

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ÚNOR 2023

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia

172,9665

Výkonnost za poslední měsíc

-2,49 %



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia

155,2222

Výkonnost za poslední měsíc

-1,04 %



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia

134,6063

Výkonnost za poslední měsíc

0,19 %

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

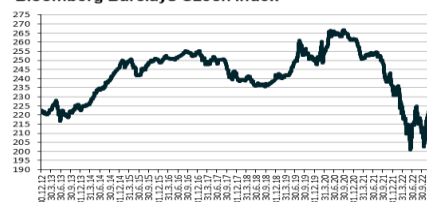
Na obou březích Atlantiku byl vývoj na trzích vládních dluhopisů během února podobný – výnosy narostly s tím, jak makroekonomická data ukázala, že s vymizením inflace to nebude tak lehké, jak se trhy v prosinci i v lednu domnívaly. Ve Spojených státech tak vlivem silného maloobchodu, silných dat z trhu práce a re-akcelerace inflace výnosy v únoru narostly o 60 b.b. na krátkém konci a o 40 b.b. na dlouhém (desetiletém) konci, takže se u dvouleté splatnosti dostaly na hranici 4,80 % a u desetileté se pak přiblížily hranici 4 %.

V Eurozóně byly pohyby o něco méně výrazné, ale i zde zejména vysoká lednová i únorová inflace způsobily zřetelný výnosový pohyb směrem nahoru. Na krátkém konci tak výnosy u německých vládních dluhopisů narostly o 50 b.b. na 3,15 %, na dlouhém konci pak o necelých 40 b.b. na 2,7 %.

DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka v únoru 2023 zůstala vcelku neměnná. Nehnuly s ní ani silnější inflační data, ani relativně jestrábější zápis z únorového zasedání ČNB. Dvouleté výnosy tak zůstaly prakticky bez změny na úrovni 5,8 %, desetileté narostly vlivem zahraničního vývoje o 35 b.b. na rovných 5 %.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Polská výnosová křivka během února více kopírovala zahraniční vývoj než křivka v ČR. Dvouletý výnos narostl oproti konci ledna o 25 b.b. na 6,3 %, na dlouhém konci pak desetileté výnosy přídaly 50 b.b. a dostaly se na 6,5 %.

Ukrajinské dluhopisy

Ceny ukrajinských státních dluhopisů v primárních aukcích se setrvale drží pod 20 % p.a. V případě sekundárního trhu lokálních dluhopisů v UAH jsou výnosy výrazně vyšší nicméně se začaly objevovat vyšší kotace oproti konci roku. Aktivita nicméně zůstává nízká a likvidita mizivá. Specifičnost situace pak doplňují kapitálové kontroly ze strany ukrajinské centrální banky a nutnost vypořádat případné obchody v USD. Na duben je připraveno uvolnění kapitálových kontrol, zaměřených na ztraktivnění 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.

Firemní dluhopisy

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.

Na trhu korporátních dluhopisů vývoj v únoru 2023 kopíroval vývoj na trzích vládních dluhopisů jen u dolarových instrumentů. Tzv. total return index (TRI) se totiž koncem února v případě korporátních dluhopisů spekulativního i investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci ledna nezměnil. V případě dolarových instrumentů k poklesu došlo, a to o 4,1 % u investičních instrumentů a o 1,6 % u spekulativních. Kreditní prémie po výrazném poklesu ve 4Q22 (dohromady o skoro 70 % u spekulativních a o 40 % u investičních) v lednu 2023 i v únoru zůstaly neměnné.

Trh severských dluhopisů potvrdil úspěšný lednový start a i v únoru rostl. Zaznamenal tak nejlepší vývoj v prvních měsících roku od r. 2017. Od začátku roku došlo k poklesu

požadovaných výnosů o téměř 100 bps. při výrazném objemu nových emisí (18 mld. NOK; druhý nejvyšší objem za únor v historii).

