

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC PROSINEC 2022

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia	167,548
Výkonnost za poslední měsíc	-1,46 %



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia	152,9809
Výkonnost za poslední měsíc	-0,35 %



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia	133,4482
Výkonnost za poslední měsíc	0,16 %

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

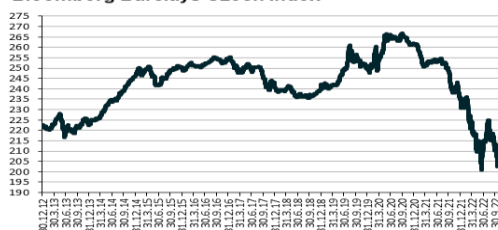
Na obou březích Atlantiku byl vývoj na trzích vládních dluhopisů během prosince podobný – výnosy po listopadovém poklesu opět narostly s tím, jak centrální banky přitvrdily rétoriku vůči trhům, skeptickým, že centrální banky utahování myslí vážně. Ve Spojených státech výnosy v prosinci vzrostly na krátkém konci o 20 b.b. (na 4,4 %), na dlouhém konci o 40 b.b. (na 3,9 %). V podstatě se tak tedy vrátily na úroveň z konce října a počátku listopadu. Křivka tak zůstává inverzní.

V Eurozóně byly pohyby ještě výraznější. U německých vládních dluhopisů došlo k nárůstu na krátkém konci i na dlouhém konci shodně o třičtvrtě procentního bodu (na 2,75 % u dvouletých resp. na 2,6 % u desetiletých dluhopisů). To byl jasný dopad rétoriky i činů ECB, která zvýšila sazby a několikrát ústy svých představitelů během prosince trhům řekla, že na rozvolnění politiky můžou zapomenout a že se bude měnová politika utahovat i přes ekonomické zpomalení či mírnou recesi.

DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka v prosinci narostla. Částečně vlivem vývoje v zahraničí, částečně vlivem (po říjnovém překvapivém poklesu) znovu-obnovené meziměsíční akcelerace české inflace se desetileté výnosy vrátily nad 5 % (růst o 50 b.b. oproti konci listopadu), dvouleté výnosy pak na 5,6 % (růst o 15 b.b.).

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Polská výnosová křivka během prosince částečně korigovala předcházející listopadové poklesy. Dvouletý výnos zůstal sice oproti počátku prosince bez změny na 6,7 %, desetiletý však mírně (o čtvrt procentního bodu) narostl a dostal se na 6,9 %.

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 zapojení nové techniky se Ukrajině podařilo výrazným způsobem narušit logistiku a zázemí hluboko za frontovou linií. Vážnou zásobování, nedostatek municie, vysoká roztržitost struktury ruských jednotek (noví odvedenci, milice, profesionální žoldnéři) a rostoucí demotivace přispěly k rychlému postupu na východ až k hranicím Luhanské oblasti. Ukrajině se zatím podařilo získat zpět cca 40 % z území, zabraného po únoru 2022. 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. Strategickým bodem je i město Melitopol, jehož získáním by došlo k výraznému ztížení zásobování ruských jednotek na Krymu.

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. S postupující zimou lze očekávat zintenzivnění ofenzivy na obou stranách, kde probíhají přípravy další protiofenzivy či v Rusku nová kola mobilizace.

Aktuální podoba konfliktu a rostoucí rizika útoku na kritickou 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

Firemní dluhopisy

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.

Na trhu dluhopisů korporátních vývoj v prosinci kopíroval vývoj vládních dluhopisů. Tzv. total return index (TRI) v případě korporátních dluhopisů spekulativního stupně denominovaných v EUR oproti konci listopadu poklesl o 0,5 %, u dolarových o 1,1 %. V případě investičního stupně došlo u dolarových instrumentů k poklesu TRI o 0,8 %, na instrumentech denominovaných v euro pak de facto ke stagnaci (+0,15 %). Kreditní prémie u investičních dluhopisů denominovaných v EUR po výrazném říjnovém a listopadovém poklesu (dohromady o skoro 70 % u spekulativních a o 40 % u investičních) v prosinci stagnovaly.

