

## ERGO pojišťovna

# ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC DUBEN 2023

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



### Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **173,8015**

Výkonnost za poslední měsíc **0,63 %**



### Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **155,8138**

Výkonnost za poslední měsíc **0,27 %**



### Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **134,7065**

Výkonnost za poslední měsíc **-0,04 %**

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

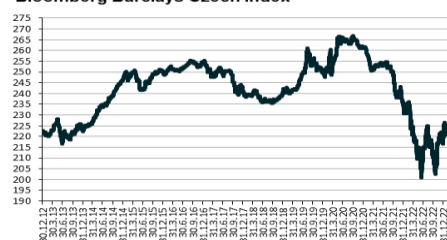
### DLUHOPISY – USA, EMU

Na obou březích Atlantiku byl vývoj na trzích vládních dluhopisů během dubna podobný – výnosy se mezi koncem března a koncem dubna agregátně moc nezměnily. Do poloviny dubna sice zejména v Eurozóně vyrostly (o cca +15 až +20 b.b. oproti konci března), ale posléze se stupňujícími se problémy u dalších regionálních bank v USA poklesly na v podstatě úplně stejné hodnoty jako ty, které jsme viděli počátkem měsíce (dvouletý výnos na 2,7 %, desetiletý na 2,3 %). V USA se dvouletý výnos koncem dubna nacházel lehce nad 4,1 %, desetiletý lehce nad 3,5 %, což byly rovněž v podstatě stejné hodnoty jako počátkem daného měsíce.

### DLUHOPISY ČR

**Česká výnosová křivka v dubnu 2023 nejdřív narostla, posléze se vrátila na hodnoty z konce března.** V polovině minulého měsíce tak vlivem růstu výnosů v Eurozóně vyrostly české vládní výnosy o přibližně 20 b.b. na 5,7 % (u dvouletých) resp. 4,9 % (u desetiletých). Koncem měsíce se však výnosy vrátili zhruba 5 b.b. pod hodnoty z konce března, tj. dvouleté výnosy se tak dostaly o zhruba 25 b.b. níže 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 dubna také kopírovala vývoj v Eurozóně.** V první polovině měsíce narostly dvouleté výnosy na 6,1 % (+10 b.b.) a desetileté výnosy na 6,2 % (+10 b.b.) aby pak do konce dubna jak u dvouletých, tak u desetiletých splatností poklesly shodně zpátky pod 5,9 %.

#### Ukrajinské dluhopisy

Stále silněji se 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 (celkově je zhruba na úrovni roku 2020) 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.); devizové rezervy ukrajinské centrální banky jsou tak nejvyšší od roku 2011 a jen 2,4 mld USD po historicky nejvyšší hodnotou) a v nejbližších týdnech velmi pravděpodobně dojde k zahájení protiofenzivy ukrajinské armády.

V průběhu dubna také došlo k uvolnění měnových restrikcí a možnosti repatriovat v budoucnu splatné kupony a dluhopisy v Hřivně (předchozích výplat se to netýká a jsou stále blokovány). Setrvalo také rostla aktivita domácích bank na sekundárním trhu státních dluhopisů v UAH (která byla před tím spíše nízká a ceny kopírovaly úroveň ukrajinských státních dluhopisů v USD na úrovni 20-40 %) a jejich ceny v závislosti na délce splatnosti vzrostly na úroveň zhruba 50 – 80 % nominální hodnoty.

#### Firemní dluhopisy

Na trhu korporátních dluhopisů byl v dubnu poměrně klid. Tzv. total return index (TRI) za duben v případě korporátních dluhopisů spekulativního i investičního stupně denominovaných v EUR narostl, byť jen mírně (0,3 %). V případě dolarových instrumentů byly pohyby větší, ale stále malé (cca 0,8 %). Kreditní prémie po výrazném poklesu ve 4Q22 (dohromady o skoro 70 % u spekulativních a o 40 % u investičních) a poté, co v 1Q23 dále překvapivě poklesly (8 % resp. 7 %) během dubna zhruba stagnovaly.

