

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ŘÍJEN 2022

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia

157,6424

Výkonnost za poslední měsíc

2,87 %



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia

147,1062

Výkonnost za poslední měsíc

1,04 %



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia

131,1152

Výkonnost za poslední měsíc

-0,12 %

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

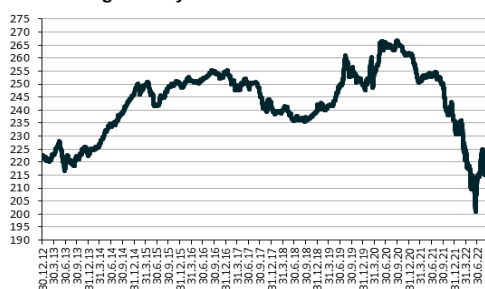
DLUHOPISY – USA, EMU

Na obou březích Atlantiku byl vývoj na trzích vládních dluhopisů během října podobný – výnosy narostly. Ve Spojených státech byl růst výnosů rychlejší a výraznější, když na krátkém (2 roky) i dlouhém konci (10 let) narostly výnosy o zhruba 20 b.b. na 4,5 % resp. 4 % procenta. Křivka tak zůstává inverzní. V Eurozóně byly pohyby mírnější, ale i zde se krátký konce zvýšil o bezmála 20 b.b. na 1,95 %. Dlouhý konec zůstal bez změn na 2,15 %. Vzhledem k jestřábím centrálním bankám, zejména FED-u, zkraje listopadu však lze očekávat, že v listopadu výnosy dále vyrostou.

DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka v říjnu kopírovala vývoj v zahraničí. Nejvíce vlivem růstu výnosů v zahraničí i stále neutuchající inflace narostly dlouhé výnosy, desetiletka se tak dostala až na dohled 6 % a oproti konci září tak výnosy narostly o 50 b.b. Ještě o něco vyšší nárůsty (+60 b.b.) byly pak u pětiletých a sedmiletých splatností. Na krátkém konci se kvůli netečnosti ČNB moc nestalo, v říjnu se dvouletý výnos vrátil na 6,1 %.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské

dluhopisy

Polská výnosová křivka během října prošla dramatickým posunem nahoru. Výrazný další růst inflace ve spojitosti s polskou centrální bankou, která už, podobně jako ČNB, nechce sazby dvouciferné inflaci navzdory dále zvyšovat, vedl k výraznému výprodeji podél celé křivky. Jak dvouleté, tak desetileté splatnosti (a vlastně všechny další mezi nimi) narostly o 1,2 p.b. na 8,7 % resp. 8,4 %.

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. Postup ukrajinské armády pokračoval i v říjnu, nicméně pomalejším tempem. Hlavním cílem je nyní město Cherson a stabilizace situace před zimou. Ruská armáda pokračuje v masivních raketových útocích na civilní a energetickou infrastrukturu. Ty se částečně daří eliminovat pomocí dodávané západní techniky. S prodlužující se dobou konfliktu je nyní největším rizikem změna postoje západu a pokles intenzity materiální podpory a diplomatického postoje.

Na trhu dluhopisů korporátních byl vývoj v říjnu rozdílný. Tzv. total return index (TRI) v případě korporátních dluhopisů spekulativního stupně denominovaných v EUR oproti konci září vzrostl o 1,9 %, u dolarových dokonce o 3,1 %. Vzhledem k tomu, jak se v říjnu vyvíjely dluhopisové trhy vládních instrumentů to byl překvapivý výsledek. V případě investičního stupně byl vývoj jiný a souhlasný s tím, co se dělo u vládních protějšků – u dolarových instrumentů poklesl TRI o 1 %, na instrumentech denominovaných v euru pak o 0,2 %. Kreditní prémie u investičních dluhopisů denominovaných v EUR po výrazném srpnovém i zářijovém nárůstu (u spekulativních o 25 %, u investičních o 34 %) v říjnu poklesly, a to o 35 % u spekulativních a 15,5 % u investičních.

Ukrajinské
dluhopisy

Firmní
dluhopisy

Akciovým vyspělým trhům se v říjnu dařilo. Americký index S&P 500 vzrostl o 8 %, evropský index DJ STOXX600 o 6,3 % a japonský index Nikkei225 o 6,4 %. Mezi hlavní důvody růstu akcií můžeme zařadit dřívější přeprodánost akciových trhů, pokles cen plynu a utlumení očekávání ohledně dalšího zvyšování úrokových sazeb americkou centrální bankou FED. K dobrému zhodnocení akciových trhů přispěla také započatá výsledková sezóna za 3. čtvrtletí, kdy došlo k opětovnému překonání odhadů analytiků na úrovni tržeb i čistých zisků.