AKCIE

Globální trhy

Akciové trhy v posledním měsíci uplynulého roku skončily ve ztrátách (index MSCI World -4,3 %). Důvodů propadů akciových indexů vyspělých zemí bylo vícero. Centrální banky nadále přesvědčovaly trhy o primárním cíli zkracení inflace skrze utahování měnových politik. Komentáře jak ECB, FEDu nebo BOJ vedly k růstu požadovaných dluhopisových výnosů, což mělo negativní tlak na ceny akcií. Docházelo k revizím očekávaných

korporátních zisků v následujících kvartálech nebo k zohlednění probíhajícího poklesu reálných příjmů domácností. Akciové trhy tak po růstovém listopadu, i z důvodu nižší předvánoční likvidity, zaznamenaly korekci. Americký akciový index S&P 500 ztratil -5,9 %, evropský index DJ STOXX 600 klesl o -3,4 % a japonský index Nikkei 225 o -6,7 %. Vysoké meziměsíční ztráty prodělaly především růstové a technologické společnosti (index Nasdaq -8,7 %), když například akcie Tesla ztratily -36,7 %.

Akcíím obchodovaných na trzích Střední Evropy se, oproti svým vyspělým soupeřům, vedlo relativně velice dobře. Vyšší ztráty nastřádané v průběhu celého roku a atraktivní hodnotové ukazatele akcií přiměly investory k pozvolnému návratu do našeho regionu. Pokud budeme abstrahovat od možného vývoje na Ukrajině, tak CEE region zažije zajímavý rok. Na politické scéně volba českého Prezidenta a polské parlamentní volby, již jsou většinou známé kontury mimořádných sektorových daní a zároveň by mělo docházet k oslabování inflačních tlaků. To vedlo k prosincovému zvyšování akciových pozic a růstu cen akcií. Nejvíce se tak dařilo proxy na náš region a to polskému akciovému indexu WIG 30, který meziměsíčně vzrostl o +3,3 %. Premianty byly především velké společnosti a banky. Například akcie společnosti Allegro (majitel Mallu) si připsaly +12,5 %. Český akciový index ztratil -1,1 %, rumunský index BET pak -0,6 %.

Akcie na rozvíjejících se trzích v prosinci také poklesly, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD odepsal 1,64 %. Tento výsledek jen podtrhl velice slabý rok pro rozvíjející se trhy, jenž celkově ztratily od ledna 19,7 %. Kladného zhodnocení dokázaly na hlavních trzích dosáhnout jen čínské akcie (index CSI300 +0,5 %) a hlavně v Hong-Kongu (+6,4 %). Čínská vláda se pod tlakem veřejnosti, neustálých uzavírek a dopadů na hospodářství rozhodla ukončit politiku nulové tolerance Covid-19. Očekávané oživení ekonomiky vyhlíží investoři s nadějí, v nejbližších dnech a týdnech se však Čína musí vypořádat s obrovským nárůstem nakažených a tlakem na zdravotnická zařízení. Ostatní asijské trhy ztrácely, například akcie v Koreji téměř 10 %, Indie -3,6 %. Trhy v Latinské Americe také zamířily dolů, především z obav směřování politiky (staro)nového brazilského prezidenta Luly, klíčové bude ujistit investory o udržitelnosti tamních veřejných financí. Prosincové ztráty nic nezměnily na faktu, že v roce 2022 se jednalo o jeden z nejvýkonnějších akciových trhů.

MSCI World Index



STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci poklesla o 1,46 %. Akciové trhy v prosinci korigovaly listopadový nárůst. K poklesům na vyspělých trzích přispěla zejména utvrzení od FEDu a ECB, že v boji s inflací budou i nadále pokračovat. Ztráty zaznamenaly především technologické společnosti. Středoevropské trhy si vedly lépe, což přisuzujeme především jejich levnému ocenění, rizikem však stále zůstává válka na Ukrajině. Rozvíjející se trhy zaznamenaly ztráty, výjimkou byla Čína, kde se vláda rozhodla ukončit politiku nulové tolerance covid-19. Investoři zde očekávají ekonomické oživení tažené nahromaděnou poptávkou a zlepšení dodavatelských řetězců.

V prosinci jsme v našem portfoliu neprovedli žádné změny.

