

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC LEDEN 2023

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH.....	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ.....	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ.....	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia

177,3893

Výkonnost za poslední měsíc

5,87 %



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia

156,8463

Výkonnost za poslední měsíc

2,53 %



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia

134,3503

Výkonnost za poslední měsíc

0,68 %

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Na obou březích Atlantiku byl vývoj na trzích vládních dluhopisů během ledna podobný – výnosy po prosincovém nárůstu poklesly, a to navzdory tomu, že centrální banky opakovaly, že v měnově-politickém tažení proti inflaci nepoleví. Trhy jim však tuto rétoriku již tolik nevěřily a začaly očekávat, že sazby nedorostou tak vysoko, jak centrální banky tvrdí, a že se pak rychle vrátí zpět na nižší úroveň. Ergo, že inflace je vyřešena. Ve Spojených státech tak výnosy v lednu poklesly na krátkém konci o 30 b.b. (na 4,1 %), na dlouhém konci o 45 b.b. (na 3,4 %). V Eurozóně byly pohyby méně výrazné, neboť ECB je nyní nejagresivnější z velkých centrálních bank a jelikož panuje vysoká míra nejistoty, jak agresivního utažení se v nejbližším pololetí z její strany nakonec dočkáme. Výnosy na krátkém konci tak zůstaly prakticky bez změny na 2,7 %, na dlouhém o cca 15 b.b. poklesly, na 2,3 %.

DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka v lednu 2023

snížila svůj sklon. Dvouleté výnosy sice vzrostly o cca 15 b.b. na 5,8 %, střední splatnosti i dlouhý konec křivky však následovaly vývoj v zahraničí a výrazně klesly. Silný zájem o české vládní dluhopisy byl vidět zejména v primárních aukcích Ministerstva financí, poptávku investorů živila očekáváním, že ČNB po určité fázi stability začne úrokové sazby v průběhu letošního roku snižovat. Sedmileté i desetileté výnosy tak odepsaly půl procentního bodu a dostaly se na 4,8 % resp. na 4,6 %.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Polská výnosová křivka během ledna rovněž kopírovala zahraniční vývoj. Dvouletý výnos klesl oproti konci minulého roku koncem ledna o 60 b.b. na 6 %, na dlouhém konce pak desetileté výnosy odepsaly 80 b.b. a dostala se také na 6 %.

Ukrajinské dluhopisy

Ceny ukrajinských státních dluhopisů v začátku roku stagnovaly. V případě sekundárního trhu lokálních dluhopisů v UAH se začaly objevovat vyšší kotace oproti konci prosince, aktivita nicméně zůstává nízká a likvidita mizivá. Na duben je připraveno uvolnění kapitálových kontrol, zaměřených na zatraktivnění UAH dluhopisů pro zahraniční investory. Celkově je ale směr trhu stále udáván zprávami z fronty, politických a diplomatických kruhů.

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.

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 a vojenské vedení se postupně z neúspěchů dokáže poučit.

Firemní dluhopisy

Na trhu dluhopisů korporátních vývoj v lednu 2023 kopíroval vývoj vládních dluhopisů. Tzv. total return index (TRI) v případě korporátních dluhopisů spekulativního stupně denominovaných v EUR oproti konci prosince vzrostl o 2,8 %, u dolarových dokonce o 4 %. V případě investičního stupně došlo u dolarových instrumentů k růstu TRI o 5 %, na instrumentech denominovaných v euru pak k růstu o 0,5 %. Kreditní prémie u investičních dluhopisů denominovaných v EUR po výrazném poklesu ve 4Q22 (dohromady o skoro 70 % u spekulativních a o 40 % u investičních) se v lednu 2023 dále snižovaly.

