

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC KVĚTEN 2023

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **170,9150**

Výkonnost za poslední měsíc **-1,66 %**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **155,2237**

Výkonnost za poslední měsíc **-0,38 %**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **135,4073**

Výkonnost za poslední měsíc **0,52 %**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Na obou březích Atlantiku byl vývoj na trzích vládních dluhopisů během května rozdílný. V USA se vlivem silnějších dat z trhu práce i vlivem inflace, která příliš nezpomalila, výnosy během května podél celé křivky posunuly nahoru. Na dvouleté splatnosti vzrostly výnosy zhruba o 25 b.b. na 4,4 %, na desetileté o necelých 10 b.b. na 3,65 %. Naproti tomu německé výnosy – byť představitelé ECB komentovali, že utahování bude pokračovat, byť stále trvá vysoká inflace – se během května nezměnily. Dvouleté výnosy zůstaly kolem 2,7 %, desetileté lehce pod 2,3 %.

DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka v květnu 2023 také nedoznala žádných velkých změn. U dvouletých výnosů jsme zaznamenali mírný nárůst o cca 10 b.b. na 5,6 % u desetiletých velmi mírný pokles zhruba polovičního rozsahu na 4,6 %.



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Ani v Polsku nebyl květen kdovíjak zajímavý. Polská výnosová křivka během května jen velmi lehce narostla: dvouleté výnosy se tak dostaly na 5,95 %, desetileté na 6,05 %. V obou případech se tak jednalo o sotva znatelné růsty rozsahově kolem 10 b.b.

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. Schválení programu ze strany IMF v objemu cca 16 mld. USD bylo v květnu doplněno německou vojenskou pomocí 3 mld. USD.. Objem zahraniční pomoci jen pro letošní rok je aktuálně nad úrovní 40 mld. USD (cca ¼ předválečného HDP Ukrajiny; loni 32 mld.; devizové rezervy ukrajinské centrální banky jsou tak nejvýše od roku 2011) a v nejbližších týdnech velmi pravděpodobně dojde k zahájení protiofenzivy ukrajinské armády.

Již v průběhu dubna 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). Setrvale také rostla aktivita domácích bank na primárním i sekundárním trhu státních dluhopisů v UAH. Ministerstvo financí v květnu úspěšně refinancovalo 7 mld UAH splatných státních dluhopisů. Centrální banka ponechala sazby na úrovni 25 % s soustředí se na bezproblémové fungování mezibankovního trhu a hladký průběh platebního styku.

Firemní dluhopisy

Na trhu korporátních dluhopisů byl v květnu 2023, stejně jako měsíc předtím, relativní klid. Tzv. total return index (TRI) koncem května v případě korporátních dluhopisů spekulativního i investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci dubna sice narostl, ale jen mírně (0,7 % resp. 0,4 %). V případě dolarových instrumentů byly pohyby v absolutní hodnotě sice větší, ale jinak opačného směru: u investičních došlo k poklesu o 1,8 %, u spekulativních o 1,2 %. 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 i května prakticky stagnovaly.

Globální trhy

Květen byl pro globální akciové trhy nevýrazným měsícem. Americký akciový index S&P 500 si připsal pouhých +0,25 %, evropský index DJ STOXX 600 ztratil 3,2 %. Většina měsíce se nesla v nudném duchu bez výrazné volatility. Až koncem měsíce došlo k mírným propadům akciových trhů na základě blížícího se dluhového stropu v USA, více restriktivního tónu rady guvernérů americké centrální banky FED a některých slabších ekonomických dat

MSCI World Index



z Evropy. Americká centrální banka FED i evropská ECB z důvodu krocení inflačních tlaků přistoupily k zvýšení základních úrokových sazeb. Na to celkově negativně zareagovaly akcie s menší kapitalizací nebo levně oceněných (value) společností. Dařilo se opět především velkým kvalitním společnostem jako Nvidia, Microsoft, Google, Apple a společností s expozicí na umělou inteligenci (AI). Evropské indexy většinou meziměsíčně ztrácely z důvodu nižší váhy společností s expozicí na technologie nebo umělou inteligenci.