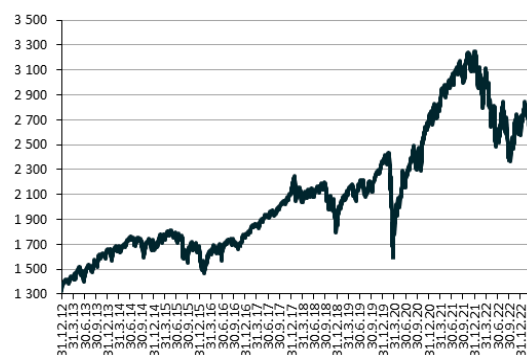
## Globální trhy

Globální akciové trhy si po bouřlivém březnu prošly menší konsolidací a konec měsíce dubna skončily s mírnými zisky. Problémy amerického bankovního systému stále rezonovaly, přičemž se začalo diskutovat o dluhovém stropu maximální výše dluhu USA. Otázka záchrany americké problémové First Republic byla po celý měsíc na spadnutí. Příchozí výsledky hospodaření společností za 1. čtvrtletí letošního roku vyzněly oproti odhadům analytiků v průměru lépe. Dobré výsledky předvedli Microsoft, Amazon nebo výrobce zbraní Lockheed Martin. Akcie Tesly ztrácely na základě horších ziskových ukazatelů v reakci na zvyšující se globální konkurenci. Vyšší zhodnocení si připsaly především větší, „méně rizikové“, společnosti. Naopak i nadále zaostávají společnosti s menší kapitalizací. Nadále se bedlivě sledovaly komentáře centrálních bankéřů, kdy alespoň v USA trh očekává blížící se vrchol zvyšování úrokových sazeb. Americký akciový index S&P 500 si v dubnu připsal meziměsíční zhodnocení +1,5 %, evropský index DJ STOXX 600 +1,9 % a japonský index Nikkei225 +2,9 %.

Akciovým obchodovaným na středoevropských burzách se v měsíci dubnu dařilo. Hlavním pozitivním kontributorem byl polský trh (index WIG30 +9,0 %), který pro přední globální investory představuje likvidní proxy na náš středoevropský region. Částečně na základě dobrých kvartálních výsledků předvedly dvouciferný růst cen akcií společnosti ze spotřebitelského a bankovního sektoru. Akcie bank korigovaly předešlé výprodeje z důvodu březnové globální nervozity, přičemž kapitálová vybavenost místních bank je velice silná a obdobné problémy jako v případě středně velkých bank v USA jsou extrémně nepravděpodobné. Investoři tak ocenili místní levné ocenění a táhly všechny regionální indexy nahoru. V případě maďarského indexu BUX (+5,9 %) pozitivně přispěly všechny čtyři hlavní akcie a to farmaceutický Richter Gedeon (+11,5 %), energetický MOL (+6,9 %), Magyar Telekom (+6,4 %) a také OTP Bank (+3,2 %). Na pražské burze si nejvyšší zisky připsaly akcie ČEZ (+9,1 %), u nichž investoři spekulují na možnost vykoupení státem, následované bankami.

Akciové na rozvíjejících se trzích celkově zaostávaly, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD odepsal 1,3 %. Asijské trhy neměly jednoznačný směr. Nejvíce ztrácely akcie v Číně a Taiwanu (index CSI300 -0,5%, Hong-Kong -2,5 %, Taiwan -3,4 %), a to v důsledku zvyšujícího se napětí se západními zeměmi, americká administrativa navíc uvažuje omezení pro přímé investice. Nepomohla ani lepší data ukazující na zlepšující se kondici čínské ekonomiky. Naopak rostly akcie v Indii, které těžily z klesající inflace a solidních ekonomických dat. Druhý měsíc po sobě poklesly turecké akcie, v důsledku nárůstu politické nejistoty před květnovými prezidentskými volbami. Poklidný měsíc zaznamenaly akcie v Latinské Americe, brazilské i mexické akcie připisovaly přes 2 %.

MSCI World Index



## STRUKTURA PORTFOLIÍ

### Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolio v tomto měsíci vzrostla o 0,63 %. Americké i evropské akciové trhy si v dubnu připsaly zisky. Některé společnosti pozitivně překvapily zveřejněnými výsledky za 1. kvartál roku, investoři v USA zároveň vyhlíží vrchol úrokových sazeb. Výrazně se dařilo středoevropskému regionu, i zde sehrály roli dobré výsledky místních firem a stabilita místních bank. Rozvíjející se trhy v dubnu naopak většinou zaznamenaly ztráty, na čínských trzích panovala nervozita způsobená ochlazením vztahů se západem, Turecko zase svírá nejistota z blížících se voleb.

V průběhu dubna jsme v portfolio snížili podíl akcií a částečně i high-yield dluhopisů. Vzhledem k riziku spočívajícím v delším setrvání úrokových sazeb na vysokých úrovních považujeme tato aktiva za nadhodnocená. Naopak jsme navýšili krátkodobé investice.

