roku 2010, v Eurozóně pak německé desetileté výnosy v jistý moment přesáhly 2,30 %. Po slabších datech z USA (pokles otevřených pracovních míst o milion na stále silných 10,1 milionu, slabší PMI) koncem září se pak desetileté výnosy vrátily na 3,6 % resp. 1,8 %. Na krátkém konci byly samozřejmě pohyby stejné: dvouleté německé výnosy poklesly ze 2 % na 1,6 %, americké pak ze 4,30 % na 4,10 %.

DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka v září kopírovala vývoj v zahraničí. Nejdřív dlouhé výnosy narostly až na 5,40 % aby koncem měsíce skončily těsně nad 5 %. Z domácích dat nebylo pro vývoj výnosů důležitého nic, krátký konec zůstal ukotvený neochotou ČNB k dalšímu růstu sazeb na hladině 6 %.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Polská výnosová křivka během září narostla a snížila mírně svůj sklon. Mírný růst sazeb na krátkém konci a neodmítání možnosti dalšího růstu posunuly krátký konec nahoru o zhruba 30 b.b. (na 7,4 %). Na dlouhém konci pak byl růst výnosů mnohem větší – posunem oproti konci srpna o cca 1 p.b. se desetileté výnosy dostaly na 7,2 %.

Zatímco během července a srpna válečná fronta nikterak nepostoupila, v září došlo k realizaci úspěšné protiofenzivy v Charkovském regionu, který ukrajinská armáda téměř celý ovládla. Díky úspěšnému zapojení nové techniky se Ukrajině podařilo výrazným způsobem narušit logistiku a zázemí hluboko za frontovou linií. Vážnoucí zásobování, nedostatek munice, vysoká roztržitost struktury ruských jednotek (dobrovolníci, milice, profesionální žoldnéři) a rostoucí demotivace přispěly k rychlému postupu na východ až k hranicím Luhanské oblasti. Ukrajině se zatím podařilo získat zpět cca 15 % z území, zabraného po únoru 2022. Rusko nadále okupuje necelých 20 % (100 % Krymu, Chersonu a Luhanské oblasti a cca 60-70 % Doněcké a Záporoží; cca 110 tis.km2) země.

Již v průběhu srpna byly formálně schváleny podmínky restrukturalizace cizoměnových ukrajinských státních dluhopisů - pozastavení kupónových plateb z ukrajinských státních dluhopisů a dvouletému prodloužení splatnosti. Cílem je snížení tlaku na cash flow ze státního rozpočtu a získání času. Ukrajinská vláda se snaží včas řešit tlak na výdajovou stránku rozpočtu po dobu probíhající války a zahájila otevřenou komunikaci s dluhopisovými věřiteli. V jednání je masivní program ze strany IMF a současně probíhá kontinuální distribuce zahraniční pomoci (řádově 1-5 mld USD měsíčně). Ceny dluhopisů se pohybovaly pod úrovní 30 % za nominální hodnotu.

Shora popsany vývoj na trhu vládních dluhopisů se samozřejmě odrážel i na trhu dluhopisů korporátních. Tzv. total return index (TRI) v případě korporátních dluhopisů spekulativního stupně denominovaných v EUR oproti konci srpna poklesl o 3,8 %, u dolarových o 3,7 %. V případě investičního stupně byl vývoj mírně jiný – na dolarových instrumentech poklesl o 6,1 %, na instrumentech denominovaných v euru pak stagnace. Kreditní prémie u investičních dluhopisů denominovaných v EUR po výrazném srpnovém růstu opět vzrostly i v září, a to jak u spekulativních (+12 %), tak u investičních instrumentů (+12,7 %).

Ukrajinské dluhopisy

Firmní dluhopisy

Globální trhy

Akciovým vyspělým trhům se v září nedařilo. Americký index S&P 500 propadl o 9,3 %, evropský index DJ STOXX 600 o 6,6 % a japonský index Nikkei 225 o 7,7 %. Hlavním důvodem propadů akcí byly obavy ze zpřísňujících se měnových politik centrálních bank v podobě zvyšování úrokových sazeb a snižování objemu kupovaných dluhopisů. K zvyšování úrokových sazeb dochází kvůli rostoucí cenové hladině a to při velice nízké míře nezaměstnanosti a zpomalujícím ekonomikám. V rámci akciových trhů se nedařilo

MSCI World Index



spotřebitelskému, ocelářskému a nemovitostnímu sektoru. Dařilo se farmaceutickému průmyslu, který je obecně více odolný vůči ekonomickému cyklu. Nejvyšší propady akciových trhů se dostavily koncem měsíce, před začátkem nového čtvrtletí a zveřejňování hospodářských výsledků společností. Celkově se v letošním roce nedaří, a zřejmě v následujících měsících ani nebude dařit, společně s nízkými ziskovými maržemi a vysokým zadlužením, jejichž citlivost na dluhové náklady je vysoká. To vedlo k poklesu například technologického indexu Nasdaq v letošním roce již o 32,4 %.