Akcie obchodované na střeoevropských burzách kopírovaly dění trhů vyspělých. Po většinu měsíce se držely s mírnými zisky, avšak korekce v posledních květnových dnech je poslala do mírných ztrát. Celkově se hrál blížící se dluhový strop v USA, více restriktivní tón rady guvernérů americké centrální banky FED a slabší ekonomická data z Evropy. V Polsku se navíc blížíme podzimním parlamentním volbám, kdy můžeme čekat představení štedrých balíčků pro voliče, které půjdou na vrub některým obchodovaným společnostem, jako např. banky. Z důvodu pomalejšího než očekávaného oživení čínské ekonomiky se nedařilo převážně komoditním a energetickým společnostem (KGHM -12,4 %, PKN Orlen -5,1 %, PGE -2,4 %), naopak se nadále dařilo spotřebitelskému sektoru (Allegro +8,6 %, CD Project +7 %, CCC +2,1 %) a některým bankovním titulům. Český akciový PX index tak meziměsíčně skončil se ztrátou -3,7 %, polský index WIG 30 se ztrátou -1,6 % a maďarský index BUX se ziskem +5,4 %.

Akcíím na rozvíjejících se trzích opět celkově nedařilo, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD klesl o 1,9 %. Výkonnost jednotlivých trhů byla značně rozkolísaná. Vůbec se nevedlo čínským akciím (Hong Kong -8,4 %, index CSI300 -5,7 %), jelikož nově zveřejněná data ukázaly na pomalejší zotavování čínské ekonomiky, než investoři očekávali. Vláda zatím nová opatření na podporu růstu neoznámila. Naopak akcie na Taiwanu a v Koreji silně rostly, především díky technologickým společnostem. Indickým akciím se rovněž dařilo (+2,5 %), v důsledku slušné kondice tamní ekonomiky, což potvrdila nově zveřejněná data. Latinsko-americké trhy také neměly jednoznačný směr. Dobrou výkonnost zaznamenaly brazilské trhy (+3,7 %), naopak mexické akcie odepisovaly ztráty (-4,3 %). Výhodou pro investory je posilování místních měn, které těží z vysokých (reálných) úrokových sazeb a klesající inflace.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci poklesla o 1,66 %. Na vyspělých trzích v květnu panovala nízká volatilita, menší nervozitu vyvolalo pouze jednání o dluhovém stropu v USA. Zisky si připisovaly především technologické akcie ve spojitosti s rozvojem AI. Nedařilo se naopak komoditně zaměřeným podnikům. Vzrostl japonský trh, kde přetrvávají nízké úrokové sazby zároveň s nízkou inflací. Poklesla naopak Čína, kde se očekávalo rychlejší oživení ekonomiky. Výkonnost v Latinské Americe byla smíšená.

Po prvním kole prezidentských voleb jsme snížili expozici vůči Turecku, kde neočekáváme změnu dosavadní měnové politiky. Oproti tomu jsme navýšili naši pozici v ostatních rozvíjejících se trzích.

Koruna výrazně oslabila vůči dolaru, v menší míře i vůči euru. Efekt měnového zajištění byl tedy záporný.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					12,85%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,98%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,38%	0,38%	10,87%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					4,15%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,42%	0,42%	2,49%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,44%	0,44%	1,65%
Dluhopisové fondy - ostatní					3,86%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,58%	0,58%	1,55%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,04%	2,04%	0,98%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-3,95%	-0,33%	0,80%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	-1,45%	2,27%	0,54%
Fondy alternativních investic					2,64%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,64%
Akciové fondy					77,75%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	1,69%	1,69%	11,79%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-4,03%	-0,41%	4,04%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	1,53%	2,57%	3,39%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,94%	0,72%	3,35%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-3,57%	0,07%	3,29%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-0,29%	3,47%	3,28%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-3,64%	0,00%	3,27%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-5,67%	-2,11%	2,92%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-8,61%	-5,16%	2,77%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-8,71%	-5,26%	2,69%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	-2,12%	-1,12%	2,42%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-1,99%	-0,99%	2,40%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-3,27%	-2,28%	2,36%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-8,85%	-5,41%	2,34%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-1,98%	1,72%	2,34%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-2,38%	-1,38%	2,24%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-1,63%	-0,63%	2,23%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-0,91%	2,83%	2,11%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-5,99%	-5,03%	2,11%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-5,48%	-1,91%	2,06%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-4,06%	-3,08%	2,04%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,65%	1,02%	1,95%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-5,43%	-1,86%	1,77%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	5,35%	6,66%	1,73%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	3,28%	4,56%	1,70%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	0,05%	3,83%	1,64%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	0,98%	4,79%	1,53%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	1,20%	2,45%	0,76%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	1,17%	2,42%	0,70%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-1,33%	-0,32%	0,51%
OSTATNÍ					-1,24%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci poklesla o 0,38 %. Na vyspělých trzích v květnu panovala nízká volatilita, menší nervozitu vyvolalo pouze jednání o dluhovém stropu v USA. Zisky si připisovaly především technologické akcie ve spojitosti s rozvojem AI. Nedařilo se naopak komoditně zaměřeným podnikům. Vzrostl japonský trh, kde přetrvávají nízké úrokové sazby zároveň s nízkou inflací. Poklesla naopak Čína, kde se očekávalo rychlejší oživení ekonomiky. Výkonnost v Latinské Americe byla smíšená.