AKCIE

Globální trhy

Globální akciové trhy vrátily část zisků z předešlých týdnů. Vyklesaly především americké trhy (index S&P 500 -2,6 %), evropské trhy začaly ztrácet až v druhé polovině února a meziměsíčně ubránily mírné zisky (index DJ STOXX 600 +1,7 %). Poslední dva únorové týdny docházelo k částečnému uzavírání nabytých zisků, kdy začaly sílit obavy ohledně dalších kroků centrálních bank. Centrální bankéři budou nadále pokračovat v utahování měnových podmínek, to skrze zvyšování

MSCI World Index



úrokových sazeb a snižování svých bilancí, a to tak dlouho, dokud se trend růstu cenové hladiny zřetelně neotočí. Růst požadovaných výnosů u státních dluhopisů v Evropě a USA (10letý UST se dostal nad 4 %) tak vedl k propadu akciových trhů. Oproti tomu však nadále přicházela relativně slušná makroekonomická data, která s očekávaným oživením čínské ekonomiky nadále drží akciové trhy na silných úrovních. Hospodářské výsledky společností za 4Q2022 vyzněly v průměru lépe než byly odhady trhu, nadále se však v následujících dvou kvartálech očekává meziroční pokles zisků s výraznějším růstem až od čtvrtého čtvrtletí letošního roku.

Výkonnost středoevropských akcií byla rozdílná. Zisky si připsal český index PX (meziměsíčně +6,3 %) a rumunský index BET (+1,4 %). Polský index WIG30 již kopíroval dění ve světě a s narůstající rizikovou averzí zaznamenal ztráty (-3,1 %), maďarský index BUX (-1,2 %) propadl především z důvodu horších hospodářských čísel farmaceutické společnosti Gedeon Richter, zbylé velké maďarské společnosti přispěly pozitivně. Hlavním důvodem růstu českého PX indexu byla především dobrá výkonnost akcií ČEZ (+16 %), u které se spekuluje ohledně možného výkupu akcií nebo rozdělení společnosti českým státem. Také akcie bank, po dobrých čtvrtletních hospodářských výsledcích, vykázaly slušné kladné zhodnocení.

Akcii na rozvíjejících se trzích se únoru vůbec nedařilo, souhrnný index MSCI Emerging Markets USD ztratil přes 6,5 %, a odevzdal tak velkou část lednového růstu. Hlavními důvody jsou obavy z růstu úrokových sazeb, především v USA a v Eurozóně, jelikož investoři přehodnocují dále výhled na inflaci v letošním roce a reakci centrálních bank. Posilující americký dolar také nebyl dobrou zprávou. Nejhůře dopadly čínské akcie (např. akcie v Hong-Kongu -9,4 %), což bylo kromě výše uvedeného také důsledkem aféry se špiónážními balóny, které se dostaly nad území USA, kde byly následně sestřeleny. Indické a korejské akcie rovněž skončily v červených číslech. Nevydařený únor podtrhly akcie v Latinské Americe, horší brazilská makroekonomická data již jen urychlila výprodeje.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolio v tomto měsíci poklesla o 2,49 %. Z amerických trhů se vytratil optimismus, investoři se smiřují s myšlenkou, že inflační prostředí zde bude déle než původně očekávali a snižování sazeb přijde později. Evropa se proti tomu dokázala udržet v zelených číslech, i zde je však pozornost zaměřena na měnovou politiku centrální banky. Zisky si podržely i japonské akcie. Naopak Čína zamířila po úspěšném lednovém růstu do záporu, obavy posílily i nedávné diplomatické střety s USA.

V průběhu února jsme snížili naši expozici vůči akciím, lednový růst jsme považovali za příliš optimistický vzhledem k nadále vysoké inflaci a rétorice centrálních bank.