Střední Evropa následovala dění na vyspělých trzích. Pokračující inflační tlaky, utažené měnové politiky centrálních bank a slábnoucí spotřebitel vedly k propadům místních akciových trhů. Lépe se dařilo dobře kapitalizovaným bankám, které nyní navíc těží z vysokých úrokových sazeb a prozatím nízkých oprávek k nesplaceným úvěrům. Výrazně ztrácely především Utility a polské energetické společnosti PKN Orlen nebo PiGNIG u nichž hrozí zavedení (nebo již proběhlo) sektorových daní nebo stropu na ceny elektřiny, plynu nebo paliv. Sektorové daně hrozí také bankovnímu sektoru, avšak výrazná část dopadu je již po propadech cen akcií zaceněna, a při současných hodnotových ukazatelích nabízí zajímavý potenciál. Český index PX v září klesl o 4,3 %, polský index WIG30 ztratil 10,2 % a rumunský index BET 11,8 %.

Velké ztráty se nevyhnuly ani akciím na rozvíjejících se trzích. Souhrnný index MSCI Emerging Markets USD odepsal téměř 12 %, a zaznamenal tak letos nejhorší měsíc a největší ztrátu od března 2020. Propady rizikových aktiv byly opět způsobeny především obavami z vysoké inflace, zpomalujícího ekonomického růstu a nižší poptávky po exportech. Hlavní asijské trhy v čele s Čínou klesaly, vrásky na čele přidělyvaly investorům nadále proticovidová opatření a situace na čínském realitním trhu. Přes 10 % ztratily akcie na Taiwanu, Hong-Kongu a v Jižní Koreji. Relativně lépe se vedlo čínským domácím akciím (-6,7 %, A-Shares) a indickým akciím (-3,5 %). Trhy v Latinské Americe pokračují ve slušných výsledcích, brazilské akcie dokázaly připsat v září půl procenta. Pozitivním faktorem byla klesající inflace a očekávaný konec zpřísňování měnové politiky. Kladné zhodnocení dokázaly zaznamenat ještě turecké akcie, domácí investoři nakupují akcie ve snaze zajistit své úspory proti ohromné inflaci, což tlačí ceny vzhůru. Obecně negativním faktorem pro rozvíjející se trhy je nadále silný dolar.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolio v tomto měsíci poklesla o 6,82 %. Vyspělé akciové trhy v čele s USA pokračovaly v poklesu, FED nadále udržuje ještě větší přístup a zvyšuje úrokové sazby, přidávají se obavy z poklesu zisků firem a zhoršení výhledu. Obecně se více dařilo defenzivním odvětvím, naopak zadlužené a neziskové společnosti dále strádají. Ztráty evropských trhů byly ve srovnání s americkými protějšky nižší, k tomu přispěl i souhlas států EU s cenovým stropem na elektřinu. Rozvíjející se trhy skončily ve větších ztrátách než vyspělé. Pokračoval propad Číny, který mají na svědomí obavy o zdraví realitního trhu a přísná proticovidová opatření. Většina trhů ostatních asijských ekonomik také skončila v záporu. Nejlépe se dařilo tureckým akciím, které vyhnali do zisku domácí investoři hledající ochranu před vysokou inflací.

V průběhu září jsme se rozhodli navýšit podíl vysoce úročených dluhopisů v portfoliu. Domníváme se, že nynější propady již zaceňují veškerá negativa a nabízí vysoký výnos do splatnosti.