Horší než očekávané odhady budoucích tržeb případně komprese ziskových marží se však vyskytly a to například i u největších společností jako Microsoft nebo Meta (Facebook). Celkově se v letošním roce nedaří, a zřejmě v následujících měsících ani nebude dařit, společně s nízkými ziskovými maržemi a vysokým zadlužením, jejichž citlivost dluhových nákladů na úrokové sazby je vysoká.

Střední Evropa kopírovala pozitivní dění na vyspělých akciových trzích. Dařilo se především akciím bank (Komerční banka +13 %, Erste Bank 11 %, mBank 34 %, PKO Bank 19 %), které v minulých měsících výrazně propadly. Dřívější propady byly razantní a to i přes výrazný růst úrokových sazeb v České republice, Polsku nebo Maďarsku. Se zhoršující se ekonomickou situací se však nedařilo akciím průmyslových podniků a utilit (Enea, PGE, Tauron, ČEZ) nebo ropným společnostem (PKN Orlen), 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 říjnu vzrostl o 5,4 %, polský index WIG30 o +11,6 % a rumunský index BET o +1,5 %.

Akcie na rozvíjejících se trzích na růst vyspělých trhů nenavázaly. Souhrnný index MSCI Emerging Markets USD odepsal přes 3,1 %, a z loňských maxim ztrácí již přes 40 %. Hlavní pozornost se jednoznačně upínala na Čínu, kde byl na sjezdu vládní strany zvolen na bezprecedentní třetí pětileté období stávající prezident Xi. Navíc nově zvolené nejužší vedení zahrnuje lidi blízké prezidentovi, nová vláda tak může rozhodovat prakticky bez jakékoliv opozice. Trhy v Číně a Hong-Kongu prudce klesaly, zahraniční investoři dávají najevo obavy, zda budou dostatečně hájeni jejich zájmy a nakolik vládní politika ovlivní ekonomický růst. Negativní sentiment utvrdilo pokračování v politice nulové tolerance vůči nemoci Covid-19. Akcie na Taiwanu rovněž zamířily dolů v návaznosti na stupňující se napětí s Čínou. Naopak například indické a korejské akcie rostly, následovaly tak optimismus z vyspělých trhů. Ve výborných výsledcích pokračují akcie Latinské Ameriky. Brazílské prezidentské volby těsně vyhrál levicový staronový prezident Lula, čímž skončila nejistota doprovázející vyhrčenou kampaň. Nejlépe se dařilo tureckým akciím (index ISE30 + 25 %), a to i přes inflaci atakující 85 % a neortodoxní politiku tamní centrální banky, která dále snížila sazby už na 9,5 %.

MSCI World Index



STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci vzrostla o 2,87 %. Říjen byl pro vyspělé akciové trhy pozitivní zejména díky dřívější přeprodanosti a poměrně dobrým výsledkům společností za 3. kvartál. Dařilo se i akciím ve střední Evropě, a to především bankovnímu sektoru, ztrácely naopak průmyslové podniky. Rozvíjející se trhy se vydaly opačným směrem než vyspělé. Ztrácely především čínské akcie, k dřívějším obavám se přidalo i upevňování pozice čínského prezidenta Xi. Nejlépe se v našem portfoliu dařilo hodnotovým americkým akciím.

V průběhu října jsme se rozhodli zcela odprodat turecké akcie a snížit podíl akcií Latinské Ameriky. Domníváme se, že po nedávném vysokém zhodnocení už nepředstavují tak atraktivní příležitost. Navýšili jsme naopak podíl regionu střední Evropy, který stále považujeme za levný.

