

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ČERVEN 2023

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **177,2244**

Výkonnost za poslední měsíc **3,69 %**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **158,4591**

Výkonnost za poslední měsíc **2,08 %**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **136,8446**

Výkonnost za poslední měsíc **1,06 %**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

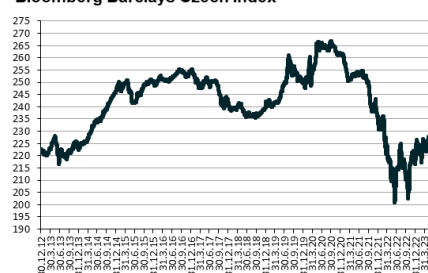
Na obou březích Atlantiku byl vývoj na trzích vládních dluhopisů během června stejný. S tím, jak se definitivně ukázalo, že kolaps regionálních bank není druhým Lehman Brothers, a s tím, jak (v případě Fedu trošku rozpačitě) centrální banky opět začaly být jestřábi, se na trh vrátila očekávání, že s poklesem sazeb to tak horké nebude. V USA i v Německu tak výnosy vzrostly, nejvýrazněji na krátkém konci (shodně o bezmála 40 b.b. na dvouleté splatnosti), méně na střední části křivky (pětileté výnosy +25 b.b.) a nejméně na dlouhém konci křivky (+10 b.b. v USA a +7 b.b. v Německu).

DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka v červnu překvapivě vůbec nekopírovala vývoj v Německu.

U dvouletých výnosů jsme viděli stabilitu výnosu během celého měsíce na úrovni kolem 5,55%, na delším konci pak došlo dokonce k poměrně zřetelnému poklesu výnosů, když sedmileté i desetileté výnosy klesly shodně o 25 b.b. na 4,3 %. Důvodem bylo výrazné zpomalení inflace v posledních 3 měsících, květen nevyjímaje, a díky tomu zesilující sázky na snížení úrokových sazeb ČNB již během druhé poloviny letošního roku.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Podobný vývoj jako v České republice jsme v červnu zaznamenali i v Polsku: dvouleté výnosy poklesly pod 5,9%, sedmileté výnosy o 25 b.b. na 5,6% a desetileté o 15 b.b. na 5,8%. I v Polsku byla důvodem nižší inflace (nejpomalejší meziměsíční růst jádrové inflace za dlouhé období), navíc se přidaly holubičí komentáře centrální banky.

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. Díky stabilní zahraniční pomoci (letos 22,7 mld USD, v roce 2022 32,2) průběžně rostou rezervy centrální banky, která pro letošní roky plánuje další postupné uvolnění měnových omezení a snižování základní měnové politické sazby.

Schválení programu ze strany IMF v objemu cca 16 mld. USD bylo doplněno německou vojenskou pomocí 3 mld USD a dalším balíčkem americké vojenské pomoci. Objem příslibené zahraniční pomoci jen pro letošní rok je aktuálně nad úrovní 43 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 zintenzivnění protiofenzivy ukrajinské armády. Ta se prozatím soustředí na ničení logistických kapacit ruské armády a postupuje jen po malých krocích.

Ministerstvo financí v květnu úspěšně refinancovalo 7 mld UAH splatných státních dluhopisů. Centrální banka ponechala sazby na úrovni 25 % a soustředí se na bezproblémové fungování mezibankovního trhu a hladký průběh platebního styku. Ceny USD dluhopisů pokračovaly v mírném růstu, stále se nicméně pohybují pod úrovní 30 % nominální hodnoty.

Vývoj na trhu korporátních dluhopisů byl v červnu 2023, stejně jako měsíc předtím, poklidný. Tzv. total return index (TRI) koncem června v případě korporátních dluhopisů spekulativního i investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci května sice narostl, ale jen mírně (0,5% resp. 0,7%). V případě dolarových instrumentů byly pohyby v absolutní hodnotě stejně velké jako v květnu, ale opačného znaménka: u investičních došlo v květnu k poklesu o 1,8%, u spekulativních o 1,2%, v červnu pak k růstu o 2% resp. 1,7%. Kreditní prémie po výrazném

Ukrajinské dluhopisy

Firemní dluhopisy

poklesu ve 4Q22 (dohromady o skoro 70% u spekulativních a o 40% u investičních) klesly (vzhledem k situaci v regionálním bankovníctví USA překvapivě) i letos: v 1Q23 o 8% resp. 7%, během druhého čtvrtletí pak o 9% resp. 5%.