Koruna vůči euru i dolaru oslabila, měnové zajištění působilo na výkonnost portfolio 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					7,44%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	4,02%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,82%	0,82%	3,41%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					4,36%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,04%	-0,04%	2,62%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,14%	0,14%	1,75%
Dluhopisové fondy - ostatní					4,32%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,21%	-1,21%	2,04%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,12%	-0,12%	1,29%
BGF Asian High Yield Bond I2	Asie (bez Japonska)	USD	-5,91%	-3,41%	0,98%
Fondy alternativních investic					4,85%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,85%
Akciové fondy					82,26%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-9,34%	-9,34%	11,16%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-4,83%	-2,30%	4,08%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-8,13%	-5,68%	3,68%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-9,42%	-7,01%	3,59%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-10,07%	-7,68%	3,57%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-9,33%	-9,31%	3,50%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-11,69%	-9,34%	3,48%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-4,96%	-2,43%	3,48%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-5,75%	-3,24%	3,45%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	-5,94%	-5,92%	2,66%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-6,53%	-6,51%	2,66%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-8,69%	-8,67%	2,57%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-8,79%	-6,36%	2,52%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-7,17%	-7,15%	2,48%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-5,85%	-5,83%	2,46%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-11,20%	-8,84%	2,44%
CS (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-8,50%	-6,06%	2,39%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-8,15%	-8,13%	2,28%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-8,04%	-5,59%	2,27%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-6,95%	-6,93%	2,27%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-10,97%	-8,60%	2,06%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	-3,53%	-5,14%	1,86%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-4,69%	-6,28%	1,78%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-10,11%	-7,72%	1,72%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-12,28%	-9,94%	1,67%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-9,88%	-7,48%	1,53%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-10,41%	-8,02%	1,49%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-8,78%	-6,35%	1,01%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	-3,77%	-5,37%	0,78%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-5,64%	-7,21%	0,76%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	2,39%	2,41%	0,62%
OSTATNÍ					-3,23%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci poklesla o 3,02 %. Vyspělé akciové trhy v čele s USA pokračovaly v poklesu, FED nadále udržuje jestřábí přístup a zvyšuje úrokové sazby, přidávají se obavy z poklesu zisků firem a zhoršení výhledu. Obecně se více dařilo defenzivním odvětvím, naopak zadlužené a neziskové společnosti dále strádají. Ztráty evropských trhů byly ve srovnání s americkými protějšky nižší, k tomu přispěl i souhlas států EU s cenovým stropem na elektřinu. Rozvíjející se trhy skončily ve větších ztrátách než vyspělé. Pokračoval propad Číny, který mají na svědomí obavy o zdraví realitního trhu a přísná proticovidová opatření. Většina trhů ostatních asijských ekonomik také skončila v záporu. Nejlépe se dařilo tureckým akciím, které vyhnali do zisku domácí investoři hledající ochranu před vysokou inflací.

Dluhopisová složka zaznamenala mírnou ztrátu.

V průběhu září jsme se rozhodli navýšit podíl vysoce úročených dluhopisů v portfoliu. Domníváme se, že nynější propady již zaceňují veškerá negativa a nabízí vysoký výnos do splatnosti.

Koruna vůči dolaru oslabil, měnové zajištění působilo na výkonnost portfolia negativně.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			Rozložení portfolia
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	
Krátkodobé investice					17,75%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	3,37%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,82%	0,82%	14,39%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					34,92%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,04%	-0,04%	20,93%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,14%	0,14%	13,99%
Dluhopisové fondy - ostatní					11,12%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,21%	-1,21%	4,36%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,12%	-0,12%	2,89%
BGF Asian High Yield Bond I2	Asie (bez Japonska)	USD	-5,91%	-3,41%	2,53%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	n/a	n/a	1,34%
Fondy alternativních investic					4,45%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,45%
Akciové fondy					33,47%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-9,34%	-9,34%	4,61%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-4,83%	-2,30%	1,69%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-8,13%	-5,68%	1,48%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-10,07%	-7,68%	1,46%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-5,75%	-3,24%	1,43%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-9,42%	-7,01%	1,43%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-9,33%	-9,31%	1,42%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-4,96%	-2,43%	1,42%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-11,69%	-9,34%	1,41%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	-5,94%	-5,92%	1,06%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-6,53%	-6,51%	1,05%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-8,79%	-6,36%	1,01%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-8,69%	-8,67%	1,01%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-11,20%	-8,84%	1,01%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-5,85%	-5,83%	0,99%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-7,17%	-7,15%	0,98%
CS (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-8,50%	-6,06%	0,97%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-8,15%	-8,13%	0,95%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-6,95%	-6,93%	0,90%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-8,04%	-5,59%	0,89%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-10,97%	-8,60%	0,86%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-10,41%	-8,02%	0,84%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-4,69%	-6,28%	0,73%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	-3,53%	-5,14%	0,72%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-12,28%	-9,94%	0,67%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-9,88%	-7,48%	0,62%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-10,11%	-7,72%	0,49%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-8,78%	-6,35%	0,42%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	-3,77%	-5,37%	0,31%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-5,64%	-7,21%	0,31%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	2,39%	2,41%	0,30%
OSTATNÍ					-1,71%