Koruna v prosinci posílila vůči dolaru i vůči euru, měnové zajištění tak působilo na výkonnost 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					7,90%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,93%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,51%	0,51%	5,97%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					4,01%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,16%	0,16%	2,41%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	n/a	n/a	1,61%
Dluhopisové fondy - ostatní					4,57%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,28%	0,28%	1,85%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,85%	-0,85%	1,21%
BGF Asian High Yield Bond I2	Asie (bez Japonska)	USD	9,11%	5,30%	0,93%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	n/a	n/a	0,59%
Fondy alternativních investic					4,51%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,51%
Akciové fondy					77,26%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-0,34%	-0,34%	12,60%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-0,20%	-3,68%	3,79%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,48%	-3,03%	3,79%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-3,81%	-4,70%	3,78%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-3,86%	-7,22%	3,41%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-3,16%	-6,54%	3,34%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	2,61%	-0,97%	3,17%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-1,24%	-4,69%	3,05%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-2,77%	-6,16%	2,97%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	-2,98%	-3,88%	2,46%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-1,51%	-2,42%	2,45%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-3,63%	-4,52%	2,45%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-6,11%	-9,39%	2,38%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,23%	-4,68%	2,33%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-1,76%	-2,67%	2,31%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-3,09%	-3,99%	2,28%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-1,94%	-2,85%	2,20%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-3,05%	-3,95%	2,18%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-4,93%	-8,25%	2,11%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-5,95%	-9,23%	2,06%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-2,61%	-6,01%	1,90%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	3,76%	0,14%	1,81%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-4,59%	-3,13%	1,65%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	-7,85%	-6,44%	1,60%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-5,80%	-9,09%	1,48%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	3,33%	-0,28%	1,23%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-0,91%	-4,37%	1,11%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-4,90%	-3,44%	0,70%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	-5,76%	-4,32%	0,69%
OSTATNÍ					1,74%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci poklesla o 0,35 %. Akciové trhy v prosinci korigovaly listopadový nárůst. K poklesům na vyspělých trzích přispěla zejména utvrzení od FEDu a ECB, že v boji s inflací budou i nadále pokračovat. Ztráty zaznamenaly především technologické společnosti. Středoevropské trhy si vedly lépe, což přisuzujeme především jejich levnému ocenění, rizikem však stále zůstává válka na Ukrajině. Rozvíjející se trhy zaznamenaly ztráty, výjimkou byla Čína, kde se vláda rozhodla ukončit politiku nulové tolerance covid-19. Investoři zde očekávají ekonomické oživení tažené nahromaděnou poptávkou a zlepšení dodavatelských řetězců.

Dluhopisová složka přispěla pozitivně.

V prosinci jsme v našem portfoliu neprovedli žádné změny.

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					19,70%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,98%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,51%	0,51%	17,72%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					33,91%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,16%	0,16%	20,35%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	n/a	n/a	13,55%
Dluhopisové fondy - ostatní					12,08%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,28%	0,28%	4,23%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,85%	-0,85%	2,82%
BGF Asian High Yield Bond I2	Asie (bez Japonska)	USD	9,11%	5,30%	2,51%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	n/a	n/a	1,29%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	n/a	n/a	1,23%
Fondy alternativních investic					4,31%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,31%
Akciové fondy					29,34%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-0,34%	-0,34%	4,78%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-0,20%	-3,68%	1,43%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,48%	-3,03%	1,43%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-3,81%	-4,70%	1,43%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-3,86%	-7,22%	1,29%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-3,16%	-6,54%	1,26%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	2,61%	-0,97%	1,23%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-1,24%	-4,69%	1,19%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-2,77%	-6,16%	1,13%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	-2,98%	-3,88%	0,93%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-1,51%	-2,42%	0,92%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-3,63%	-4,52%	0,92%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-6,11%	-9,39%	0,91%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-4,93%	-8,25%	0,89%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-1,76%	-2,67%	0,88%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,23%	-4,68%	0,88%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-3,09%	-3,99%	0,87%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-1,94%	-2,85%	0,83%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-3,05%	-3,95%	0,82%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-5,95%	-9,23%	0,75%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-2,61%	-6,01%	0,72%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	3,33%	-0,28%	0,72%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-4,59%	-3,13%	0,62%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	-7,85%	-6,44%	0,61%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-5,80%	-9,09%	0,54%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-0,91%	-4,37%	0,42%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	3,76%	0,14%	0,42%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-4,90%	-3,44%	0,26%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	-5,76%	-4,32%	0,26%
OSTATNÍ					0,67%

Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,16 %. Ostřejší rétorika centrálních bank vyhnala výnosy vládních dluhopisů v USA i v Evropě výše (pokles cen). Nárůst výnosů v Evropě byl znatelnější, ECB začala s utahováním měnové politiky později než FED a inflace v eurozóně je stále velmi vysoká, což ji tlačí k ještě většímu postoji. Výnosy českých dluhopisů také zaměřily výše, a to vlivem nárůstu výnosů v zahraničí a zrychlení meziměsíční inflace.