AKCIE

Globální trhy

Červen byl pro vyspělé akciové trhy pozitivním měsícem. Dobře se vedlo americkým (index S&P 500 +6,5 %) i evropským (index DJ STOXX 600 +2,3 %) akciím. Americké akciové trhy reagovaly pozitivně na zvýšení dluhové stropu pro maximální výši vládního dluhu. Zároveň se nezalekly jestřábího tónu americké centrální banky FED ohledně predikovaného možného dvojího zvýšení úrokových sazeb ještě v tomto roce. Obecně lepší výsledky hospodaření firem v prvním čtvrtletí také přispěly k pozitivnímu sentimentu, zvláště pak ohledně očekávaných pozitivních dopadů umělé inteligence (AI). Ceny akcií evropských společností vzrostly o něco méně než americké tituly. Bylo to dáno přísnějším jestřábím tónem ohledně budoucích restriktivních monetárních kroků ECB. Také výraznější absence sektoru s expozicí na AI vedla k menším ziskům akciových indexů.

MSCI World Index



Akcie obchodované na středoevropských burzách využily globálního pozitivního sentimentu kdy si připsaly výrazné zisky. Nejvyšší zhodnocení předvedl největší a nejlíkovnější polský trh. Konkrétní kontury vypořádání úvěrů ve švýcarských francích, dřívější podvážení Polska v portfoliích globálních fondů a očekávané rozdělení polských utilit na špinavé a čisté zdroje znamenalo růst polského indexu WIG 30 o +8,9 %. Meziměsíční růst nejen akcií OTP Bank táhl také maďarský index BUX do plusu o +6,9 %. Střídmost pozitivní výkonnost si připsal český index PX (+1,6 %), když většina místních titulů skončila po dobrých předešlých měsících v mínusu. Téměř pětiprocentní zhodnocení si připsaly pouze levně oceněné akcie Erste Bank.

Akcie na rozvíjejících se trzích zakončily poletí také růstem, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD připsal 3,2 %, od začátku roku pak +3,5 %. Většina hlavních asijských trhů rostla. Ačkoliv čínská ekonomika se zotavuje pomaleji, než se očekávalo, čínský premiér zdůraznil, že vláda v případě nutnosti zváží opatření na podporu ekonomiky, přičemž ta by za celý rok měla vzrůst o cca 5 %. Náladu také zlepšila návštěva amerického ministra zahraničí Blinkena. Dařilo se také akciím v Indii a Taiwanu, naopak korejské mírně poklesly. Nejlépe dopadly latinsko-americké akcie, jelikož index MSCI Latin America zhodnotil o 11 %. Důvodem jsou především vysoké úrokové sazby a klesající inflace, což podporuje lokální měny. Investory také potěšila zpráva o chystaném snížení brazilských sazeb (podpora ekonomiky) a schválení nových fiskálních pravidel.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolio v tomto měsíci vzrostla o 3,69 %. Americké trhy si v červnu připsaly slušné zisky. Investoři očekávají od FEDu poslední dvě zvýšení úrokových sazeb, zároveň se na trhu drží optimismus ohledně pozitivních dopadů s dalším rozvojem AI. Ceny evropských akcií vzrostly o něco méně, trhy očekávají, že ECB jestřábí postoj zmírní později než FED. Zisků se dočkaly i rozvíjející se trhy, výrazný růst zaznamenala Latinská Amerika, kde se daří krotit vysokou inflaci. Menší zisky připisovala naopak Čína, která stále bojuje s pomalým oživením ekonomiky po covidu.

V průběhu června jsme prodali zbytek naší pozice v Turecku. Očekáváme, že po volbách se nezmění současná měnová politika a hrozí další výrazné oslabení turecké liry. Navýšili jsme naopak pozice v ostatních rozvíjejících se trzích.