Koruna v únoru dále posilovala vůči euru. Vůči dolaru naopak oslabila.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					11,16%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,76%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,52%	0,52%	8,40%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					4,10%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,35%	0,35%	2,48%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,53%	0,53%	1,63%
Dluhopisové fondy - ostatní					4,53%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,59%	0,59%	1,91%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,27%	-1,27%	1,17%
BGF Asian High Yield Bond I2	Asie (bez Japonska)	USD	-2,37%	-1,65%	0,83%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	-1,81%	-1,09%	0,62%
Fondy alternativních investic					2,56%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,56%
Akciové fondy					78,29%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	0,23%	0,23%	12,03%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-7,54%	-6,86%	4,17%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-5,89%	-5,20%	3,58%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-6,31%	-7,47%	3,47%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-7,23%	-6,55%	3,39%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-3,17%	-2,46%	3,27%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-2,49%	-1,77%	3,23%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-8,80%	-8,13%	2,91%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-8,73%	-8,06%	2,89%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-12,57%	-11,93%	2,82%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-6,88%	-6,19%	2,64%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	3,61%	2,33%	2,47%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	1,50%	0,24%	2,45%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	1,42%	0,16%	2,43%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-2,72%	-2,00%	2,31%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	3,70%	2,41%	2,29%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	1,24%	-0,02%	2,29%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	0,52%	-0,73%	2,25%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	2,64%	1,37%	2,21%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-4,36%	-3,65%	2,08%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-3,79%	-3,08%	2,03%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-2,44%	-1,72%	2,01%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,93%	-4,23%	1,89%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	1,32%	-2,66%	1,65%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	1,95%	-2,06%	1,62%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-4,53%	-3,83%	1,45%
Schroder ISF Frontier Markets Equity	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-1,25%	-0,52%	1,13%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	1,90%	-2,11%	0,69%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	1,04%	-2,93%	0,67%
OSTATNÍ					-0,64%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolio v tomto měsíci poklesla o 1,04 %. Z amerických trhů se vytratil optimismus, investoři se smiřují s myšlenkou, že inflační prostředí zde bude déle než původně očekávali a snižování sazeb přijde později. Evropa se proti tomu dokázala udržet v zelených číslech, i zde je však pozornost zaměřena na měnovou politiku centrální banky. Zisky si podržely i japonské akcie. Naopak Čína zaměřila po úspěšném lednovém růstu do záporu, obavy posílily i nedávné diplomatické střety s USA.

Výkonnost dluhopisové složky byla smíšená, většina dluhopisů se dočkala nárůstu výnosů, naše fondy zaměřené na střední Evropu si však udržely mírné zisky.

V průběhu února jsme snížili naši expozici vůči akciím, lednový růst jsme považovali za příliš optimistický vzhledem k nadále vysoké inflaci a rétorice centrálních bank.

Koruna v únoru vůči dolaru oslabila.

Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	MTD Výkonnost		
			v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					22,59%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,41%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,52%	0,52%	20,18%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					33,82%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,35%	0,35%	20,30%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,53%	0,53%	13,52%
Dluhopisové fondy - ostatní					11,83%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,59%	0,59%	4,22%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,27%	-1,27%	2,78%
BGF Asian High Yield Bond I2	Asie (bez Japonska)	USD	-2,37%	-1,65%	2,39%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-2,33%	-1,61%	1,25%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	-1,81%	-1,09%	1,19%
Fondy alternativních investic					2,53%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,53%
Akciové fondy					29,61%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	0,23%	0,23%	4,52%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-7,54%	-6,86%	1,56%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-5,89%	-5,20%	1,34%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-7,23%	-6,55%	1,25%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-6,31%	-7,47%	1,24%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-3,17%	-2,46%	1,22%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-2,49%	-1,77%	1,21%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-12,57%	-11,93%	1,14%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-8,80%	-8,13%	1,09%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-8,73%	-8,06%	1,06%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-6,88%	-6,19%	0,97%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	3,61%	2,33%	0,93%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	1,50%	0,24%	0,92%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	1,42%	0,16%	0,91%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-4,36%	-3,65%	0,89%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	2,64%	1,37%	0,87%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-2,72%	-2,00%	0,87%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	3,70%	2,41%	0,86%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	1,24%	-0,02%	0,86%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	0,52%	-0,73%	0,86%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-3,79%	-3,08%	0,75%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-2,44%	-1,72%	0,75%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,93%	-4,23%	0,71%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-4,53%	-3,83%	0,63%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	1,95%	-2,06%	0,61%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	1,32%	-2,66%	0,60%
Schroder ISF Frontier Markets Equity	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-1,25%	-0,52%	0,47%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	1,90%	-2,11%	0,26%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	1,04%	-2,93%	0,26%
OSTATNÍ					-0,37%