Koruna v dubnu posílila vůči dolaru a mírně oslabila vůči euru. Efekt měnového zajištění byl u dolarových pozic kladný, u pozic v EUR záporný.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfolio		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolio	Rozložení portfolio
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>12,47%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,63%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	-0,19%	-0,19%	10,84%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolio</b>					<b>4,06%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,16%	-0,16%	2,44%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,16%	0,16%	1,62%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>4,05%</b>
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,71%	0,71%	1,51%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	4,61%	4,61%	1,24%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,32%	-1,18%	0,78%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	-1,07%	-1,93%	0,52%
<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>77,07%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	6,44%	6,44%	11,77%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-3,58%	-4,41%	3,99%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,84%	-2,69%	3,27%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-3,65%	-3,59%	3,25%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	1,92%	1,04%	3,24%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	0,99%	0,12%	3,23%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	1,10%	0,22%	3,22%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	0,07%	-0,80%	2,94%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	2,04%	1,16%	2,79%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-2,00%	-2,85%	2,70%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-3,56%	-4,39%	2,44%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	1,96%	2,03%	2,40%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	0,74%	0,80%	2,38%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-0,32%	-0,26%	2,38%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	3,28%	3,35%	2,31%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-1,35%	-2,20%	2,26%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	2,82%	2,89%	2,24%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	3,28%	3,35%	2,19%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	2,96%	2,07%	2,07%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-4,62%	-4,56%	2,07%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	1,27%	0,39%	2,02%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,77%	-1,63%	1,90%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,22%	-0,65%	1,88%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	1,93%	-1,16%	1,60%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	2,10%	-0,99%	1,59%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	0,47%	-0,40%	1,43%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	2,76%	1,87%	1,11%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-5,46%	-5,40%	1,00%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	-0,24%	-3,26%	0,73%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	0,29%	-2,75%	0,68%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,23%</b>

## Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolio v tomto měsíci vzrostla o 0,27 %. Americké i evropské akciové trhy si v dubnu připsaly zisky. Některé společnosti pozitivně překvapily zveřejněnými výsledky za 1. kvartál roku, investoři v USA zároveň vyhlíží vrchol úrokových sazeb. Výrazně se dařilo středoevropskému regionu, i zde sehrály roli dobré výsledky místních firem, pomohlo i uklidnění po zažehnání hrozící bankovní krize z minulého měsíce. Rozvíjející se trhy v dubnu naopak většinou zaznamenaly ztráty, na čínských trzích panovala nervozita způsobená ochlazením vztahů se západem, Turecko zase svírá nejistota z blížících se voleb.

Výkonnost dluhopisových fondů byla smíšená, nejvíce se dařilo dluhopisům Nové Evropy.

V průběhu dubna jsme v portfoliu snížili podíl akcií a fondu vysoce úročených dluhopisů. Vzhledem k riziku spočívajícím v delším setrvání úrokových sazeb na vysokých úrovních považujeme tato aktiva za nadhodnocená. Naopak jsme navýšili krátkodobé investice.

Koruna v dubnu posílila vůči dolaru a mírně oslabila vůči euru. Efekt měnového zajištění byl u dolarových pozic kladný, u pozic v EUR záporný.

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>25,78%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,75%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	-0,19%	-0,19%	24,03%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>33,23%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,16%	-0,16%	19,74%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,16%	0,16%	13,49%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>10,57%</b>
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,71%	0,71%	3,33%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	4,61%	4,61%	2,96%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,32%	-1,18%	2,23%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	-1,07%	-1,93%	1,03%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	0,12%	-0,75%	1,03%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>2,55%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,55%
<b>Akciové fondy</b>					<b>28,01%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	6,44%	6,44%	4,08%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-3,58%	-4,41%	1,38%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	1,92%	1,04%	1,23%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,84%	-2,69%	1,23%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-3,65%	-3,59%	1,20%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	1,10%	0,22%	1,16%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	0,99%	0,12%	1,12%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-2,00%	-2,85%	1,02%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	0,07%	-0,80%	1,02%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	2,04%	1,16%	0,96%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-3,56%	-4,39%	0,90%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-0,32%	-0,26%	0,89%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	2,96%	2,07%	0,89%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	3,28%	3,35%	0,87%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	2,82%	2,89%	0,85%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	1,96%	2,03%	0,83%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	0,74%	0,80%	0,82%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-4,62%	-4,56%	0,79%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-1,35%	-2,20%	0,79%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	3,28%	3,35%	0,76%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	1,27%	0,39%	0,75%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,77%	-1,63%	0,73%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,22%	-0,65%	0,72%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	2,10%	-0,99%	0,61%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	1,93%	-1,16%	0,61%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	0,47%	-0,40%	0,50%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	2,76%	1,87%	0,41%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-5,46%	-5,40%	0,37%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	-0,24%	-3,26%	0,28%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	0,29%	-2,75%	0,26%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,13%</b>