Koruna posílila vůči euru i vůči dolaru, měnové zajištění tak působilo na výkonnost portfolia pozitivně.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					3,52%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	0,37%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,12%	0,12%	3,15%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					4,01%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,13%	0,13%	2,40%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,38%	0,38%	1,60%
Dluhopisové fondy - ostatní					3,96%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,73%	0,73%	1,91%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,52%	-1,52%	1,19%
BGF Asian High Yield Bond I2	Asie (bez Japonska)	USD	-10,08%	-11,81%	0,87%
Fondy alternativních investic					4,74%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,74%
Akciové fondy					82,24%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	7,71%	7,71%	13,47%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	12,13%	9,97%	3,69%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	8,09%	6,01%	3,62%
BGF World Mining I2	Globální	USD	5,09%	3,07%	3,40%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-1,90%	-3,79%	3,37%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,64%	-6,47%	3,27%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-8,24%	-8,48%	3,22%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-7,21%	-8,99%	3,20%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	8,29%	6,21%	2,95%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	5,71%	5,43%	2,73%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	5,28%	5,00%	2,71%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	8,95%	6,86%	2,68%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	6,92%	6,64%	2,68%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	5,94%	5,66%	2,55%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	8,17%	7,88%	2,50%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	4,42%	4,14%	2,47%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	6,53%	4,48%	2,43%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	1,14%	0,87%	2,37%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	10,81%	8,68%	2,34%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,65%	-4,52%	2,33%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	3,70%	1,71%	2,10%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	4,07%	-0,69%	1,75%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	5,72%	0,88%	1,75%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	7,60%	5,53%	1,63%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-12,60%	-14,28%	1,57%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-6,32%	-8,12%	1,56%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-11,52%	-13,22%	1,26%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-1,67%	-3,56%	1,14%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	4,83%	0,03%	0,75%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	5,11%	0,30%	0,74%
OSTATNÍ					1,53%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci vzrostla o 1,04 %. Říjen byl pro vyspělé akciové trhy pozitivní zejména díky dřívější přeprodanosti a poměrně dobrým výsledkům společností za 3. kvartál. Dařilo se i akciím ve střední Evropě, a to především bankovnímu sektoru, ztrácely naopak průmyslové podniky. Rozvíjející se trhy se vydaly opačným směrem než vyspělé. Ztrácely především čínské akcie, k dřívějším obavám se přidalo i upevňování pozice čínského prezidenta Xi. Nejlépe se v našem portfoliu dařilo hodnotovým americkým akciím.

Dluhopisová složka si v říjnu připsala drobné zisky.

V průběhu října jsme se rozhodli zcela odprodat turecké akcie a snížit podíl akcií Latinské Ameriky. Domníváme se, že po nedávném vysokém zhodnocení už nepředstavují tak atraktivní příležitost. Navýšili jsme naopak podíl regionu střední Evropy, který stále považujeme za levný.

Koruna posílila vůči dolaru, měnové zajištění tak působilo na výkonnost portfolia pozitivně.

Název fondu	Teritoriální zaměření	MTD Výkonnost			
		Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					15,54%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,85%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,12%	0,12%	13,69%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					33,49%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,13%	0,13%	20,11%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,38%	0,38%	13,38%
Dluhopisové fondy - ostatní					10,61%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,73%	0,73%	4,21%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,52%	-1,52%	2,80%
BGF Asian High Yield Bond I2	Asie (bez Japonska)	USD	-10,08%	-11,81%	2,33%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	0,73%	-1,21%	1,26%
Fondy alternativních investic					4,43%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,43%
Akciové fondy					35,30%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	7,71%	7,71%	5,81%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	12,13%	9,97%	1,59%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	8,09%	6,01%	1,56%
BGF World Mining I2	Globální	USD	5,09%	3,07%	1,46%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-1,90%	-3,79%	1,45%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,64%	-4,47%	1,41%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-8,24%	-8,48%	1,39%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-7,21%	-8,99%	1,38%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	8,29%	6,21%	1,28%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	6,92%	6,64%	1,16%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	5,71%	5,43%	1,15%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	8,95%	8,86%	1,15%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	5,28%	5,00%	1,14%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	8,17%	7,88%	1,08%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	5,94%	5,66%	1,08%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	4,42%	4,14%	1,06%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	1,14%	0,87%	1,02%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	10,81%	8,68%	1,01%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,65%	-4,52%	1,01%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	6,53%	4,48%	1,00%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	3,70%	1,71%	0,90%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	5,72%	0,88%	0,76%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	4,07%	-0,69%	0,75%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-11,52%	-13,22%	0,72%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	7,60%	5,53%	0,70%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-6,32%	-8,12%	0,68%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-1,67%	-3,56%	0,49%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-12,60%	-14,28%	0,49%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	4,83%	0,03%	0,31%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	5,11%	0,30%	0,30%
OSTATNÍ					0,63%