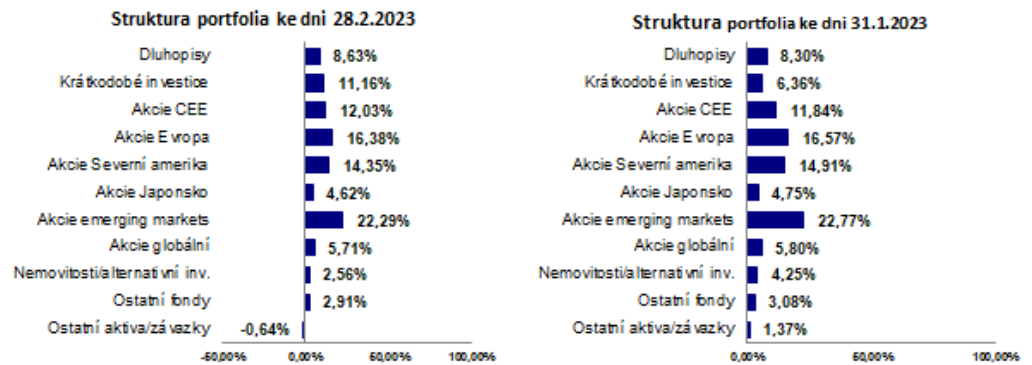
Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,19 %. Dluhopisové trhy v USA a Evropě převážně klesaly (nárůst výnosů). Důvodem byla především nepříznivá data ohledně inflace signalizující, že období vyšších úrokových sazeb jen tak neskončí. Česká výnosová křivka se oproti tomu téměř nezměnila, přestože ČNB začíná mít více jestřábí rétoriku. Naše fondy zaměřené na střední Evropu si udržely mírné zisky, globálně zaměřené fondy zaznamenaly poklesy cen.

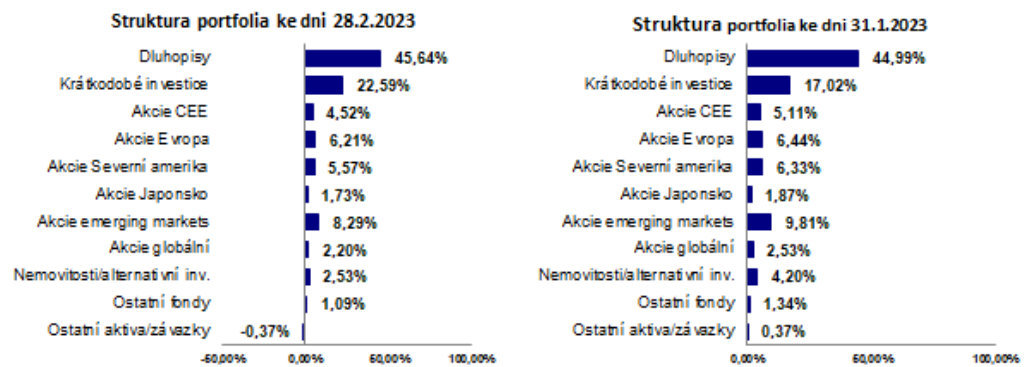
Žádná z cizoměnových pozic nepřesáhla hranici 1,5 mil. Kč, od které zajišťujeme měnové riziko.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					30,21%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,00%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,52%	0,52%	28,21%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					53,75%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,35%	0,35%	32,22%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,53%	0,53%	21,53%
Dluhopisové fondy - ostatní					11,08%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,59%	0,59%	3,91%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,27%	-1,27%	2,61%
BGF Asian High Yield Bond I2	Asie (bez Japonska)	USD	-2,37%	-1,65%	2,24%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-2,33%	-1,61%	1,18%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	-1,81%	-1,09%	1,13%
Fondy alternativních investic					2,53%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,53%
Akciové fondy					2,51%
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-5,76%	-5,06%	0,68%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	0,23%	0,23%	0,37%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	1,24%	-0,02%	0,25%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	1,42%	0,16%	0,25%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-3,17%	-2,46%	0,19%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-2,49%	-1,77%	0,19%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	-0,12%	-4,05%	0,14%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-8,80%	-8,13%	0,13%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-2,72%	-2,00%	0,11%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-8,73%	-8,06%	0,10%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-12,57%	-11,93%	0,10%
OSTATNÍ					-0,07%