## Konzervativní portfolio

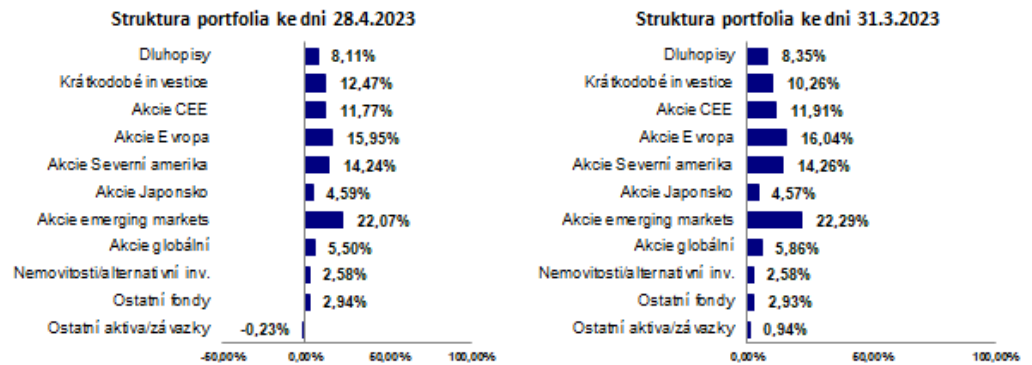
Hodnota portfolia tento měsíc poklesla o 0,04 %. Výnosy (tj. i ceny) evropských a amerických vládních dluhopisů se v průběhu dubna téměř nezměnily. Obdobný vývoj zaznamenaly i výnosy českých vládních dluhopisů. V portfoliu se nicméně dařilo dluhopisům Nové Evropy, které následovaly střeoevropský akciový trh.

V průběhu dubna jsme v portfoliu snížili podíl akcií a fondu vysoce úročených dluhopisů. Vzhledem k riziku spočívajícím v delším setrvání úrokových sazeb na vysokých úrovních považujeme tato aktiva za nadhodnocená. Naopak jsme navýšili krátkodobé investice.

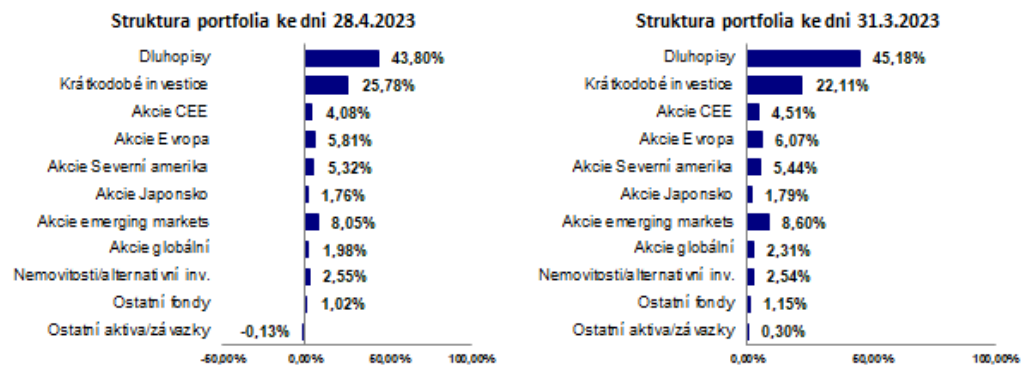
Žádná z cizoměnových pozic nepřesáhla hranici 1,5 mil. Kč, od které zajišťujeme měnové riziko.