Dluhopisová složka přispěla pozitivně.

Po prvním kole prezidentských voleb jsme snížili expozici vůči Turecku, kde neočekáváme změnu dosavadní měnové politiky. Oproti tomu jsme navýšili naši pozici v ostatních rozvíjejících se trzích.

Koruna výrazně oslabila vůči dolaru, v menší míře i vůči euru. Efekt měnového zajištění byl tedy záporný.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					25,90%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,37%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,38%	0,38%	24,53%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					33,99%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,42%	0,42%	20,39%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,44%	0,44%	13,60%
Dluhopisové fondy - ostatní					10,04%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,58%	0,58%	3,36%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,04%	2,04%	2,32%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-3,95%	-0,33%	2,23%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-0,25%	3,51%	1,07%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	-1,45%	2,27%	1,06%
Fondy alternativních investic					2,57%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,57%
Akciové fondy					28,07%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	1,69%	1,69%	4,16%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-4,03%	-0,41%	1,38%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,94%	0,72%	1,24%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-3,57%	0,07%	1,24%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	1,53%	2,57%	1,24%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-3,64%	0,00%	1,16%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-0,29%	3,47%	1,16%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-5,67%	-2,11%	1,00%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-8,61%	-5,16%	0,97%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-8,71%	-5,26%	0,92%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-3,27%	-2,28%	0,88%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-5,48%	-1,91%	0,87%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-1,63%	-0,63%	0,87%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-8,85%	-5,41%	0,85%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-2,38%	-1,38%	0,84%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	-2,12%	-1,12%	0,82%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-1,99%	-0,99%	0,82%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-1,98%	1,72%	0,81%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-0,91%	2,83%	0,78%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-4,06%	-3,08%	0,77%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,65%	1,02%	0,74%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-5,99%	-5,03%	0,72%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-5,43%	-1,86%	0,71%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	5,35%	6,66%	0,66%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	3,28%	4,56%	0,64%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	0,05%	3,83%	0,59%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	0,98%	4,79%	0,52%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	1,20%	2,45%	0,28%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	1,17%	2,42%	0,26%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-1,33%	-0,32%	0,18%
OSTATNÍ					-0,57%

Konzervativní portfolio

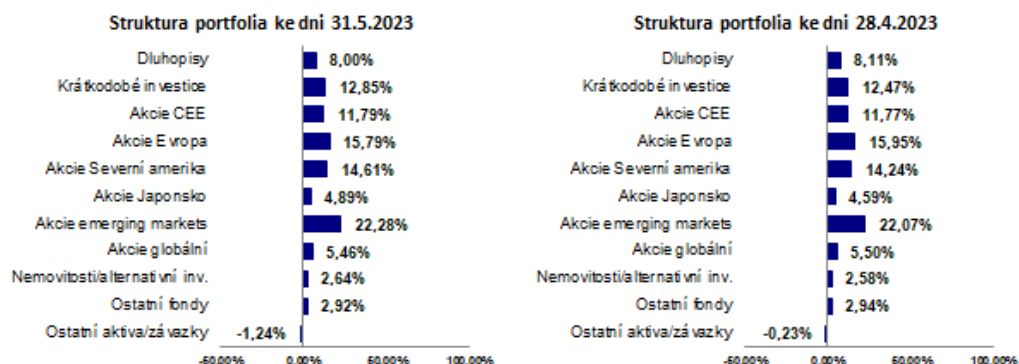
Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,52 %. V květnu jsme sledovali na dluhopisových trzích poklidný vývoj. Výnosy amerických dluhopisů v průběhu května vzrostly (poklesly ceny). V Evropě se výnosy téměř nezměnily navzdory stále vysoké inflaci a pokračování ve zvyšování úrokových sazeb ze strany ECB. Dařilo se především dluhopisům Nové Evropy, pokles zaznamenaly protiinflační dluhopisy.