AKCIE

Globální trhy

První měsíc roku 2023 se nesl ve velice pozitivním duchu. Akciové trhy všech hlavních trhů dosáhly vysokého zhodnocení. Centrální banky nadále přesvědčovaly trhy o primárním cíli zkrácení inflace skrze dalšího pozvolného utahování měnových politik. Akciové a dluhopisové trhy si však danou rétoriku vykládaly po svém a v očekávání rychlého poklesu cenové inflace docházelo k snižování požadovaných výnosů dluhopisů na

což akciové trhy reagovaly pozitivně růstově. Kladně také působil pokles cen energetických komodit jako plynu nebo elektřiny. Dařilo se akciím obchodovaných v Japonsku, Evropě a USA, zvláště pak těm citlivějším na úrokové sazby. Technologický index Nasdaq amerických společností meziměsíčně vzrostl o +10,7 %. Například v uplynulých měsících těžce zkoušené akcie Facebook si v lednu připsaly +23,8 %. Americký akciový index S&P 500 meziměsíčně skončil výše o +6,2 %, evropský index DJ STOXX 600 o +6,7 % a japonský index Nikkei 225 o +4,7 %.

Positivní sentiment v lednu panoval také na místních středoevropských trzích. Nejlépe se vedlo pražské akciové burze (index PX +10,7 %), které dominují banky s ČEZem. Banky kopírovaly pozitivní trend na západoevropských bankách, reagujících na zvyšování základních úrokových sazeb ECB. Akcie ČEZ (+15,3 %) spekulativně reagovaly na možný výkup ze strany státu. Dobře se vedlo také likvidnímu polskému akciovému trhu (index WIG30 +6,9 %), na kterém excelovaly například akcie Allegro nebo těžaře uhlí JSW. Slušného zhodnocení dosáhly také trhy v Bukurešti (index BET +4,1 %) a Budapešti (index BUX +3,5 %).

Akcie na rozvíjejících se trzích také odstartovaly rok na výbornou, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD připsal 7,85 %. Na nejdůležitějším asijském trhu, v Číně, akcie silně rostly (index CSI 300 +7,4 %, Hong Kong +10,4 %). Čínská vláda definitivně opustila politiku nulové tolerance Covid-19, která byla spojena s mnohými uzavírkami. Investoři tak reflektovali očekávaný letošní růst ekonomiky, vládní podpory realitnímu sektoru či zmírnění tlaku vlády na technologické společnosti. Ostatní trhy v regionu také těžily z pozitivního sentimentu, s výjimkou Indie, kde akcie poklesly o 2,1 %. Zahraniční investoři vybírali zisky a poté, co se objevily obavy o manipulaci s cenou (a dalšími nekalými praktikami) konglomerátu Adani, dále vyprodávali indická aktiva. Akciím v Latinské Americe se dařilo, obzvláště mexickým (+12,6 %). Brazílské akcie připsaly slušných 3,4 %.

MSCI World Index



STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci vzrostla o 5,87 %. Zpomalující inflace vyvolala na trzích vlnu optimismu přesto, že FED i ECB si nadále udržují jestřábí postoj. Nárůsty se týkaly zejména technologických akcií. Především v Evropě pak na akciové trhy kladně působily klesající ceny plynu a elektřiny. Do čínských trhů nadále proudily peníze investorů po ukončení politiky nulového covidu. Všechny fondy v portfoliu zaznamenaly zisky, největší Austrálie. V lednu jsme se rozhodli navýšit naše akciové pozice v Asii, Latinské Americe a Austrálii. Domníváme se, že čínské oživení ekonomiky bude mít pozitivní dopad na akcie těchto trhů. Koruna v lednu nadále posilovala proti dolaru i proti euru, měnové zajištění 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					6,36%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,35%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,79%	0,79%	5,01%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					3,92%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,91%	0,91%	2,41%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,83%	0,83%	1,52%
Dluhopisové fondy - ostatní					4,38%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,52%	0,52%	1,85%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,99%	0,99%	1,15%
BGF Asian High Yield Bond I2	Asie (bez Japonska)	USD	7,00%	3,90%	0,82%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	2,27%	-0,69%	0,55%
Fondy alternativních investic					4,25%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,25%
Akciové fondy					79,72%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	6,13%	6,13%	11,84%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	9,73%	6,55%	5,38%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	11,71%	8,47%	4,35%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	11,53%	8,30%	3,68%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	6,85%	5,41%	3,49%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	4,93%	1,89%	3,40%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	8,17%	5,04%	3,33%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	12,83%	9,56%	3,08%
BGF World Mining I2	Globální	USD	10,74%	7,53%	2,91%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	10,19%	7,00%	2,89%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	6,16%	4,73%	2,53%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	6,95%	5,51%	2,45%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	7,08%	5,64%	2,44%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	9,42%	6,25%	2,38%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	6,18%	4,75%	2,37%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	5,46%	4,04%	2,37%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	7,74%	6,29%	2,21%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	7,53%	6,08%	2,19%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	3,98%	0,97%	2,15%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	9,02%	5,86%	2,11%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	7,75%	4,63%	2,04%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	7,30%	5,34%	1,78%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	4,41%	2,50%	1,65%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	7,64%	4,52%	1,54%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	8,87%	5,72%	1,52%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	8,65%	5,50%	1,22%
Schroder ISF Frontier Markets Equity	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	3,15%	0,16%	1,10%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	3,77%	1,88%	0,67%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	2,25%	0,38%	0,65%
OSTATNÍ					1,37%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci poklesla o 2,53 %. Zpomalující inflace vyvolala na trzích vlnu optimismu přesto, že FED i ECB si nadále udržují jestřábí postoj. Nárůsty se týkaly zejména technologických akcií. Především v Evropě pak na akciové trhy kladně působily klesající ceny plynu a elektřiny. Do čínských trhů nadále proudily peníze investorů po ukončení politiky nulového covidu. Všechny fondy v portfoliu zaznamenaly zisky, největší Austrálie. Dluhopisová složka také přispěla pozitivně.