Koruna v červnu výrazně posílila vůči dolaru a mírně i vůči euru. Efekt měnového zajištění byl pozitivní.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					12,58%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,04%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,63%	0,63%	10,54%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					4,03%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,79%	0,79%	2,42%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	1,15%	1,15%	1,61%
Dluhopisové fondy - ostatní					3,76%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,50%	1,50%	1,51%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,78%	1,78%	0,96%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,96%	0,18%	0,77%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	0,78%	-0,98%	0,51%
Fondy alternativních investic					2,56%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,56%
Akciové fondy					77,36%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	5,35%	5,35%	11,98%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	3,60%	1,79%	4,15%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	9,45%	7,54%	3,41%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	6,95%	5,08%	3,34%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	7,03%	5,16%	3,32%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	0,98%	0,92%	3,30%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	3,97%	2,15%	3,30%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	5,19%	3,35%	2,91%
BGF World Mining I2	Globální	USD	6,40%	4,54%	2,79%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-1,56%	-3,28%	2,69%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	0,71%	-1,05%	2,48%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	8,90%	7,00%	2,42%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	2,38%	2,32%	2,38%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	2,46%	2,40%	2,37%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	2,40%	2,34%	2,33%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	4,83%	4,76%	2,27%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	1,44%	1,38%	2,18%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	6,76%	4,90%	2,14%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	6,53%	4,67%	2,08%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	2,34%	2,28%	2,08%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-0,83%	-0,89%	1,95%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	4,01%	2,19%	1,92%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,10%	-0,67%	1,70%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	7,87%	2,27%	1,68%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	5,24%	3,40%	1,64%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	7,20%	1,64%	1,58%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	6,48%	4,62%	1,54%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	7,05%	1,50%	0,74%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	8,81%	3,17%	0,70%
OSTATNÍ					-0,29%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci vzrostla o 2,08 %. Americké trhy si v červnu připsaly slušné zisky. Investoři očekávají od FEDu poslední dvě zvýšení úrokových sazeb, zároveň se na trhu drží optimismus ohledně pozitivních dopadů s dalším rozvojem AI. Ceny evropských akcií vzrostly o něco méně, trhy očekávají, že ECB jestřábí postoj zmírní později než FED. Zisků se dočkaly i rozvíjející se trhy, výrazný růst zaznamenala Latinská Amerika, kde se daří krotit vysokou inflaci. Menší zisky přispívala naopak Čína, která bojuje s pomalým oživením ekonomiky po covidu.

Dluhopisová složka přispěla pozitivně.

V průběhu června jsme prodali zbytek naší pozice v Turecku. Očekáváme, že po volbách se nezmění současná měnová politika a hrozí další výrazné oslabení turecké liry. Navýšili jsme naopak pozice v ostatních rozvíjejících se trzích.

Koruna v červnu výrazně posílila vůči dolaru. Efekt měnového zajištění byl pozitivní.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					25,98%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,80%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,63%	0,63%	24,18%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					33,61%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,79%	0,79%	20,13%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	1,15%	1,15%	13,47%
Dluhopisové fondy - ostatní					9,91%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,50%	1,50%	3,34%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,78%	1,78%	2,31%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,96%	0,18%	2,19%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,18%	-0,59%	1,04%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	0,78%	-0,98%	1,03%
Fondy alternativních investic					2,53%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,53%
Akciové fondy					28,19%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	5,35%	5,35%	4,29%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	3,60%	1,79%	1,38%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	6,95%	5,08%	1,27%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	3,97%	2,15%	1,24%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	9,45%	7,54%	1,22%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	0,98%	0,92%	1,22%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	7,03%	5,16%	1,20%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	5,19%	3,35%	1,01%
BGF World Mining I2	Globální	USD	6,40%	4,54%	0,99%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	6,53%	4,67%	0,90%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	2,40%	2,34%	0,88%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-1,56%	-3,28%	0,87%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	4,83%	4,76%	0,86%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	1,44%	1,38%	0,86%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	8,90%	7,00%	0,84%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	0,71%	-1,05%	0,83%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	2,38%	2,32%	0,82%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	2,46%	2,40%	0,82%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	6,76%	4,90%	0,80%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-0,83%	-0,89%	0,75%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	4,01%	2,19%	0,75%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	2,34%	2,28%	0,72%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,10%	-0,67%	0,69%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	7,20%	1,64%	0,65%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	7,87%	2,27%	0,64%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	5,24%	3,40%	0,59%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	6,48%	4,62%	0,54%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	7,05%	1,50%	0,28%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	8,81%	3,17%	0,27%
OSTATNÍ					-0,22%