Koruna výrazně oslabila vůči dolaru, v menší míře i vůči euru. Efekt měnového zajištění byl tedy záporný.

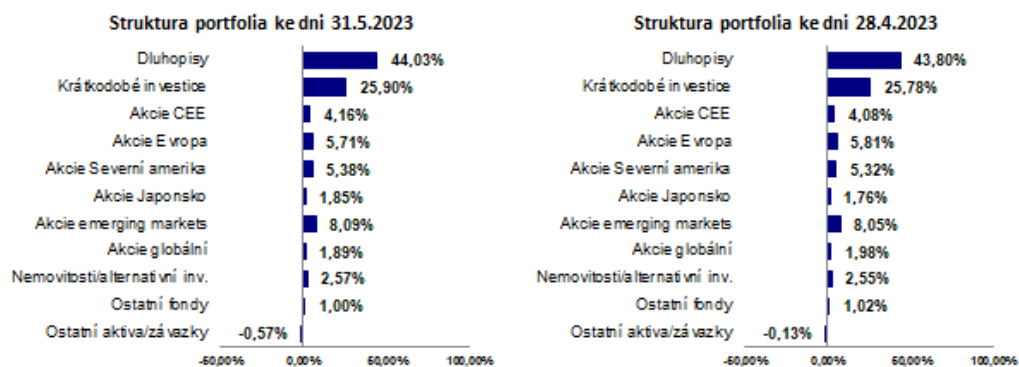
Žádná z cizoměnových pozic nepřesáhla hranici 1,5 mil. Kč, od které zajišťujeme měnové riziko.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					32,23%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,84%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,38%	0,38%	30,38%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					52,92%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,42%	0,42%	31,77%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,44%	0,44%	21,15%
Dluhopisové fondy - ostatní					10,04%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,58%	0,58%	3,14%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,04%	2,04%	2,83%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-3,95%	-0,33%	2,08%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-0,25%	3,51%	1,00%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	-1,45%	2,27%	0,99%
Fondy alternativních investic					2,56%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,56%
Akciové fondy					2,33%
Goldman Sachs III Emerg.Markets Eq. Income I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-1,17%	2,56%	0,53%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	1,69%	1,69%	0,38%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-1,99%	-0,99%	0,25%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-2,38%	-1,38%	0,24%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-3,64%	0,00%	0,18%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-3,57%	0,07%	0,17%
Goldman Sachs III Japan Equity (Former NN) I	Japonsko	JPY	4,19%	5,48%	0,15%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-5,67%	-2,11%	0,13%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-8,71%	-5,26%	0,10%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-1,98%	1,72%	0,10%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-8,61%	-5,16%	0,09%
OSTATNÍ					-0,07%

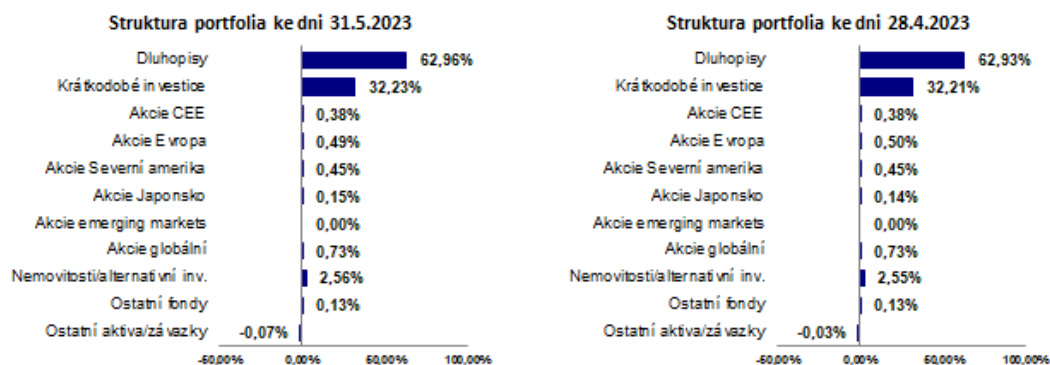
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



