

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC LISTOPAD 2022

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia

170,0310

Výkonnost za poslední měsíc

7,86 %



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia

153,5127

Výkonnost za poslední měsíc

4,36 %



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia

133,2367

Výkonnost za poslední měsíc

1,62 %

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Na obou březích Atlantiku byl vývoj na trzích vládních dluhopisů během listopadu podobný – výnosy poklesly. Ve Spojených státech byl pokles výnosů v listopadu (podobně jako jejich nárůst v říjnu) rychlejší a výraznější, když na krátkém (2 roky) konci klesly výnosy o cca 20 b.b. (na 4,3 %) a na dlouhém konci (10 let) o 45 b.b. na 3,6 %. Křivka tak zůstává inverzní. V Eurozóně byly pohyby mírnější, krátký konec dokonce mírně narostl (o bezmála 20 b.b. na 2,15 %) zatímco dlouhý o 20 b.b. poklesl na (1,9 %). Důvodem listopadového vývoje byla zejména inflační data, kde na obou březích Atlantiku došlo ke zpomalení meziměsíční dynamiky inflace.

DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka v listopadu výrazně poklesla. Částečně vlivem vývoje v zahraničí, mnohem více však vlivem výrazného meziměsíčního poklesu české inflace se desetileté výnosy dostaly na 4,75 % (pokles oproti konci října o 1,2 p.b.), dvouleté výnosy pak na 5,6 % (pokles o 50 b.b.).

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Polská výnosová křivka během listopadu korigovala říjnový dramatický skok nahoru. Po výrazném říjnovém výprodeji podél celé křivky, který dostal jak dvouleté, tak desetileté výnosy (a vlastně všechny další mezi nimi) výrazně nad 8 %, se v listopadu panika uklidnila a výnosy klesly, a to i když u meziměsíčního tempa inflace nedošlo k žádnému zpomalení, právě naopak. Dvouletý výnos se dostal pod 7 % (pokles o 1,7 p.b. oproti konci října), desetiletý na 6,6 % (-1,8 p.b. oproti konci října).

Ukrajinské dluhopisy

Zatímco během třetího kvartálu válečná fronta výrazněji nepostoupila, dochází od začátku posledního čtvrtletí k realizaci úspěšné protiofenzivy v Charkovském regionu, který ukrajinská armáda 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 žoldněři) 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 směrem na okolí Bakhmutu a Doněcku. Zde probíhají nejtěžší boje a územní zisky obou stran jsou pouze minimální za cenu vysokých ztrát.

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.

Firemní dluhopisy

Na trhu dluhopisů korporátních byl vývoj v listopadu kvalitativně stejný a kopíroval vývoj vládních dluhopisů. Tzv. total return index (TRI) v případě korporátních dluhopisů spekulativního stupně denominovaných v EUR oproti konci října vzrostl o 3,5 %, u dolarových o 2,2 %. V případě investičního stupně došlo u dolarových instrumentů k růstu TRI o 6,1 %, 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 následujících dvou měsících poklesly, a to za říjen a listopad dohromady o skoro 70 % u spekulativních a o 40 % u investičních.

AKCIE

Globální trhy

Akciové trhy pokračovaly v pozitivním duchu a také v listopadu si připsaly solidní zhodnocení. Americký index S&P 500 vzrostl o 5,4 %, evropský index DJ STOXX600 o 6,8 % a japonský index Nikkei225 o 1,4 %. Hlavním důvodem bylo především snížení očekávání trhu ohledně dalšího zvyšování úrokových sazeb americkou centrální bankou FED. Docházelo také k utahování kreditních marží, resp. poklesu úrokových výnosů u dluhopisů, což

MSCI World Index



se pozitivně projevuje v hodnotových modelech pro výpočet vnitřních hodnot společností/akcií. Ceny většiny průmyslových, zemědělských a energetických komodit meziměsíčně poklesly, což se pozitivně projeví v nákladech společností. K dobrému zhodnocení akciových trhů přispěla také probíhající 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. Celkově se v letošním roce nedaří, a zřejmě v následujících měsících ani nebude dařit, společnostem s nízkými ziskovými maržemi a vysokým zadlužením, jejichž citlivost dluhových nákladů na úrokové sazby je vysoká.

