

## ERGO pojišťovna

## ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC BŘEZEN 2023

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH .....**ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.**  
 STRUKTURA PORTFOLIÍ ..... 2  
 PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ .....**ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.**



### Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia

172,7172

Výkonnost za poslední měsíc

-0,14 %



### Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia

155,3989

Výkonnost za poslední měsíc

0,11 %



### Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia

134,7552

Výkonnost za poslední měsíc

0,11 %

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

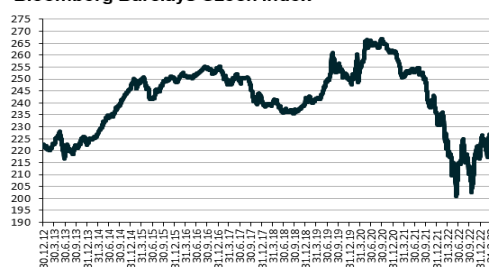
### DLUHOPISY – USA, EMU

Na obou březích Atlantiku byl vývoj na trzích vládních dluhopisů během března podobný – výnosy klesly. Důvodem byl kolaps americké banky Silicon Valley Bank a následné problémy Credit Suisse, které skončily prodejem této banky konkurenční UBS. Tyto problémy vyvolaly reminiscence na krizi z let 2008-9 a vedly k dramatickému přehodnocení toho, co trhy od centrálních bank čekají: přehodnocená očekávání vývoje sazeb tak srazila výnosy jak v USA, tak v Eurozóně. Americké dvouleté výnosy tak klesly o 80 b.b. na 4 %, desetileté o 45 b.b. na 3,5 %. Německé dvouleté dluhopisy poklesly o 45 b.b. na 2,7 %, desetileté o 35 b.b. na 2,3 %.

### DLUHOPISY ČR

**Česká výnosová křivka v březnu 2023 následovala křivku německou, byť poklesy výnosů byly menší.** Český bankovní sektor je totiž velice stabilní, tudíž panika, která v březnu zachvátila dluhopisové trhy, se v ČR projevila méně. Dvouleté výnosy tak poklesly o zhruba 25 b.b. na 5,5 %, desetileté o 33 b.b. na 4,7 %.

Bloomberg Barclays Czech Index



### DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

#### Polské dluhopisy

**Polská výnosová křivka během března také pouze kopírovala zahraniční vývoj.** To v situaci, kdy centrální banka inflaci ignoruje a se sazbami nic nedělá, asi není nic překvapivého. Dvouletý výnos poklesl oproti konci února o 25 b.b. lehce nad 6 %, na dlouhém konci pak desetileté výnosy poklesly o 50 b.b. a dostaly se také na 6 %.

#### Ukrajinské dluhopisy

Výnosy ukrajinských státních dluhopisů v primárních aukcích se setrvale drží pod 20 % p.a. V případě sekundárního trhu lokálních dluhopisů v UAH je aktivita stále velmi sporadická, nicméně se začaly objevovat zájemci a na konci března se nám podařilo prodat část pozice za ceny mírně nad 70 %. V průběhu dubna by mělo dojít k vyjasnění situace ohledně kapitálových kontrol a případné revizi ocenění Hřivnových dluhopisů v portfoliu. Celkově je ale směr trhu stále udáván zprávami z fronty, politických a diplomatických kruhů.

Stále silněji se ovšem potvrzuje, že ukrajinská ekonomika se na současnou situaci dokázala až neuvěřitelně adaptovat. Ukazatele aktivity v průmyslu jsou na úrovních před vypuknutím konfliktu, propad ekonomiky byl o něco menší, než se očekávalo a ani inflace dále neakceleruje. Začátkem dubna došlo ke schválení programu ze strany IMF v objemu cca 16 mld. USD a s okamžitým uvolněním 2 mld. USD. Objem zahraniční pomoci jen pro letošní rok je aktuálně na úrovni 40 mld. USD (cca ¼ předválečného HDP Ukrajiny; loni 32 mld.) a v nejbližších týdnech velmi pravděpodobně dojde k zahájení protiofenzivy ukrajinské armády.