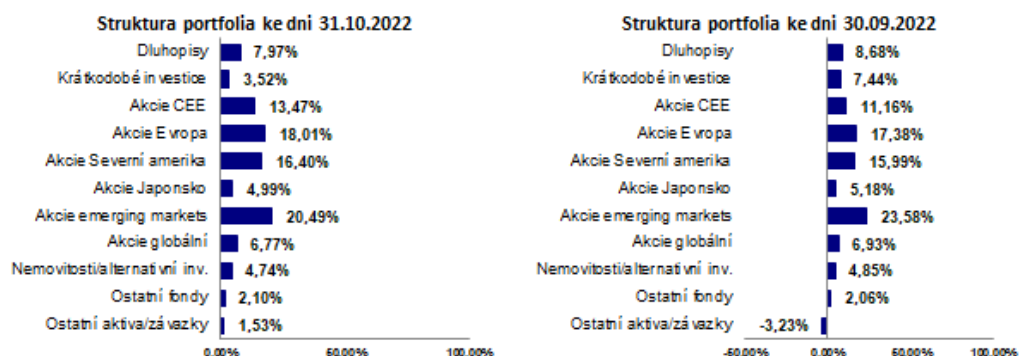
Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc poklesla o 0,12 %. Výnosy dluhopisů vyspělých trhů v říjnu na krátkém konci opět vzrostly, výnosové křivky amerických i evropských bondů zůstávají inverzní. Výnosy českých dluhopisů také zaznamenaly nárůst, na rozdíl od zahraničí však především na dlouhém konci, krátký konec zůstal stabilní. Naše portfolio si i přes obecný růst výnosů připsalo malý zisk.

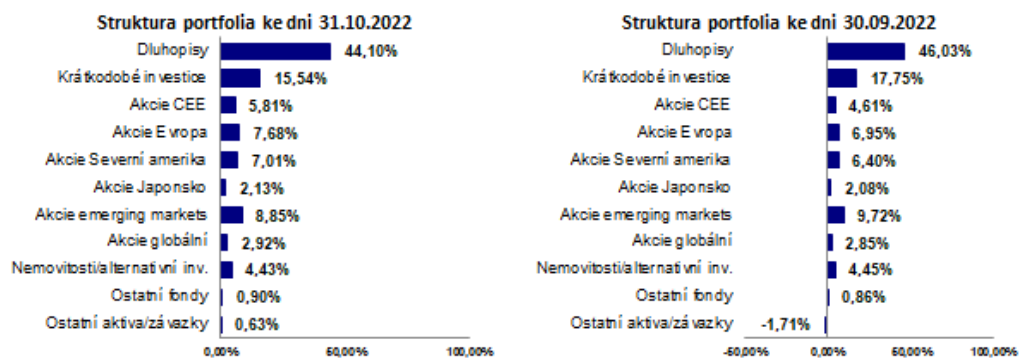
Žádná z cizoměnových pozic nepřesáhla hranici 1,5 mil. Kč, od které zajišťujeme měnové riziko.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					27,75%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,82%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,12%	0,12%	25,93%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					54,13%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,13%	0,13%	32,47%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,38%	0,38%	21,66%
Dluhopisové fondy - ostatní					10,09%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,73%	0,73%	4,00%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,52%	-1,52%	2,66%
BGF Asian High Yield Bond I2	Asie (bez Japonska)	USD	-10,08%	-11,81%	2,22%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	0,73%	-1,21%	1,21%
Fondy alternativních investic					4,30%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,30%
Akciové fondy					3,77%
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-3,45%	-5,31%	0,97%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	7,71%	7,71%	0,63%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	8,17%	7,88%	0,42%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	5,28%	5,00%	0,40%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	12,13%	9,97%	0,32%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	8,09%	6,01%	0,30%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	4,55%	-0,24%	0,22%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-1,90%	-3,79%	0,16%
BGF World Mining I2	Globální	USD	5,09%	3,07%	0,15%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	8,95%	6,86%	0,10%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	3,70%	1,71%	0,09%
OSTATNÍ					-0,04%

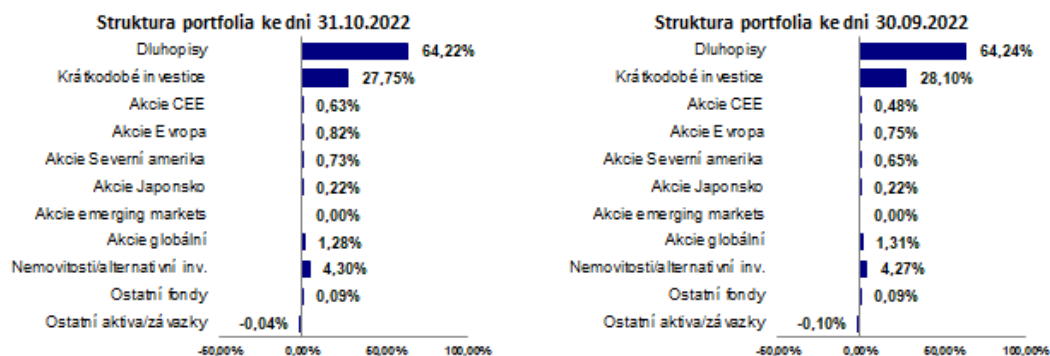
□ DYNAMICKÉ PORTFOLIO



□ 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, v září i v říjnu rozhodla pro stabilitu sazeb, domníváme se, že realita velmi vysoké inflace, živé 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 přetrvává. To bude 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 bezendé.