V lednu jsme se rozhodli navýšit naše akciové pozice v Asii, Latinské Americe a Austrálii. Domníváme se, že čínské oživení ekonomiky bude mít pozitivní dopad na akcie těchto trhů.

Koruna v lednu nadále posilovala proti dolaru i proti euru, měnové zajištění 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					17,02%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,06%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,79%	0,79%	14,96%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					33,20%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,91%	0,91%	19,99%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,83%	0,83%	13,21%
Dluhopisové fondy - ostatní					11,79%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,52%	0,52%	4,15%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,99%	0,99%	2,78%
BGF Asian High Yield Bond I2	Asie (bez Japonska)	USD	7,00%	3,90%	2,40%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	3,29%	0,30%	1,26%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	2,27%	-0,69%	1,19%
Fondy alternativních investic					4,20%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,20%
Akciové fondy					33,42%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	6,13%	6,13%	5,11%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	9,73%	6,55%	2,34%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	11,71%	8,47%	1,88%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	11,53%	8,30%	1,59%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	8,17%	5,04%	1,47%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	6,85%	5,41%	1,47%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	4,93%	1,89%	1,44%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	12,83%	9,56%	1,34%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	10,19%	7,00%	1,28%
BGF World Mining I2	Globální	USD	10,74%	7,53%	1,25%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	9,42%	6,25%	1,05%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	6,18%	4,75%	0,99%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	6,95%	5,51%	0,95%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	7,08%	5,64%	0,95%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	6,16%	4,73%	0,94%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	9,02%	5,86%	0,92%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	3,98%	0,97%	0,90%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	7,75%	4,63%	0,89%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	5,46%	4,04%	0,89%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	7,74%	6,29%	0,86%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	7,53%	6,08%	0,85%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	8,65%	5,50%	0,74%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	7,30%	5,34%	0,73%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	4,41%	2,50%	0,62%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	7,64%	4,52%	0,54%
Schroder ISF Frontier Markets Equity	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	3,15%	0,16%	0,47%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	8,87%	5,72%	0,43%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	3,77%	1,88%	0,26%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	2,25%	0,38%	0,25%
OSTATNÍ					0,37%