Akcii obchodovaných na trzích Střední Evropy se dařilo. Vysoké zhodnocení si připsaly hlavně akcie bank (Erste Bank 15 %, mBank +17 %, PKO Bank +9 %, Banca Transilvania +20 %, Nova Ljublanska Banka +10 %), které v minulých měsících výrazně propadly. Dřívější propady byly razantní a to i přes výrazný růst úrokových sazeb v České republice, Polsku nebo Maďarsku. Zápornou výkonnost (-4 %) zaznamenaly akcie polského tržiště Allegro, které odepsalo velkou část nedávno koupené české společnosti Mall. V podstatě s pozitivním sentimentem na vyspělých trzích si kladné zhodnocení připsala většina akcií obchodovaných ve středoevropském regionu. Podporou, mimo nízké hodnotové ukazatele, byla také probíhající výsledková sezóna za 3. čtvrtletí, která vyznívala nad očekávání dobře. Český index PX v listopadu vzrostl o 2,6 %, polský index WIG30 o +12,4 % a rumunský index BET o +8,6 %.

Akcie na rozvíjejících se trzích v listopadu prudce rostly, souhrnný index MSCI Emerging Markets USD připsal 14,6 %, což byl největší meziměsíční růst od května 2009 ! Na tomto výsledku měly největší podíl čínské akcie, které připsaly přes 9,8 % (index CSI300), a akcie v Hong Kongu, jenž zhodnotily dokonce o 26,6 %. Čínská vláda se po sérii protestů přeci jen rozhodla uvolnit některá přísná protiepidemiologická opatření. K tomu přidala další podporu zkoušenému realitnímu sektoru. Investoři tak s nadějí vyhlížejí ekonomické oživení, další vládní podporu a silnější ekonomický růst v příštím roce. K uvolnění napětí přispěla nadto i dlouho očekávaná schůzka čínského prezidenta XI a amerického prezidenta Bidena, na které vyjádřili podporu „spolupráce před konfliktem“. Ostatní asijské trhy také připisovaly slušné zisky. Naopak příliš se nevedlo Latinské Americe, brazilské akcie ztrácely především v důsledku nejistoty ohledně složení budoucího kabinetu (staro)nového prezidenta Luly. Letos se jim však daří stále nadprůměrně dobře. Sentiment na rozvíjejících trzích dále podpořil slabší dolar.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolio v tomto měsíci vzrostla o 7,86 %. Investoři začali počítat se zpomalením růstu úrokových sazeb ze strany FEDu, což přineslo akciím na vyspělých trzích zajímavé zhodnocení. Ještě větší zisky si připsaly akcie rozvíjejících se trhů poté, co čínská vláda zrušila část protipandemických opatření a zmínila svou rétoriku ohledně boje s covidem. V Evropě se po předchozích poklesech dařilo zejména bankovnímu sektoru. V našem portfoliu se nejvíce dařilo fondům asijských akcií.

V průběhu listopadu jsme se rozhodli snížit naši expozici vůči akciím. Akciové trhy si v posledním měsíci připsaly výrazné zisky, obáváme se však, že tento překotný růst je předčasný a hospodářské výsledky společností se ještě mohou zhoršit.