#### Firemní dluhopisy

Na trhu korporátních dluhopisů vývoj v březnu 2023 v podstatě kopíroval vývoj na trzích vládních. Tzv. total return index (TRI) koncem března v případě korporátních dluhopisů spekulativního i investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci února narostl, byť jen mírně (0,2 %). V případě dolarových instrumentů byly pohyby větší (cca 3 %). Kreditní prémie po výrazném poklesu ve 4Q22 (dohromady o skoro 70 % u spekulativních a o 40 % u investičních) a poté, co v lednu i v únoru zůstaly neměnné, v březnu samozřejmě poskočily, byť méně (o cca 6 % u eurových instrumentů), než by člověk vzhledem k poklesu výnosů státních dluhopisů očekával.

## Globální trhy

Globální akciové trhy, vzhledem k událostem v bankovním systému, zaznamenaly relativně slušný měsíc. Nejdůležitější zprávy přicházely ze stran amerických a evropských komerčních a centrálních bank. Začátkem března po oznámení potřeby nového kapitálu zbankrotovala 16. největší americká banka Silicon Valley Bank (SVB) s aktivy v objemu 209 miliard dolarů (4,65 bilionu korun) a vklady okolo 175 miliard dolarů (3,9 bilionu korun).

MSCI World Index



Pro srovnání se jedná o zhruba polovinu českého trhu. Následně došlo k jejímu převzetí Federálním úřadem pro pojištění vkladů (FDIC), který vyplatil vklady v plné výši (100%). Zároveň zkrachovaly také menší Silvergate Bank a Signature Bank. Následně došlo k aktivaci facilit americkou centrální bankou FED na poskytnutí likvidity všem bankám (reoperoace v hodnotě 100% nominální hodnoty), které by se mohly dostat do obdobné situace „runu na banku“. K uklidnění situace přispěly také velké banky jako JPMorgan, která pomohla First Republic Bank. Po uklidnění situace v USA se však nervozita přelila do Evropy, konkrétně Švýcarska, kde byla zachráněna dlouhodobě problémová banka Credit Suisse svým větším rivalem švýcarskou bankou UBS. To vše pomohlo k uklidnění situace okolo bankovních systémů v US a Evropě a tak se poslední březnový týden nesl v pozitivním duchu, kdy došlo k umazání dřívějších ztrát. Překvapivou situací v průběhu nastalé „bankovní situace“ bylo, že zbylé sektory reagovaly velice mírnými poklesy akcií, což vzhledem k důležitosti bankovního systému není obvyklé. Americký akciový index S&P 500 si i tak, především kvůli pozitivnímu poslednímu březnovému týdnu, připsal mírné meziměsíční zhodnocení +3,5 %, evropský index DJ STOXX 600 mírnou ztrátu -0,7 %.

Vzhledem k vyššímu zastoupení bankovního sektoru na středoevropských burzách skončila většina místních indexů v mínusu. Vypjatá situace ohledně amerických a evropských bank táhla dolu i akcie místních bank jako Erste Bank, Raiffeisen Bank, PEKAO SA, PKO BP, OTP, atd. Po uklidnění situace skrze zavedení podpůrných facilit, převzetím ze strany větších konkurentů nebo uklidněním ze stran centrálních bankéřů a ministrů financí došlo také ve středoevropském regionu k umazání velké části předchozích propadů akcií. Představa situace s nižší kreditní expanzí (poskytování úvěrů) by znamenala slabší ekonomickou aktivitu, čímž by došlo k poklesu průmyslové produkce a poptávky po komoditách. Z tohoto důvodu tak, mimo banky, výrazně klesaly také akcie těžařů komodit jako polská společnost Bogdanka (hnědé uhlí), JSW (černé uhlí) a KGHM (měď). Zisky si naopak připsal sektor rychloobrátkového zboží, který se dokáže s vysokou inflací nyní relativně dobře vypořádat. Kladné zhodnocení si připsal prodejce potravin Eurocash, bot CCC a oděvů LPP. Akciový polský index WIG30 meziměsíčně klesl o 4,2 %, český index PX o 4,3 %, maďarský index BUX o 5,5 % a rumunský index BET ztratil 1,6 %.