Konzervativní portfolio

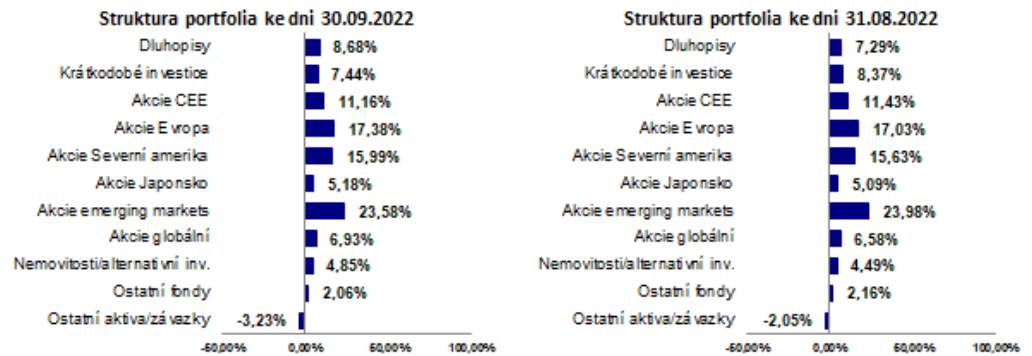
Hodnota portfolia tento měsíc poklesla o 0,17 %. Září přineslo ztráty i na dluhopisových trzích. Výnosy amerických i západoevropských dluhopisů v průběhu září poměrně výrazně vzrostly, ke konci měsíce zaznamenaly mírnou korekci. ČNB dále udržuje sazby na stabilní úrovni, nicméně i tak se česká výnosová křivka posunula vzhůru. V našem portfoliu se nejvíce dařilo fondu korporátních dluhopisů.

V průběhu září jsme se rozhodli navýšit podíl vysoce úročených dluhopisů v portfoliu. Domníváme se, že nynější propady již zaceňují veškerá negativa a nabízí vysoký výnos do splatnosti.

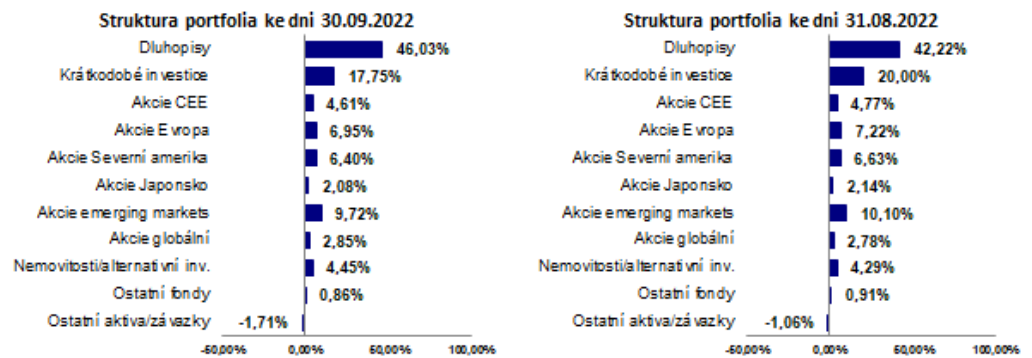
Žádná z cizoměnových pozic nepřesáhla hranici 1,5 mil. Kč, od které zajišťujeme měnové riziko.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					28,10%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,97%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,82%	0,82%	26,14%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					54,12%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,04%	-0,04%	32,42%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,14%	0,14%	21,70%
Dluhopisové fondy - ostatní					10,12%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,21%	-1,21%	3,97%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,12%	-0,12%	2,61%
BGF Asian High Yield Bond I2	Asie (bez Japonska)	USD	-5,91%	-3,41%	2,31%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	n/a	n/a	1,22%
Fondy alternativních investic					4,27%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,27%
Akciové fondy					3,50%
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-11,47%	-9,11%	1,02%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-9,34%	-9,34%	0,48%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-6,53%	-6,51%	0,38%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-5,85%	-5,83%	0,36%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-8,13%	-5,68%	0,28%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-9,42%	-7,01%	0,27%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	-5,04%	-6,62%	0,22%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-4,96%	-2,43%	0,15%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-5,75%	-3,24%	0,14%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-8,79%	-6,36%	0,10%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-10,97%	-8,60%	0,09%
OSTATNÍ					-0,10%