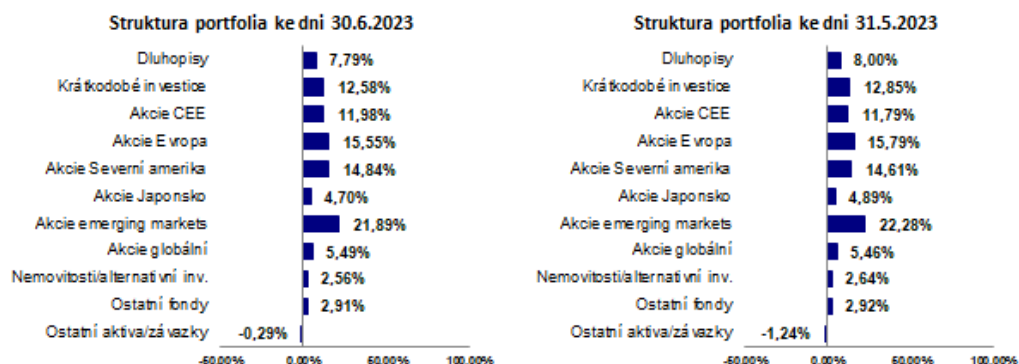
Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 1,06 %. Výnosy dluhopisů vyspělých trhů v průběhu června vzrostly (poklesly ceny). Problémy amerických bank se podařilo utlumit natolik, aby nevyvolaly bankovní krizi, trhy tak přestaly očekávat rychlý návrat uvolněné měnové politiky ze strany FEDu. Opačným směrem se vydaly výnosy českých státních dluhopisů, zpomalující inflace v posledních měsících utvrzuje investory v přesvědčení, že pokles úrokových sazeb ze strany ČNB by mohl přijít už v letošním roce.

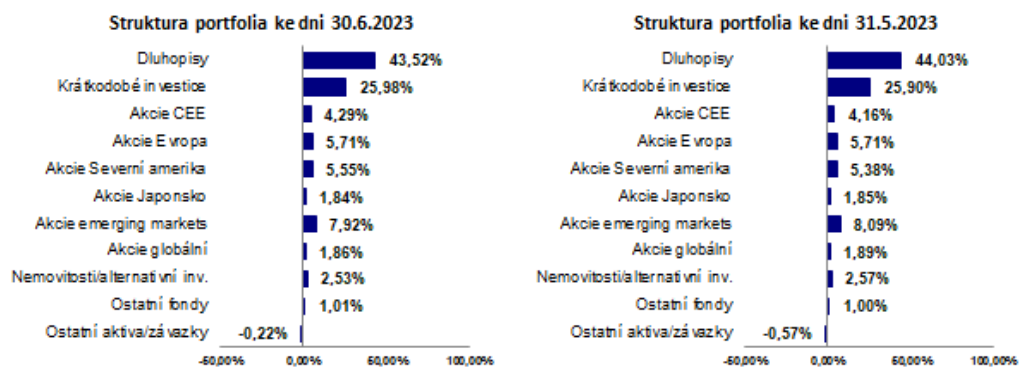
Žádná z cizoměnových pozic nepřesáhla hranici 1,5 mil. Kč, od které zajišťujeme měnové riziko.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					32,30%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,05%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,63%	0,63%	30,25%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					52,85%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,79%	0,79%	31,68%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	1,15%	1,15%	21,17%
Dluhopisové fondy - ostatní					10,02%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,50%	1,50%	3,16%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,78%	1,78%	2,85%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,96%	0,18%	2,06%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,18%	-0,59%	0,98%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	0,78%	-0,98%	0,97%
Fondy alternativních investic					2,55%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,55%
Akciové fondy					2,38%
Goldman Sachs III Emerg.Markets Eq. Income I	Globální rozvíjející se trhy	USD	4,06%	2,24%	0,54%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	5,35%	5,35%	0,40%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	4,83%	4,76%	0,25%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	2,46%	2,40%	0,25%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	7,03%	5,16%	0,19%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	6,95%	5,08%	0,18%
Goldman Sachs III Japan Equity (Former NN) I	Japonsko	JPY	7,37%	1,80%	0,15%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	5,19%	3,35%	0,13%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	8,90%	7,00%	0,11%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-1,56%	-3,28%	0,10%
BGF World Mining I2	Globální	USD	6,40%	4,54%	0,09%
OSTATNÍ					-0,10%

DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Na jedné straně nadále trvá výrazná vnitřní (rozpočtová) i vnější nerovnováha, která by měla ze strany investorů vést k penalizaci české vlády, a která by tudíž měla bránit poklesu výnosů. Podobným směrem působí růst sazeb v zahraničí. V posledních týdnech se totiž jak Fed, tak ECB opět dostaly (po pauze vyvolané kolapsem regionálních bank v USA) do jestřábí nálady a slibují další utážení politiky, v ostrém kontrastu s tím, co od nich očekává trh. To by skrze kanál úrokového diferenciálu mělo tlačit na slabší úroveň kurz koruny, a tudíž na vyšší domácí sazby (resp. potřebu stávajících sazeb po delší dobu). Naproti tomu došlo v posledních měsících k výraznému zpomalení inflační dynamiky v jádrové složce, což vyvolává očekávání, že se již brzy dočkáme snížení sazeb ČNB. Dle nás je však toto zpomalení vzhledem k tempu růstu mezd a síle trhu práce jen dočasné a inflace tak rychle nezmizí. Ve výsledku očekáváme že výnosy českých státních dluhopisů ze stávajících hodnot (desetileté na 4,20%) zamíří v druhé polovině roku opět vzhůru, a jejich ceny tak klesnou.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Polské dluhopisy mají také spíše nakročeno k dalšímu růstu výnosů. Inflační dynamika je špatná a než ČR připomíná spíše Maďarsko. Podobný jako v Maďarsku – a zcela odpoutaný od růstu produktivity práce – je rovněž růst mezd. Zlotý zůstává i navzdory nedávnému posílení střednědobě relativně slabý. Dle nás tak inflační problém v Polsku bude mít ještě delšího trvání než v ČR, což se projeví na postupném návratu delších výnosů na vyšší úroveň.

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 rozbíhající se 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. Ratingová agentura Fitch nicméně očekává pokračování konfliktu i v roce 2024 a i přes dobře se vyvíjející ekonomické fundamenty předpokládá prodloužení současných restrukturalizačních opatření pro ukrajinský státní dluh.

Měny

U kurzu **eura proti dolaru** se domníváme, že euro příliš přes hranici 1,10 v letošním roce neposílí. Čekáme sice o něco větší utážení politiky ECB než u Fedu, ale absolutní rozdíly jsou to dnes již malé. Ve druhé polovině roku čekáme obchodování bez významnějšího směru v pásmu 1,05 až 1,12.

Fundamentálně je česká koruna stále zralá na oslabení – disharmonické vnitřní i vnější vztahy, negativní reálné úrokové sazby, růst sazeb v zahraničí, který bude dle všech náznaků pokračovat. Čekáme, že se zejména postupně se dále smršťující úrokový diferenciál mezi ČNB a Fedem a ECB negativně podepíše na koruně. Čekáme však také, že ČNB bude výraznějšímu oslabení bránit. Koruna tak v letošním roce dle nás oslabí přes hranici 24 korun, nad 24,50 za euro se však díky ČNB nedostane.

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 návrat zlotého nad 4,70 ve druhé polovině letošního roku.

Maďarský forint je pod tlakem dvojího deficitu (běžného účtu i veřejných financí), extrémně vysoké inflace, a také špatné politické situace. Postupné a z našeho pohledu předčasné uvolňování měnové politiky v posledních měsících v Maďarsku se dle nás projeví na oslabení kurzu forintu ve 2. polovině roku.

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, slabší kupní

silou domácností, 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