Akcii na rozvíjejících se trzích se celkově docela dařilo, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD zhodnotil o 2,73 %. Problémy evropských a amerických bank se rozvíjejících trhů přímo netýkaly, obavy z „dominového efektu“ se naštěstí nenaplnily. Slábnoucí dolar byl rovněž pozitivní zprávou. Hlavní asijské trhy připisovaly většinou mírné zisky. Dobré zprávy chodily hlavně z čínské ekonomiky, která se zotavuje po ukončení pandemických uzavírek. Inflace zůstává nadále nízká, a tak tamní centrální banka mohla ještě dále snížit podíl bankovních minimálních rezerv. Na ostatních trzích byl vývoj spíše poklidný. Situace v Brazílii se v posledních týdnech točí kolem nových rozpočtových pravidel, jejichž přesné znění však zatím není známo. Z toho pak pramení nervozita investorů. Klesající inflace a vysoké sazby jsou na druhou stranu pozitivní pro brazilský real. Index MSCI Latin Amerika USD připsal 0,36 %.

## STRUKTURA PORTFOLIÍ

### Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolio v tomto měsíci poklesla o 0,14 %. Vývoj na akciových trzích v březnu byl skutečně bouřlivý. Menší bankovní krize donutila FED poskytnout likviditu do bankovního systému, zároveň trh očekává, že zvyšování sazeb skončí dříve. V Evropě se do problémů dostala Credit Suisse, zde však situaci vyřešila konkurenční UBS ve spolupráci se švýcarským regulátorem. Bankovní sektor si za březen připsal ztrátu, což stáhlo dolů i středoevropský region, kde jsou banky hojně zastoupené. Investoři hledali bezpečí v drahých kovech, které si připsaly výrazné zisky. Dařilo se také rozvíjejícím se trhům a Japonsku, kterých se problémy amerických bank příliš nedotkly.

Do portfolio jsme opět zařadili turecký fond, zemětřesení zvýšilo šance opozice v blížících se volbách, od ní v případě úspěchu očekáváme zodpovědnější přístup k měnové politice. Provedli jsme i menší změnu u japonských fondů, kde jsme snížili váhu růstových akcií.

Koruna mírně posílila vůči euru a výrazně vůči dolaru.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>10,26%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,93%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,62%	0,62%	8,33%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>3,96%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,48%	0,48%	2,33%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,01%	0,01%	1,63%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>4,39%</b>
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,76%	-0,76%	1,78%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,23%	2,23%	1,19%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,42%	-6,69%	0,79%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	3,04%	0,59%	0,63%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>2,58%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,58%
<b>Akciové fondy</b>					<b>77,87%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-4,54%	-4,54%	11,91%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	3,97%	1,50%	4,20%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	4,21%	1,74%	3,32%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	1,08%	1,06%	3,31%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	0,30%	-2,08%	3,25%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-5,37%	-7,62%	3,24%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-2,58%	-4,89%	3,21%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	13,39%	10,70%	2,98%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-0,77%	-3,12%	2,93%
BGF World Mining I2	Globální	USD	1,86%	-0,56%	2,88%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-0,49%	-2,85%	2,55%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	0,01%	-0,01%	2,45%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	0,61%	0,59%	2,44%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-3,24%	-3,26%	2,40%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-4,64%	-6,90%	2,30%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-2,21%	-2,23%	2,25%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-3,87%	-3,89%	2,21%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-3,22%	-3,24%	2,18%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-3,63%	-3,65%	2,13%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	0,07%	-2,30%	2,04%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	2,62%	0,18%	2,02%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	2,10%	-0,32%	1,84%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	3,79%	1,33%	1,80%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	2,22%	2,48%	1,57%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	2,03%	2,29%	1,55%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	2,16%	-0,26%	1,45%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	1,13%	-1,27%	1,03%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-2,56%	-2,58%	0,98%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	3,92%	4,18%	0,75%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	0,47%	0,72%	0,70%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>0,94%</b>

## Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci vzrostla o 0,11 %. Vývoj na akciových trzích v březnu byl skutečně bouřlivý. Menší bankovní krize donutila FED poskytnout likviditu do bankovního systému, zároveň trh očekává, že zvyšování sazeb skončí dříve. V Evropě se do problémů dostala Credit Suisse, zde však situaci vyřešila konkurenční UBS ve spolupráci se švýcarským regulátorem. Bankovní sektor si za březen připsal ztrátu, což stáhlo dolů i středoevropský region, kde jsou banky hojně zastoupené. Investoři hledali bezpečí v drahých kovech, které si připsaly výrazné zisky. Dařilo se také rozvíjejícím se trhům a Japonsku, kterých se problémy amerických bank příliš nedotkly.

Dluhopisová složka si připsala zisk.

Do portfolia jsme opět zařadili turecký fond, zemětřesení zvýšilo šance opozice v blízkých se volbách, od ní v případě úspěchu očekáváme zodpovědnější přístup k měnové politice. Provedli jsme i menší změnu u japonských fondů, kde jsme snížili váhu růstových akcií.

Koruna mírně posílila vůči euru a výrazně vůči dolaru.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>22,11%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,20%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,62%	0,62%	19,91%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>33,47%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,48%	0,48%	19,97%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,01%	0,01%	13,50%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>11,71%</b>
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,76%	-0,76%	4,18%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,23%	2,23%	2,83%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,42%	-6,69%	2,26%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,32%	-1,08%	1,24%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	3,04%	0,59%	1,19%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>2,54%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,54%
<b>Akciové fondy</b>					<b>29,87%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-4,54%	-4,54%	4,51%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	3,97%	1,50%	1,58%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	0,30%	-2,08%	1,31%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	4,21%	1,74%	1,27%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	13,39%	10,70%	1,26%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	1,08%	1,06%	1,25%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-5,37%	-7,62%	1,22%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-2,58%	-4,89%	1,16%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-0,77%	-3,12%	1,15%
BGF World Mining I2	Globální	USD	1,86%	-0,56%	1,05%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-0,49%	-2,85%	0,94%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	0,01%	-0,01%	0,92%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	0,61%	0,59%	0,91%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-3,24%	-3,26%	0,90%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	0,07%	-2,30%	0,87%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-2,21%	-2,23%	0,84%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-3,63%	-3,65%	0,84%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-3,22%	-3,24%	0,83%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-3,87%	-3,89%	0,83%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-4,64%	-6,90%	0,81%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	2,62%	0,18%	0,75%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	2,10%	-0,32%	0,75%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	3,79%	1,33%	0,72%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	2,16%	-0,26%	0,63%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	2,03%	2,29%	0,62%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	2,22%	2,48%	0,62%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	1,13%	-1,27%	0,40%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-2,56%	-2,58%	0,38%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	3,92%	4,18%	0,29%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	0,47%	0,72%	0,26%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>0,30%</b>