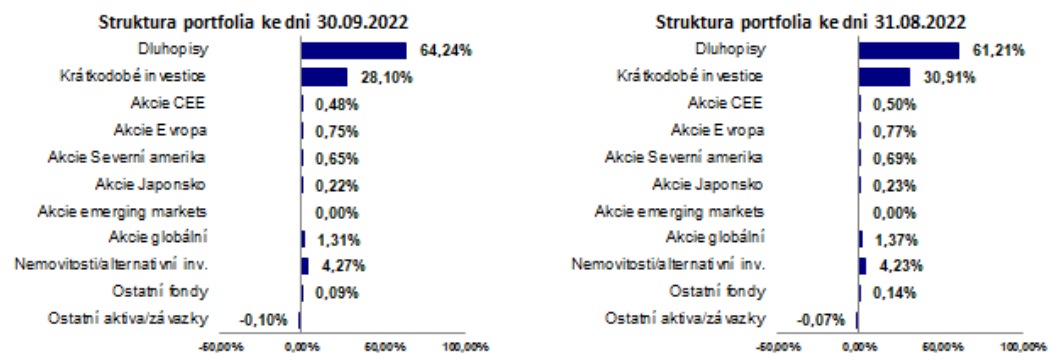
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

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

Zaprvé je zde extrémní emisní aktivita vlády. V červnu představená rozpočtová strategie ČR plánuje na další roky deficity přesahující 300 mld. korun ročně a je dost možné, že to bude kvůli neadresnému charakteru pomoci (s energiemi, s inflací atd.) ještě více. Vláda sice plánuje tzv. „válečnou daň“ (extra zdanění některých subjektů), ale zatím žádný zákon schválený není a celou díru ve veřejných financích to ani zdaleka nepokryje. O nabídku dluhopisů se tak trh bát nemusí. S pokračujícím zadlužováním samozřejmě roste i kreditní riziko.

Zadruhé, Česká republika má stále velmi vysokou inflaci. I když se Bankovní rada v srpnu i v září rozhodla pro stabilitu sazeb, domníváme se, že realita velmi vysoké inflace, živěné i napjatým trhem práce, obrovskými strukturálními deficity a růstem mezd daleko přesahujícím růst produktivity práce nakonec zvítězí a sazby ještě zamíří nahoru.

Zatřetí, poptávkové tlaky jsou vysoké i v zahraničí a FED i Eurozóna utahují měnovou politiku. Je sice možné, že velké centrální banky pojedou v módu stop/go, ale trend k výrazně přísnější politice přetrvá. To bude to pro regionální měny negativní; ze slabosti jejich měn totiž pak plyne dodatečný tlak na centrální banky a jejich sazby. Ano, ČNB může nějakou dobu intervenovat, ale ani její rezervy nejsou bezedné.

Jediným faktorem proti růstu domácích sazeb tak je už jen domácí bankovní sektor nacházející se ve výrazném přebytku likvidity (a tudíž schopný absorbovat i výrazně velké nové emise dluhopisů bez větších problémů). To ale stačit nebude. Proto se nadále domníváme, že české dluhopisy budou dále ještě výnosově růst a že jejich cenové dno jsme ještě neviděli.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

I polské dluhopisy mají ještě potenciál k dalšímu růstu výnosů. Inflace je velmi vysoko, zlotý zůstává slabý, polská vláda svými anti-inflačními balíčky prohlubuje deficit (a tudíž zvyšuje nabídku dluhopisů).

Západ je nadále silně zaměstnán dopady energetické krize, vyplývající ze snížených či přerušovaných dodávek plynu, což narušuje soustředění na bezproblémové a rychlé uskutečnění podpory. S blížící se zimou energetická nouze ještě zesílí, což bude živit populistické strany, erodovat politickou soudržnost Evropy a nahrávat snaze Ruska o vyřešení situace a vylepšovat jeho vyjednávací pozici. Aktuální podoba konfliktu a rostoucí rizika útoku na kritickou evropskou infrastrukturu nicméně jakákoliv diplomatická jednání výrazně komplikují. Díky vojenským neúspěchům sice probíhají změny ve vnitřních strukturách ruské armády a politických špiček v Moskvě, výraznější trhliny nicméně patrně nejsou, případně jde o nepotvrzené spekulace. Je pravděpodobné, že s kupíci se neúspěchy se bude ruská armáda častěji uchýlovat k použití hrubé síly formou raketometů či balistických střel a zároveň bude pro ukrajinskou armádu těžší udržet stávající tempo postupu.