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 ještě výnosově růst a že jejich cenové dno jsme prozatím neviděli.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

I polské dluhopisy mají i po říjnovém výprodeji 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). Centrální banka tak dost možná bude dotlačena k dalšímu růstu sazeb.

Ceny ukrajinských státních dluhopisů v říjnu zvolna vyklesávaly. Raketové útoky na energetickou infrastrukturu, intenzivní boje v jihovýchodní oblasti a vidina pokračování současného stavu po celou zimu dopadaly negativně na tržní sentiment.

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 v příštím roce 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 v příštím roce dojde k návratu kurzu směrem k 1,05.

Fundamentálně je česká koruna zralá na oslabení – výrazně negativnější reálné úrokové sazby než v USA nebo v Eurozóně, persistentní inflace, k dalšímu růstu sazeb chladně odměřená ČNB, velký deficit běžného účtu platební bilance i obrovské deficity veřejných financí. Nebýt ČNB, koruna by dnes zcela jistě byla nad 25 korunami za euro. V příštím čtvrtletí, možná dvou navíc čekáme postupně se dále smršťující úrokový diferenciál mezi ČNB a FED-em či ECB, což povede ke tlaku na korunu. Koruna tak v příštím roce v nejlepším zůstane tam, kde je (bude-li ji bránit ČNB) anebo oslabí, s nemalou ale nenulovou pravděpodobností i dosti výrazně (25,50+).

Polský zlotý je makroekonomicky v podobné situaci jako CZK, s výjimkou o něco menšího deficitu běžného účtu platební bilance a, hlavně, s výjimkou centrální banky odhodlané a schopné bránit svou měnu. Očekáváme tak přetrvávající tlak i na polském zlotém a jeho oscilaci mezi 4,8 a 5 v dohledné době.

Maďarský forint je také pod tlakem dvojího deficitu (běžného účtu i veřejných financí), vysoké inflace, a také špatné politické situace, způsobené afinitou Orbánova režimu k Rusku. To samozřejmě vyvolává prnutí mezi EU a Maďarskem. Extrémní utažení politiky v říjnu sice měnu stabilizovalo kolem úrovně 400, ale na výraznější trendové posílení to nevypadá a dle nás k němu v první polovině roku určitě nedojde.

Globální akciové trhy

Pohyby akciových trhů budou i v následujících měsících výrazně volatilní. Klesající kupní síla domácností, očekávané zpomalení/propady ekonomik, vyšší úrokové sazby a nadále zpřetrhané dodavatelské řetězce povedou krátkodobě k poklesu zisků jednotlivých společností. Razance ekonomického zpomalení a dopad na ziskovost společností je v tuto dobu velice těžko odhaditelná, avšak výrazná část negativního scénáře je již, po propadech dluhopisů a akcií, zaceněna. I tentokrát věříme, že po slabším období nakonec vyjdou ekonomiky, domácností i akciové trhy z dlouhodobého hlediska silnější a zdravější než tomu bylo před krizí. V budoucích měsících očekáváme další korekci cen plynu i elektřiny. K poklesu cen elektřiny povede ukončení oprav některých francouzských jaderných elektráren, lepší vodní situace u norských a rumunských vodních elektráren nebo zkrátka více větru, kterého bylo v minulých měsících málo. Přispěje také nižší poptávka z důvodu oslabení ekonomické aktivity. Ceny plynu budou v zimních měsících silně volatilní, převážně z důvodu výkyvu počasí. Obecně slabší makro prostředí povede k slabosti cen průmyslových a energetických komodit.

Mnoho akcií spadlo bezdůvodně pod své vnitřní hodnoty a tak preferujeme aktivní výběr akcií před pasivním zainvestováním. Lépe by si mohla vést, od Evropy, vzdálenější americká ekonomika. Evropa naopak může ve střednědobém horizontu získat ze stahováním 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