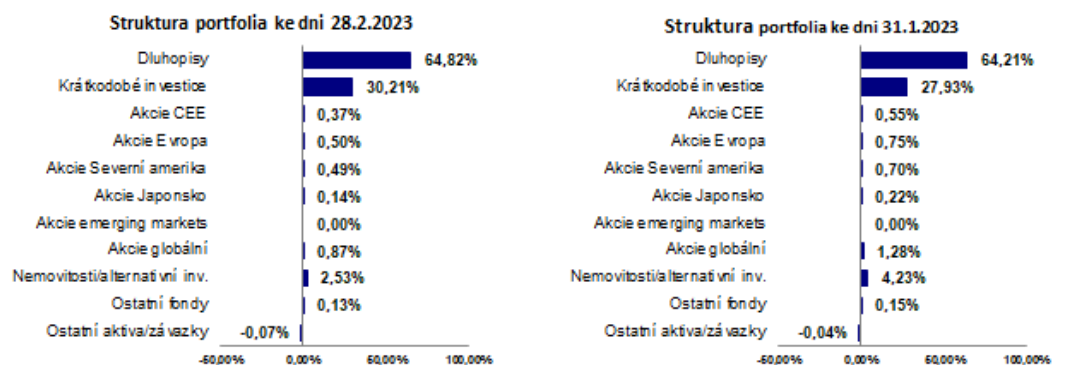
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



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. Po masivním deficitu v roce 2022 nezačala Česká republika rok 2023 rozpočtově vůbec dobře. Dle dat zveřejněných počátkem března Ministerstvem financí dosáhl deficit státního rozpočtu za první dva měsíce těžko uvěřitelných 120 mld. korun. Jednalo se tak o bezkonkurenčně nejhorší únor, meziroční zhoršení o 74 mld. a číslo, jež by před Covidem bylo alarmující i jako deficit za celý rok, nikoliv za pouhé dva (!) měsíce roku.

Zadruhé, Česká republika má stále velmi vysokou inflaci, která ve své klíčové jádrové složce zůstává velmi vysoko. I když se Bankovní rada prozatím rozhoduje pro stabilitu sazeb, jisté signály, že sazby můžou nakonec nahoru, během celého února Bankovní rada vysílala. Dle nás je nyní růst v letošním roce pravděpodobnější než stabilita sazeb.

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 dále přibližují 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.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

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. 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. Intenzivně pokračující mobilizace na ruské straně umožňuje ruské armádě neustávající přísun nových vojáků a převahu tak v této oblasti pozvolna získává Moskva. Během února jsme tak mohli pozorovat pozvolný nárůst aktivity ruské armády a v podstatě začátek nové ofenzivy. Nicméně se nejedná o frontální postup na více místech.

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 a byl předschválen nový program Mezinárodního měnového fondu. 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.

Měny

U kurzu **eura proti dolaru** jsme se nedomnívali, že hodnoty, na které se kurz dostal koncem ledna (1,10), vydrží. Během února došlo k námi očekávané normalizaci kurzu a ten se tak teď nachází v pásmu 1,05 a 1,10, kde si myslíme, že by v nadcházejících dvou, třech čtvrtletích měl i zůstat. Nemyslíme si, že by mělo dojít k dalšímu výraznějšímu posilování eura – v kurzu je

zanesen vcelku realistický vývoj nastavení měnové politiky. 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 zkrácení 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 než v USA nebo v Eurozóně, persistentní inflace, k dalšímu růstu sazeb stále 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 4,75 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 utažení politiky v říjnu a opakovaně deklarované odhodlání maďarské centrální banky bránit měnu zvyšováním úrokových sazeb sice forint, zdá se, úspěšně stabilizovalo v pásmu 370-390 forintů za euro, ale na výraznější trendové posílení to nevypadá a dle nás k němu letos nedojde.

Globální akciové trhy

Letošní rok pravděpodobně bude 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 firm 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