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

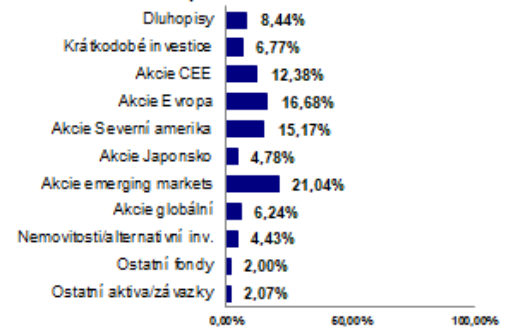
Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					27,79%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,29%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,51%	0,51%	26,51%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					54,07%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,16%	0,16%	32,41%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	n/a	n/a	21,66%
Dluhopisové fondy - ostatní					11,50%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,28%	0,28%	4,00%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,85%	-0,85%	2,64%
BGF Asian High Yield Bond I2	Asie (bez Japonska)	USD	9,11%	5,30%	2,57%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	n/a	n/a	1,19%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	n/a	n/a	1,10%
Fondy alternativních investic					4,27%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,27%
Akciové fondy					2,47%
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-1,76%	-5,19%	0,65%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-0,34%	-0,34%	0,41%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-3,09%	-3,99%	0,26%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-3,63%	-4,52%	0,26%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-3,86%	-7,22%	0,20%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-3,16%	-6,54%	0,20%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	-4,11%	-2,64%	0,16%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	2,61%	-0,97%	0,10%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-1,24%	-4,69%	0,10%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-2,61%	-6,01%	0,07%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-6,11%	-9,39%	0,06%
OSTATNÍ					-0,10%

DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 30.12.2022

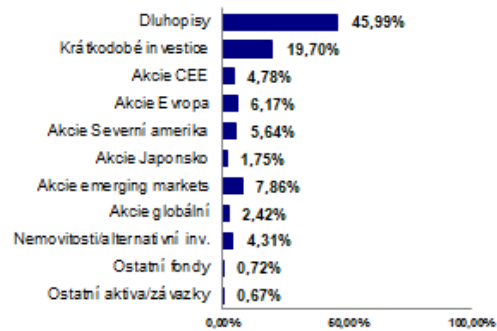


Struktura portfolia ke dni 30.11.2022

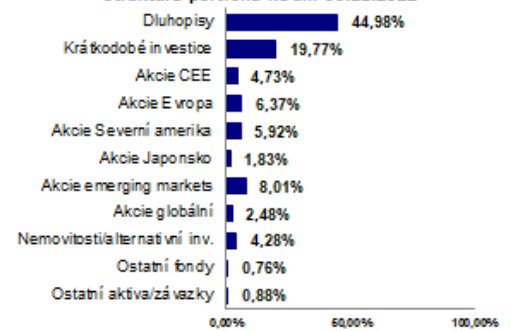


VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 30.12.2022



Struktura portfolia ke dni 30.11.2022



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 30.12.2022



Struktura portfolia ke dni 30.11.2022



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Stále dle nás trvá přebytek faktorů ukazujících na stabilitu nebo růst českých dluhopisových výnosů.

Zaprvé je zde extrémní emisní aktivita vlády. V roce 2022 dosáhl deficit veřejných financí nejspíš kolem 400 mld., v letošním roce to bude 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. Takovou možnost ostatně přiznal na prosincovém zasedání ČNB guvernér ČNB Michl.

Zatřetí, poptávkové tlaky jsou vysoké i v zahraničí a FED i ECB utahují měnovou politiku. To by mělo být pro regionální měny negativní; ze slabosti jejich měn totiž pak plyne dodatečný tlak na centrální banky a jejich sazby. Prozatím se tento faktor na kurzu české koruny vlivem intervencí ČNB neprojevil, ale s tím, jak se sazby ECB a FED-u zdola přiblíží ČNB, se tak může lehce stát.

Začtvrté, ČR má nyní deficit běžného účtu platební bilance, a to ve výši zhruba 400 mld. korun v posledních 12 měsících. To je taky negativní pro korunu.

Jediným faktorem proti růstu domácích sazeb tak je už jen domácí bankovní sektor nacházející se ve výrazném přebytku likvidity (a tudíž schopen absorbovat i výrazně velké nové emise dluhopisů bez větších problémů). To ale stačit nebude. Proto se nadále domníváme, že české dluhopisy budou i v letošním roce mít tendenci výnosově spíše růst.

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 prosinci relativně slábly a ztratily tak ze svých listopadových vyšších úrovní. Na ty se dostaly s přechozím tržním optimismem a díky rozumným výsledkům amerických voleb a uvolňování plateb zahraniční pomoci.