Koruna posílila vůči euru i vůči dolaru, měnové zajištění 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					6,77%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,00%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,97%	0,97%	5,77%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					3,94%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	1,66%	1,66%	2,37%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	1,16%	1,16%	1,57%
Dluhopisové fondy - ostatní					4,50%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,14%	1,14%	1,81%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	6,02%	6,02%	1,20%
BGF Asian High Yield Bond I2	Asie (bez Japonska)	USD	13,05%	7,27%	0,87%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	n/a	n/a	0,62%
Fondy alternativních investic					4,43%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,43%
Akciové fondy					78,30%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	10,02%	10,02%	12,38%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	2,41%	-2,83%	3,39%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	4,99%	-0,38%	3,39%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	19,35%	13,25%	3,36%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	14,54%	13,86%	3,33%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	19,03%	12,94%	3,31%
BGF World Mining I2	Globální	USD	18,71%	12,64%	3,15%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	18,83%	12,75%	3,09%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-2,59%	-7,57%	2,84%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	9,46%	8,81%	2,53%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	5,73%	5,10%	2,52%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	5,38%	4,76%	2,48%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	3,84%	-1,47%	2,44%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	15,06%	9,18%	2,40%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	4,40%	3,78%	2,34%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	6,71%	6,08%	2,34%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	6,06%	0,64%	2,27%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	5,39%	4,77%	2,24%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	8,63%	7,99%	2,23%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	6,22%	0,79%	2,16%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	12,28%	6,54%	2,00%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	9,84%	4,22%	1,86%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	3,94%	5,70%	1,68%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	3,43%	5,18%	1,68%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	16,75%	10,78%	1,58%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	7,16%	1,68%	1,54%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	9,62%	4,01%	1,21%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	4,85%	-0,51%	1,15%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	2,06%	3,79%	0,71%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	0,80%	2,51%	0,71%
OSTATNÍ					2,07%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci vzrostla o 4,36 %. Investoři začali počítat se zpomalením růstu úrokových sazeb ze strany FEDu, což přineslo akciím na vyspělých trzích zajímavé zhodnocení. Ještě větší zisky si připsaly akcie rozvíjejících se trhů poté, co čínská vláda zrušila část protipandemických opatření a zmírnila svou rétoriku ohledně boje s covidem. V Evropě se po předchozích poklesech dařilo zejména bankovnímu sektoru. V našem portfoliu se nejvíce dařilo fondům asijských akcií.

Dluhopisová složka také přispěla pozitivně, nejvíce se dařilo asijským vysoce úročeným dluhopisům.

V průběhu listopadu jsme se rozhodli snížit naši expozici vůči akciím. Akciové trhy si v posledním měsíci připsaly výrazné zisky, obáváme se však, že tento překotný růst je předčasný a hospodářské výsledky společností se ještě mohou zhoršit.

Koruna posílila vůči dolaru, měnové zajištění 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					19,77%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,02%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,97%	0,97%	17,75%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					33,01%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	1,66%	1,66%	19,83%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	1,16%	1,16%	13,18%
Dluhopisové fondy - ostatní					11,96%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,14%	1,14%	4,16%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	6,02%	6,02%	2,78%
BGF Asian High Yield Bond I2	Asie (bez Japonska)	USD	13,05%	7,27%	2,53%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	3,67%	-1,63%	1,28%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	n/a	n/a	1,22%
Fondy alternativních investic					4,28%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,28%
Akciové fondy					30,10%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	10,02%	10,02%	4,73%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	4,99%	-0,38%	1,32%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	2,41%	-2,83%	1,29%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	19,35%	13,25%	1,29%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	14,54%	13,86%	1,27%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	19,03%	12,94%	1,27%
BGF World Mining I2	Globální	USD	18,71%	12,64%	1,25%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	18,83%	12,75%	1,24%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-2,59%	-7,57%	1,09%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	6,06%	0,64%	0,97%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	9,46%	8,81%	0,96%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	5,73%	5,10%	0,96%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	5,38%	4,76%	0,94%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	3,84%	-1,47%	0,93%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	15,06%	9,18%	0,92%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	4,40%	3,78%	0,90%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	6,71%	6,08%	0,90%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	5,39%	4,77%	0,85%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	8,63%	7,99%	0,85%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	6,22%	0,79%	0,83%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	12,28%	6,54%	0,76%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	9,62%	4,01%	0,72%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	3,94%	5,70%	0,64%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	3,43%	5,18%	0,64%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	16,75%	10,78%	0,61%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	7,16%	1,68%	0,59%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	4,85%	-0,51%	0,44%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	9,84%	4,22%	0,42%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	2,06%	3,79%	0,27%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	0,80%	2,51%	0,27%
OSTATNÍ					0,88%