Měny

U kurzu **eura proti dolaru** se domníváme, že se Evropě podaří současnou energetickou krizi zvládnout (za cenu regulace, ale jinak to nejde), že ECB bude muset být v utahování v budoucnu agresivnější než Fed a že očekávání toho, kam se sazby dostanou, budou růst u ECB rychleji než u FED-u. Protože je to právě (očekávané) relativní nastavení měnových politik, které nejvíce v minulosti hýbalo kurzem, myslíme si, že do konce roku dojde k návratu kurzu směrem k 1,05.

Poté, co ČNB v posledních měsících **koruně** za cenu mnoha miliard eura bránila oslabit, se trh na nějakou dobu od spekulantů sázejících na oslabení koruny pročistil. I tak si však myslíme, že pro letošek má koruna svá maxima (z ledna: 24,20) již za sebou. Čekáme, že růst sazeb v USA a v Eurozóně bude pokračovat a že naopak Bankovní rada ČNB bude nějakou chvíli otálet s dalším utážením měnové politiky, i když bude zřejmé, že je potřeba. Proto si myslíme, že

koruna letos již neposílí a spíše ze stávajících hodnot zamíří postupně k 25. Ostatně, pohled na forint nebo zlotý indikuje, že nad 25 a spíše u 25,50 by koruna již dnes byla, kdyby jí nedávno v cestě nestála ČNB; v obou zemích jsou přitom sazby vyšší než v ČR. Navíc, ČR má dnes již zápornou obchodní bilanci a pryč je přebytek běžného účtu platební bilance. To je samozřejmě pro korunu negativní.

Polský zlotý je v horší situaci než česká koruna – za války, která je Polsku mnohem blíže než třeba ČR, bude silnější úroveň jenom vyhlížet, ve výraznějších 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 dalšímu očekávanému nárůstu eurových sazeb / výnosů tak letos nevidíme prostor pro výraznější posílení, než je ke 4,60, s mnohem vyšší pravděpodobností však zůstane zlotý ještě slabší.

Maďarský forint je sice nyní měna s daleko nejvyšším (dvouciferným) úročením, ale blízkost Orbánova režimu Rusku na pozadí ruské agrese na Ukrajině budou pro forint i nadále negativní. V situaci pokračujících rozepří s EU zůstane forint slabý, tj. v nejlepším kolem 400 forintů za euro, spíše pak však ještě slabší. Je těžké, kromě měnové politiky, která ale zjevně nestačí, najít důvod, proč by si zahraniční investoři měli forint najednou oblíbit. Nepomáhá samozřejmě ani dvojitý deficit (běžného účtu i veřejných financí).

Globální akciové trhy

Zvýšená volatilita na akciových trzích nás bude z důvodu mnoha kurzotvorných zpráv provázet po mnoho následujících měsíců. Současný konflikt, nejen, na Ukrajině poskytne příležitosti pro mnohé společnosti. Klesající kupní síla domácností, očekávané zpomalení/poklesy ekonomik, vyšší úrokové sazby a nadále zpřetřhané dodavatelské řetězce povedou krátkodobě 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. V budoucích měsících očekáváme korekci cen plynu i elektřiny. K poklesu cen elektřiny povede ukončení oprav některých francouzských jaderných elektráren, splavnost Rýna, lepší vodní situace u norských a rumunských vodních elektráren nebo zkrátka více větru, kterého bylo v srpnu málo. Ceny plynu vyklesají z extrémně vysokých úrovní z důvodu „naplněnosti“ zásobníků s plynem v EU, pokračujících dalších dodávek plynu ze zemí mimo Rusko, dostavění dvou LNG terminálů v Německu do konce roku a hlavně propad spotřeby plynu ze strany domácností a firem. To by mohlo přispět k uklidnění nyní volatilní a nejisté situace.

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 získat ze stahování výroby z „rizikovějších“ regionů, 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.

Anne-Françoise Blüher

Adam Šperl

Lukáš Masák

Portfolio managers