V letošním roce čeká Evropu několik důležitých voleb (včetně německých zemských) a velmi pravděpodobně můžeme očekávat rostoucí riziko zvýšení napětí a horší soudržnosti evropských zemí v otázce pokračující podpory Ukrajiny. Pravděpodobně tak poroste tlak na řešení diplomatickou cestou.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Měny

U kurzu **eura proti dolaru** se již delší dobu domníváme, že ECB bude muset být v blízké budoucnosti v utahování měnových podmínek agresivnější než Fed. Protože je to právě (očekávané) relativní nastavení měnových politik, které nejvíce v minulosti hýbalo kurzem, domnívali jsme se již delší dobu, že se v letošním roce kurz eura proti dolaru dostane nad 1,05 a k blízkosti 1,10. Trochu nás překvapuje, že se tak stalo již na přelomu let (čekali jsme ještě návrat dolaru k paritě či pod ní), ale na delším výhledu pro letošní rok (tj., na výhledu silnějšího eura) se nic nemění.

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 dle nás povede ke tlaku na korunu. Koruna tak v letošním roce oslabí až ke 25 korunám 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 pod tlakem dvojího deficitu (běžného účtu i veřejných financí), extrémně vysoké inflace, a také špatné politické situace, způsobené afinitou Orbánova režimu k Rusko: tato afinita samozřejmě vede ke konfliktům ve vztazích s EU. Extrémní utážení politiky v říjnu a opakovaně deklarované odhodlání maďarské centrální banky bránit měnu zvyšováním úrokových sazeb sice forint, zdá se, úspěšně stabilizovalo kolem úrovně 400, ale na výraznější trendové posílení to nevpadá a dle nás k němu v první polovině roku 2023 určitě nedojde.

Globální akciové trhy

V posledních několika málo letech si světové ekonomiky a finanční trhy prošly několika šoky. Před třemi lety přišla globální pandemie Covid-19 spojená s nabídkovými šoky v podobě zpřetřhaných dodavatelsko-odběratelských řetězců. Započal trend „celních“ válek a mírné deglobalizace. Centrální banky a vlády nestály stranou a většinu ekonomik podpořily extrémně štědrými měnovými a fiskálními stimuly. Invazí Ruska na Ukrajinu pak došlo k zvýraznění předešlých jevů, které se projevily ve výrazném růstu inflace, především ve vyspělých zemích. Rok 2023 by mohl být jemně řečeno normalizačním rokem, kdy dojde k postupnému zlepšení dodavatelských řetězců, poklesu inflačních tlaků, návratu k rozumným cenám komodit a energií a to při zároveň relativně silném trhu práce. Samozřejmě globální geopolitická rizika a těžkosti u některých firem a domácností budou nadále přetrvávat.

Akciové i dluhopisové trhy si již prošly katarzí s částečným přenastavením na vyšší úrokové sazby a s výhledem na určitou korekci dříve vysokých ziskových marží korporací. Hodnotově se akciové trhy obchodují na různých úrovních, přičemž každý region reflektuje specifickou rizikovou přírážku. Proto máme na jednotlivé akciové trhy různá výkonnostní očekávání.

Evropské akcie jsou, oproti americkým akciím, hodnotově levnější, kdy Evropa může za určitých podmínek těžit ze stahování výroby z „rizikovějších“ regionů, přičemž bude zároveň docházet k novým potřebným investicím v mnoha sektorech. Z toho bude těžit také region střední Evropy, který je stále, co se týká výrobních nákladů, levným regionem. CEE region si již prošel prvotním šokem růstu úrokových sazeb, ze kterého budou těžit silné banky. Americké akcie také prošly korekcí, avšak vyšší úrokové sazby budou nadále negativně dopadat na zadlužené a dražší růstové společnosti. Z tohoto důvodu věříme hodnotově levnějším akciím obchodovaným v Evropě a rozvíjejících se trzích. Asie, tažená čínskou ekonomikou, zažije po současných covidových lock-downech ekonomické oživení. Čínský spotřebitel nebyl tak silně kompenzován jako domácnosti v Evropě nebo US. Oživení proto nebude rychlé a přijde až po konci prvního čtvrtletí letošního roku. Avšak potenciál ekonomického růstu v Číně je i tak vyšší než ve vyspělých ekonomikách.

Při obecně vyšších úrokových sazbách očekáváme zvýšenou volatilitu akciových trhů, čehož budou lépe využívat aktivní manažeři fondů než indexově orientované pasivní strategie. Éra nulových úroků a levných peněz je za námi. Tomu se musí přizpůsobit i investiční strategie.

Anne-Françoise Blüher

Adam Šperl

Lukáš Masák

Portfolio managers