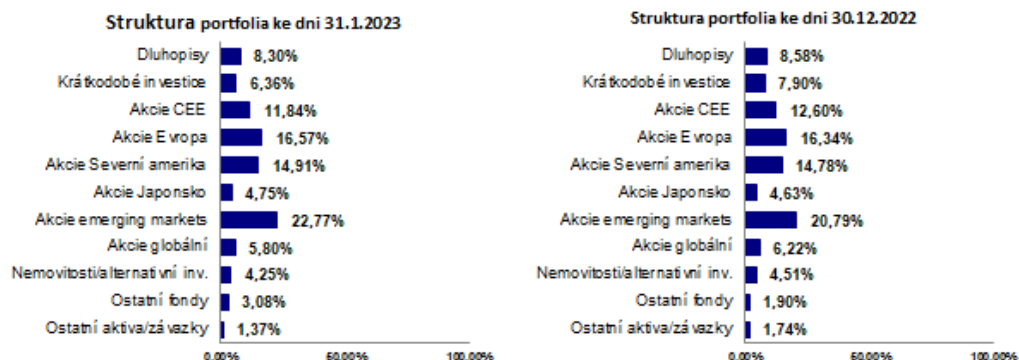
Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,68 %. Dluhopisové trhy, stejně jako akciové, nepřesvědčily komentáře FEDu a došlo k výraznému poklesu výnosů (nárůstu cen) amerických vládních dluhopisů. V Evropě byl pokles výnosů mírnější, neboť od ECB, která se zvyšováním sazeb začala později, lze spíše očekávat více jestřábí politiku. Česká výnosová křivka na dlouhém konci následovala vývoj v zahraničí, na krátkém se výnosy mírně zvýšily.

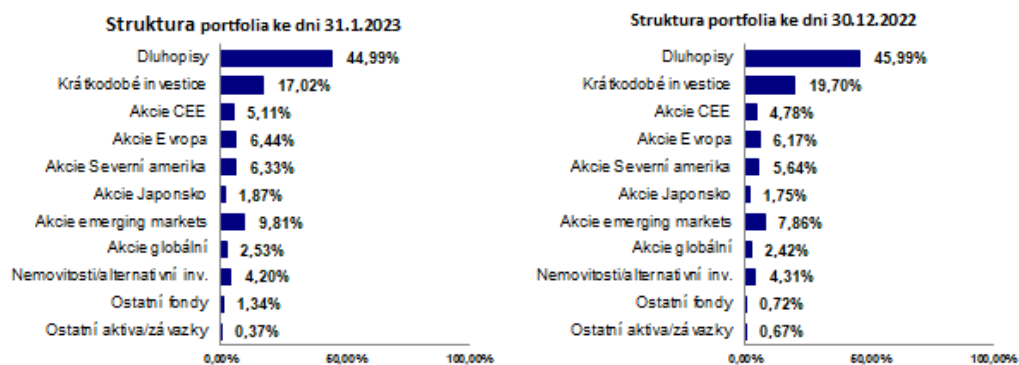
Žádná z cizoměnových pozic nepřesáhla hranici 1,5 mil. Kč, od které zajišťujeme měnové riziko.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					27,93%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,15%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,79%	0,79%	26,79%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					53,03%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,91%	0,91%	31,78%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,83%	0,83%	21,26%
Dluhopisové fondy - ostatní					11,18%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,52%	0,52%	3,90%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,99%	0,99%	2,65%
BGF Asian High Yield Bond I2	Asie (bez Japonska)	USD	7,00%	3,90%	2,28%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	3,29%	0,30%	1,20%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	2,27%	-0,69%	1,15%
Fondy alternativních investic					4,23%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,23%
Akciové fondy					3,66%
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	7,81%	4,69%	1,06%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	6,13%	6,13%	0,55%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	6,18%	4,75%	0,38%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	7,08%	5,64%	0,37%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	8,17%	5,04%	0,30%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	4,93%	1,89%	0,29%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	4,26%	2,36%	0,22%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	12,83%	9,56%	0,15%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	10,19%	7,00%	0,11%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	9,42%	6,25%	0,11%
BGF World Mining I2	Globální	USD	10,74%	7,53%	0,11%
OSTATNÍ					-0,04%

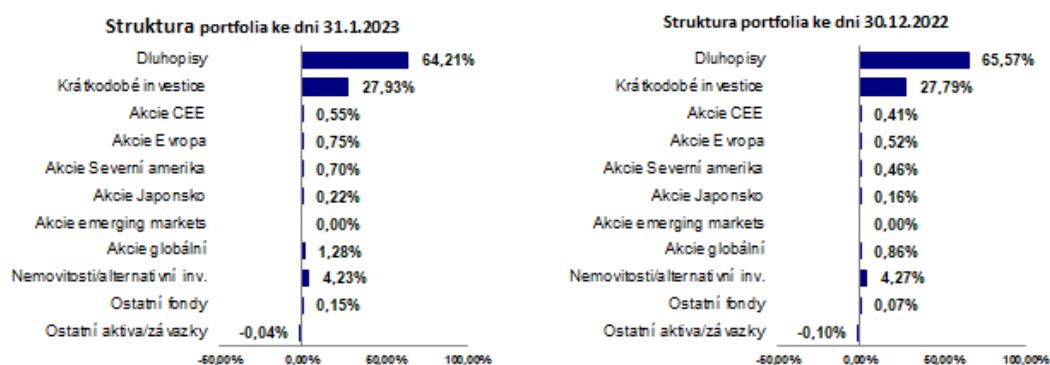
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