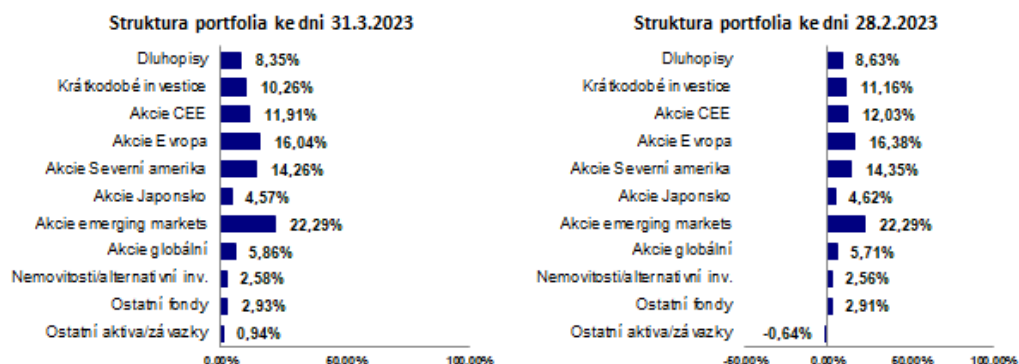
## Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,11 %. Výnosy evropských i amerických dluhopisů poklesly (vzrostly ceny). Vzhledem k problémům několika amerických bank byl FED nucen přistoupit k méně jestřábí rétorice. Vrchol sazeb pravděpodobně nastane dříve než se očekávalo a tím pádem se může přiblížit i uvolnění měnové politiky. Pokles výnosů zaznamenaly i české státní dluhopisy, které kopírovaly vývoj v zahraničí. Pokles výnosů zde byl ale nižší vzhledem k odolnosti českých bank.

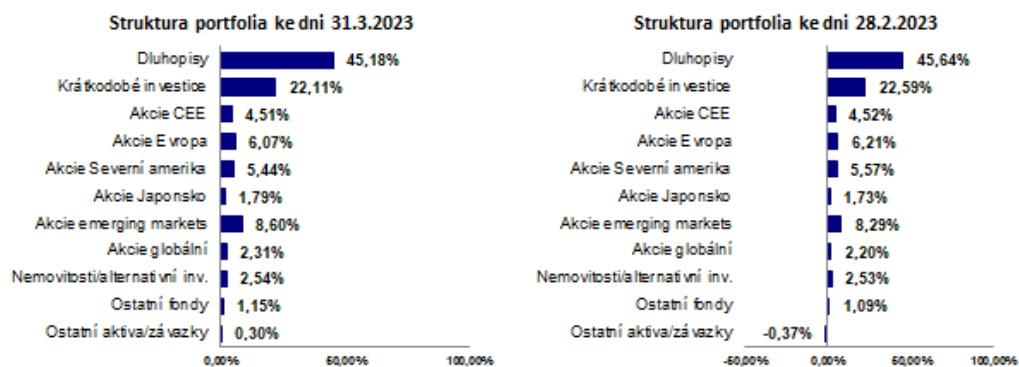
Žádná z cizoměnových pozic nepřesáhla hranici 1,5 mil. Kč, od které zajišťujeme měnové riziko.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>30,28%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,93%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,62%	0,62%	28,35%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>53,84%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,48%	0,48%	32,34%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,01%	0,01%	21,51%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>10,97%</b>
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,76%	-0,76%	3,88%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,23%	2,23%	2,67%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,42%	-6,69%	2,12%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,32%	-1,08%	1,17%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	3,04%	0,59%	1,14%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>2,54%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,54%
<b>Akciové fondy</b>					<b>2,47%</b>
Goldman Sachs III Emerg.Markets Eq. Income I	Globální rozvíjející se trhy	USD	3,88%	1,41%	0,69%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-4,54%	-4,54%	0,35%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	0,61%	0,59%	0,25%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-3,87%	-3,89%	0,24%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-2,58%	-4,89%	0,18%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-5,37%	-7,62%	0,17%
Goldman Sachs III Japan Equity (Former NN) I	Japonsko	JPY	2,76%	3,02%	0,14%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-0,77%	-3,12%	0,13%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	13,39%	10,70%	0,11%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-4,64%	-6,90%	0,10%
BGF World Mining I2	Globální	USD	1,86%	-0,56%	0,10%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,10%</b>