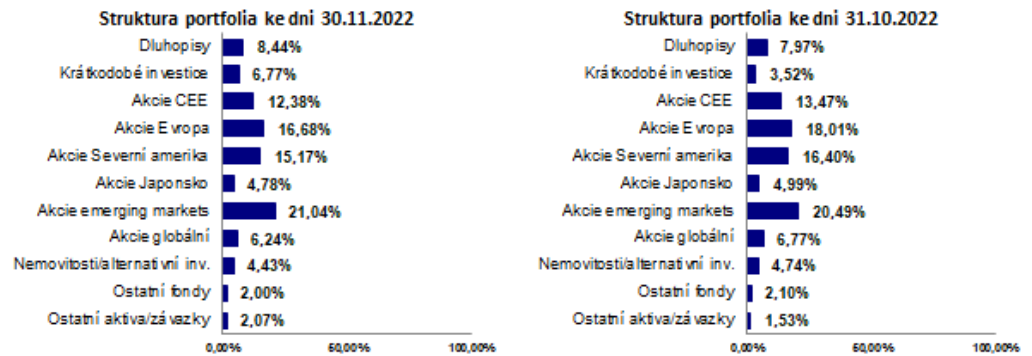
Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 1,62 %. Pozitivní výkonnost přinesly především klesající výnosy (rostoucí ceny) dluhopisů v USA. Data o zpomalující inflaci a méně jestřábí vyjádření FEDu zřejmě povedou ke snížení tempa růstu úrokových sazeb, což na trzích vyvolalo mírnou euforii. V Eurozóně byl pokles výnosů mírnější, krátký konec výnosové křivky dokonce narostl, zde se očekává delší boj s inflací. Kvůli zpomalení inflace v listopadu, vlivem zavedení úsporného tarifu, poklesly i výnosy českých dluhopisů.

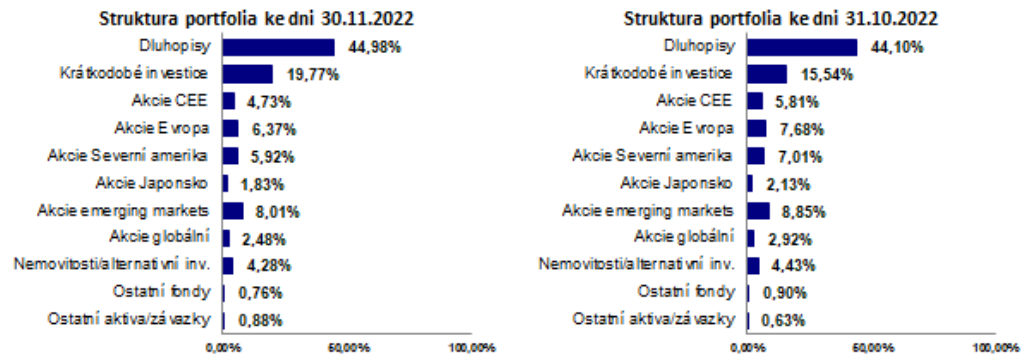
Žádná z cizoměnových pozic nepřesáhla hranici 1,5 mil. Kč, od které zajišťujeme měnové riziko.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					27,71%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,30%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,97%	0,97%	26,41%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					54,01%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	1,66%	1,66%	32,41%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	1,16%	1,16%	21,60%
Dluhopisové fondy - ostatní					11,51%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,14%	1,14%	4,00%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	6,02%	6,02%	2,67%
BGF Asian High Yield Bond I2	Asie (bez Japonska)	USD	13,05%	7,27%	2,44%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	3,67%	-1,63%	1,23%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	n/a	n/a	1,17%
Fondy alternativních investic					4,26%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,26%
Akciové fondy					2,58%
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	14,29%	8,45%	0,69%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	10,02%	10,02%	0,41%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	9,46%	8,81%	0,27%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	6,71%	6,08%	0,27%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	4,99%	-0,38%	0,21%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	2,41%	-2,83%	0,21%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	4,17%	5,93%	0,16%
BGF World Mining I2	Globální	USD	18,71%	12,64%	0,11%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	18,83%	12,75%	0,11%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	3,84%	-1,47%	0,07%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	12,28%	6,54%	0,07%
OSTATNÍ					-0,07%