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

Zprv 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 budou muset zamířit nahoru. Takovou možnost ostatně přiznal na prosincovém i lednovém 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 paradoxně vůbec 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 také pro korunu negativní faktor.

Jediným faktorem proti růstu domácích sazeb je 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, růst mezd je zcela odpoutaný od růstu produktivity práce, zlotý zůstává relativně 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.

Úspěšná protiofenziva ukrajinské armády v Charkovském regionu ve čtvrtém kvartálu předchozího roku se postupně zastavila v okolí Bachmutu a Soledaru. Zde probíhají nejtěžší boje a územní zisky obou stran jsou pouze minimální za cenu vysokých ztrát. Vzhledem k předchozí ukrajinské ofenzivě a nástupu zimy, došlo nevyhnutelně k utlumení frontálního postupu a naopak zintenzívnění aktivity v některých konkrétních místech. Je také patrné přeskupování na obou stranách. Intenzívně pokračující mobilizace na ruské straně umožňuje ruské armádě neustávající přísun nových vojáků a převahu tak v této oblasti pozvolna získává Moskva. S blížícím se koncem února tak roste pravděpodobnost ruské protiofenzivy a to nejenom v tomto regionu, ale spekuluje se i o novém útok na hlavní město.

Na celém území Ukrajiny nadále pokračují masivní raketové útoky a to nejen na strategickou, ale i na civilní infrastrukturu. Finanční pomoc a celková podpora západu prozatím neustává. V prosinci došlo k uvolnění dalšího zahraničního financování a celková suma se za rok 2022 pohybovala okolo 30 mld. USD. Pro letošní rok je v současné chvíli naplánováno již cca 42 mld. USD zahraniční pomoci. Jakákoliv obnova bude ale otázkou mnoha let či spíše desetiletí a konflikt v současné podobě se stále více dostává do zákopového stavu bez výraznějších změn. Pozitivem je přístup americké administrativy (v kontrastu s německým postojem), která je v čele států, dodávajících Ukrajině modernější techniku. Právě ta, spolu s finanční pomocí, může být tím, co současnou podobu konfliktu výrazně promění.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Měny

U kurzu **aura proti dolaru** jsme se již koncem ledna dostali na hranici (1,10), kterou jsme měli jako očekávání pro letošní rok. Nemyslíme si, že by mělo dojít k dalšímu výraznějšímu posilování eura – v kurzu je zanesen vcelku realistický vývoj nastavení měnové politiky. Nyní nás dost možná čeká období relativní stability, v němž bude kurz kolísat mezi 1,05 a 1,10. Nevidíme velké změny v tržních očekáváních toho, jak se bude vyvíjet měnová politika FED-u a

ECB: čekáme sice, že sazby ještě budou pro definitivní zkrocení inflace muset jak v USA, tak v EMU vzrůst, ale už ne o tolik a hlavně na obou stranách Atlantiku zhruba stejným rozsahem.

Fundamentálně je česká koruna zralá na oslabení – výrazně negativnější reálné úrokové sazby oproti USA či 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 diferenciel mezi ČNB a FED-em či ECB, což dle nás povede k rostoucímu tlaku na korunu. Koruna tak v letošním roce může oslabit až k úrovni 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 4,75 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 pod úrovní 400 forintů za euro, ale na výraznější trendové posílení to nevypadá a dle nás k němu v první polovině roku 2023 určitě nedojde.

Globální akciové trhy

Rok 2023 by mohl být eufemisticky řečeno normalizačním rokem, kdy dojde k postupnému zlepšení dodavatelských řetězců, poklesu inflačních tlaků, odvratu od nebezpečně nízkých úrokových sazeb, 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 kapitálově 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*