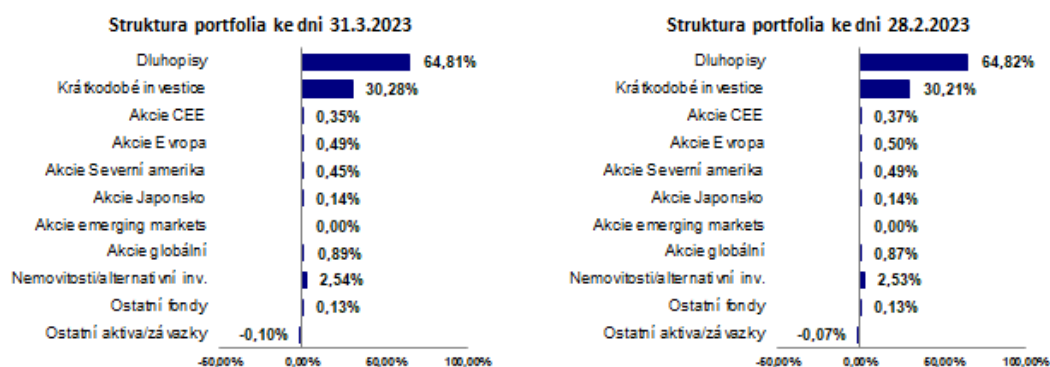
## DYNAMICKÉ PORTFOLIO



## 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 čtvrtletí roku těžko uvěřitelných 166 mld. korun. Jednalo se tak o bezkonkurenčně nejhorší únor, meziroční zhoršení o 107 mld. a číslo, jež by před Covidem bylo nepředstavitelné i jako deficit za celý rok, nikoliv za pouhé tři (!) 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, vidíme. 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 zintenzivnění 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 získávala Moskva. Během února jsme tak mohli pozorovat pozvolný nárůst aktivity ruské armády. 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. Možnou změnu může přinést očekávaná protiofenziva ukrajinské armády. Pozitivem je přístup americké administrativy (v kontrastu s německým postojem), která je v čele států, dodávajících Ukrajině modernější techniku. Právě to, spolu s finanční pomocí, může být tím, co současnou podobu konfliktu výrazně promění.

### Měny

U kurzu **eura proti dolaru** se nedomníváme, že by ze stávajících hodnot kolem 1,10 mělo letos dojít k dalšímu výraznějšímu posilování eura – v kurzu je zanesen vcelku realistický vývoj nastavení měnové politiky. Nečekáme do budoucna velké relativní změny v tržních očekáváních toho, jak se bude vyvíjet nastavení měnové politiky 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 přibližně 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. Nebyť ČNB, koruna by dnes zcela jistě byla nad 25 korunami za euro. Čekáme také postupně se dále smršňující úrokový diferenciál mezi ČNB a FED-em či ECB, což dle nás povede ke tlaku na korunu. Koruna tak v letošním roce oslabí nejméně ke 24,50 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. Extrémní utážení politiky v říjnu minulého roku a opakovaně deklarované odhodlání maďarské centrální banky udržovat přísnou měnovou politiku forint 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

Proběhlá krátká březnová bankovní krize, jež byla promptně zažehnána, ukázala, že současný systém (ekonomický a geopolitický) skýtá mnoho rizik, jež dokáží rychle vyplout na povrch. Rizik spojených s inflací, zhoršující se kupní silou, slabší ekonomickou situací některých podniků, zpřetrhaných dodavatelsko-odběratelských řetězců, vysokých úrokových sazeb, růstem nákladů, geopolitikou, atd je nadále spousta. Postupem času se však ekonomické subjekty adaptují na vyšší úrokové sazby a mnoho zmíněných rizik bude pozvolna snižována.

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*