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>32,21%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,79%
Conseq Invest Konzervativní A	Střeoevropský region	CZK	-0,19%	-0,19%	30,43%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>52,96%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Střeoevropský region	CZK	-0,16%	-0,16%	31,80%
Conseq korporátních dluhopisů A	Střeoevropský region	CZK	0,16%	0,16%	21,17%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>9,97%</b>
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,71%	0,71%	3,14%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	4,61%	4,61%	2,79%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,32%	-1,18%	2,09%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	-1,07%	-1,93%	0,97%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	0,12%	-0,75%	0,97%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>2,55%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,55%
<b>Akciové fondy</b>					<b>2,33%</b>
Goldman Sachs III Emerg.Markets Eq. Income I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-1,85%	-2,70%	0,52%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Střeoevropský region	CZK	6,44%	6,44%	0,38%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	0,74%	0,80%	0,25%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	2,82%	2,89%	0,25%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	1,10%	0,22%	0,18%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	1,92%	1,04%	0,18%
Goldman Sachs III Japan Equity (Former NN) I	Japonsko	JPY	1,29%	-1,78%	0,14%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	0,07%	-0,80%	0,13%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	2,04%	1,16%	0,11%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-1,35%	-2,20%	0,10%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-2,00%	-2,85%	0,10%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,03%</b>

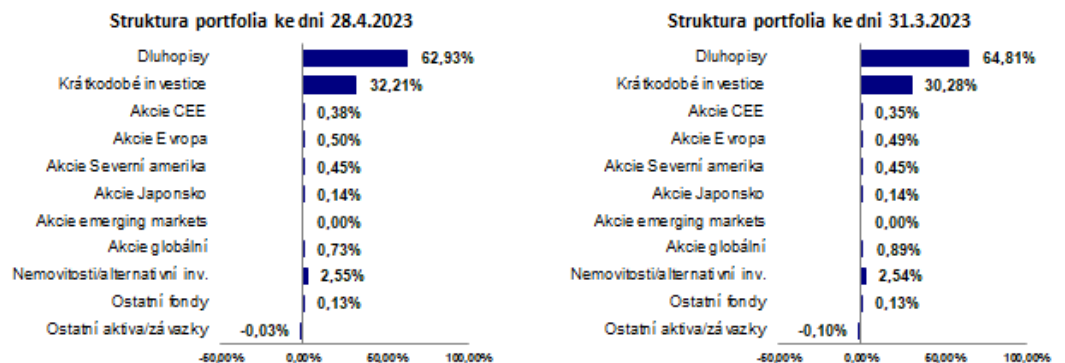
## DYNAMICKÉ PORTFOLIO



## VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



## KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### České dluhopisy

Domácí i globální makroekonomický obrázek dle našeho vnímání hovoří ve prospěch stability kratších a růstu středně- a dlouhodobých 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 třetinu roku těžko uvěřitelných 200 mld. korun. Vláda se sice chystá přijít v květnu s úsporným balíčkem, ale chaotický způsob dosavadních jednání a kusé informace, které zatím máme, nedávají moc jistoty, že se dočkáme balíčku s výrazně proti-inflačními a fiskálně restriktivními rysy.

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 zhruba stejně pravděpodobný jako stabilita sazeb.

Zatřetí, poptávkové tlaky jsou vysoké i v zahraničí a i když si Fed nyní dá pauzu, ECB bude nadále pokračovat v utahování měnové politiky. To by mělo být pro regionální měny negativní; ze slabosti jejich měn 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 (zejména) ECB zdola dále přiblíží ČNB, se tak může lehce stát.

Začtvrté, ČR má nyní deficit běžného účtu platební bilance, a to ve výši necelých 400 mld. korun v posledních 12 měsících. To je také pro korunu negativním faktorem.

Proti růstu domácích tržních úrokových sazeb nicméně zůstává (prozatím) poptávka domácího bankovního sektoru nacházející se ve výrazném přebytku likvidity (a tudíž schopného absorbovat i výrazně velké nové emise dluhopisů bez větších problémů). To v poslední době doplňovala poptávka zahraničních investorů. To ale nemusí vydržet dlouho. Nadále se v celkovém výsledku 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 i navzdory dubnovému posílení relativně slabý. Centrální banka tak dost možná bude dotlačena k dalšímu růstu sazeb.

Na celém území Ukrajiny nadále pokračují raketové útoky a to nejen na strategickou, ale i na civilní infrastrukturu. Finanční pomoc a celková podpora západu prozatím neustává. Za rok 2022 se částka 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 anebo oslabování eura – v kurzu je zanesen 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 a tudíž nečekáme výraznější tlak na kurz na jednu nebo druhou stranu.

**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 neochotná 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 k tlaku na korunu. Koruna by dle nás v letošním roce měla oslabit k úrovni 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

Výkonnost akciových trhů v následujících měsících bude výrazně volatilní. Probíhající problémy amerických středně velikých bank připomněly, 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 v průběhu druhého čtvrtletí letošního roku. Avšak potenciál ekonomického růstu v Číně je 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*