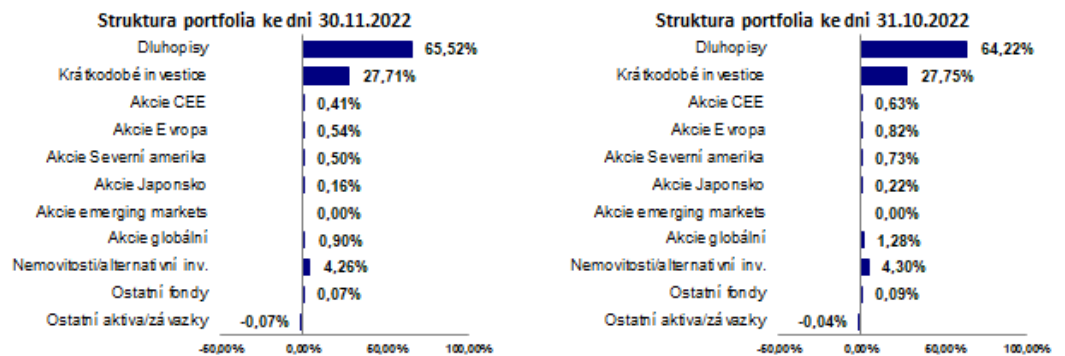
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Navzdory listopadovému poklesu stále vidíme dostatek faktorů ukazujících spíše na růst českých dluhopisových výnosů.

Zprvé je zde extrémní emisní aktivita vlády. V letošním roce dosáhne deficit veřejných financí skoro 400 mld., v příštím roce 300 mld. a v podobných číslech se dle strategie financování do roku 2025 máme pohybovat i v letech 2024 a 2025.

Zadruhé, Česká republika má stále velmi vysokou inflaci, která ve své klíčové jádrové složce nezpomaluje. I když se Bankovní rada prozatím rozhoduje 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 ECB utahují měnovou politiku. Je sice pravděpodobné, že velké centrální banky tempo utahování zvolní, 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 výnosy českých dluhopisů budou stále mít tendenci růst a že jejich cenové dno jsme ještě neviděli.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

I polské dluhopisy mají 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 listopadu relativně silně rostly a to zejména v důsledku všeobecně rostoucího rizikového apetitu na trzích, rozumných výsledků amerických voleb a uvolňování plateb zahraniční pomoci. 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 patrné 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 již delší dobu domníváme, že ECB bude muset být v příštím roce v utahování 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 se kurz eura proti dolaru dostane nad 1,05 a k blízkosti 1,10. Oslabení dolaru k 1,05 již v listopadu je dle nás trochu předčasné, v kratším horizontu jednoho čtvrtletí ještě vidíme prostor pro silnější dolar (kolem parity nebo pod ní) – listopadové posílení eura bylo dáno přesvědčením trhu, že inflace je již na vrcholu a že rychle z něj sestoupí, což se dle nás v nejbližším čtvrtletí ukáže jako nepravda.

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. Čekáme také 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, potenciálně až přes 25 korun za euro.

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), extrémně vysoké inflace, a také špatné politické situace, způsobené afinitou Orbánova režimu k Rusku. To samozřejmě vyvolává pnutí mezi EU a Maďarskem, které v listopadu kulminovalo návrhem Evropské komise zmrazit 13 mld. EUR určených v rozpočtu pro Maďarsko, a to kvůli nedostatečným reformám a ochotě v boji s korupcí. Extrémní utážením 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 2023 určitě nedojde.

Globální akciové trhy

Výkonnost akciových trhů bude v následujících čtvrtletích 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 odhadnutelná, avšak určitá část negativního scénáře je již 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 další korekci cen plynu i elektřiny. K poklesu cen elektřiny povede ukončování oprav některých francouzských jaderných elektráren. 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 další 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 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