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 Ministerstvem financí počátkem června dosáhl deficit státního rozpočtu za prvních 5 měsíců těžko uvěřitelných 271 mld. korun. To je zhruba tolik, kolik bylo plánováno na celý rok (295 mld.) a také tolik, kolik to bylo za celé tři roky 2012-2014. Vláda během května představila konsolidační balíček, ale ten obsahuje mnoho vágních a nejistých slibů (třeba ve škrtnání dotací, o kterých jednotlivá dotčená ministerstva neumí říct, jak je provedou) a dle nás i vzhledem k tomu, že vláda plánuje na další rok další růst výdajů (platy učitelů, další valorizace důchodů, růst rodičovského příspěvku), moc velký efekt na katastrofální stav veřejných financí mít nebudou.

Zadruhé, Česká republika má stále velmi vysokou inflaci, která ve své klíčové jádrové složce zůstává velmi silná. I když Bankovní rada v květnu sazby nezvýšila jen nejtěsnějším možným rozdílem (4/3), je možné, že letos sazby ještě vzrostou.

Zatřetí, poptávkové tlaky jsou vysoké i v zahraničí a zdá se, že FED i ECB budou nadále pokračovat v utahování měnové politiky. 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 příliš 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 375 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, který se vlivem vysoké míry úspor obyvatelstva dokonce ještě dále zvyšuje - bankovní sektor je tudíž schopen absorbovat i výrazně velké nové emise dluhopisů bez větších problémů. To ale stačit nemusí. 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 i navzdory dubnovému posílení relativně slabý. Centrální banka tak dle našeho názoru bude tlačena k dalšímu růstu sazeb, je však otázka, jaká bude její reakce.

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 schválen nový program Mezinárodního měnového fondu. Jakákoliv obnova bude ale otázkou mnoha let či spíše desetiletí. Možnou změnu situace na frontě může přinést očekávaná protiofenziva ukrajinské armády. Pozitivem je přístup americké administrativy a nově i té německé, které jsou 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** jsme názoru, že hranice 1,10 je maximum dosažitelného pro euro pro letošní rok. Čekáme sice o něco větší utahení politiky ECB než u Fedu, ale absolutní rozdíly jsou to malé. Ve druhé polovině roku tak čekáme oscilaci mezi 1,05-1,10.

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 obrovský deficit 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 dle oslabí přes hranici 24 korun a směrem 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 návrat směrem ke 4,75 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 370-380 forintů za euro, ale na výraznější trendové posílení to nevypadá a dle nás k němu letos nedojde.

Globální akciové trhy

Na akciové trhy máme nyní z krátkodobého hlediska mírně negativní pohled, kdy výkonnost akciových trhů v následujících měsících bude výrazně volatilní. Probíhající problémy amerických středně velkých 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, vysokých úrokových sazeb, růstem mezd, geopolitikou, atd je nadále spousta. Postupem času se však ekonomické subjekty adaptují na vyšší úrokové sazby a mnoho zmíněných rizik se bude pozvolna zaceňovat do hodnot akcií.

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. Navíc nyní dochází k výrazným snížování nákladů v podobě komodit a energií. 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 nyní těží z boomu okolo umělé inteligence (AI) a na ní napojených společností jako Nvidia, Microsoft, Google,... Dle nás je však současná akciová rally přehnaná a v následujících měsících dojde k určité korekci. Zbylé sektory jsou dle nás hodnoceny více atraktivně, jelikož se ve většině případů nepodílely na růstu akciových indexů od začátku roku, přičemž se obchodují na zajímavých úrovních. Nadále však 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 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