

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ČERVENEC 2023

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **183,4401**
Výkonnost za poslední měsíc **3,51 %**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **161,4306**
Výkonnost za poslední měsíc **1,88 %**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **138,1936**
Výkonnost za poslední měsíc **0,99 %**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

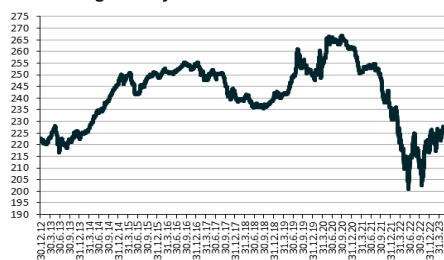
DLUHOPISY – USA, EMU

Na obou březích Atlantiku byl vývoj na trzích vládních dluhopisů během července kvalitativně stejný. Na krátkém konci výnosy mírně poklesly – dvouleté výnosy v Německu o 15 b.b., ve USA o 2 b.b. – na dlouhém pak narostly. Americké desetileté výnosy byly koncem července necelá 4 %, jejich desetileté německé protějšky pak skoro 2,5 %. Obecně byl tento vývoj odrazem nevýrazného posunu v očekáváních budoucího směřování měnových politik Fedu a ECB, kdy trh poměrně silně věří scénáři, ve kterém jsou měnověpolitické sazby nyní v podstatě na vrcholu a v horizontu několika málo kvartálů jako první Fed přistoupí k jejich postupné redukci.

DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka v červenci doznala vlivem snižující se meziroční inflace poklesu, a to vcelku výrazného. Na krátkém konci výnosy poklesly o 16 b.b. na 5,5 %, na dlouhém dokonce o 25 b.b. na 4,1 %. To, že jádrová inflace na měsíční bázi v červnu akcelerovala, že je stále gigantický deficit státního rozpočtu nebo napjatý trh práce, že centrální bankéři upozorňují, že sazby tak rychle dolů nepůjdou, nemělo žádný vliv.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Kvalitativně stejné, kvantitativně větší pohyby ve srovnání s ČR jsme v červenci zaznamenali i v Polsku: dvouleté výnosy poklesly pod 5,4 %, sedmileté výnosy pod 5,3 % a desetileté o 35 b.b. na 5,4 %. I v Polsku byla důvodem inflace (zpomalení meziměsíčních temp růstu jádrové inflace), navíc se opět objevily holubičí komentáře centrální banky.

Ukrajinské dluhopisy

Ukrajinská ofenziva probíhá pomaleji s větším ruským odporem. Západní podpora nicméně prozatím neutichá. Světová banka uvolnila 1,5 mld USD rozpočtové pomoci Ukrajině. Stejnou částku v červenci poskytla i Evropská komise. Zároveň na červencovém summitu NATO došlo k potvrzení západní podpory po tak dlouhou dobu, jak bude nutné.

Centrální banka snížila sazby o 300 bps při vylepšení očekávaného ekonomického vývoje a vzhledem k pokračujícímu poklesu inflace šlo o zahájení cyklu snižování sazeb. Ukrajinský parlament také schválil sadu zákonů potřebných pro budoucí případné zahájení přístupových rozhovorů do EU.

Ceny ukrajinských státních dluhopisů zvolna pokračovaly v růstu, nicméně o něco pomalejším, než v červnu. Kratší splatnosti se dostaly nad 30 %, delší konec křivky se pohybuje na cenách kolem 28 - 29 % nominální hodnoty.

Firemní dluhopisy

Na trhu korporátních dluhopisů vývoj byl v červenci 2023, stejně jako 2 měsíce předtím, stabilní a setrvale příznivý. Tzv. total return index (TRI) koncem července v případě korporátních dluhopisů spekulativního i investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci června mírně narostl (1 % resp. 0,4 %). V případě dolarových instrumentů byly pohyby stejnosměrné jako v červnu: u investičních došlo v červenci k růstu o 0,2 %, u spekulativních o 1,4 %. Kreditní prémie po výrazném poklesu ve 4Q22 (dohromady o skoro 70 % u spekulativních a o 40 % u investičních) klesly i letos: v 1H23 o 16 % resp. 19. Pokles pokračoval i počátkem třetího čtvrtletí, kdy prémie u spekulativních poklesly o 8 a u investičních instrumentů o 5 %.

AKCIE

Globální trhy

V červenci se vyspělým akciovým trhům dařilo. Akcie pokračovaly v růstovém trendu z první poloviny roku, kdy investoři kladně reagovali na dobrá ekonomická data a zveřejněné výsledky hospodaření společností za druhé čtvrtletí. Překonání odhadů analytiků proběhlo ve většině sektorů. Bankám pomohl růst úrokových výnosů při nízkých odpisech nesplacených úvěrů, v rámci technologického sektoru přišla největší pozitivní překvapení z oboru polovodičů. Dobré výsledky doručily velice sledované Mega Caps (Microsoft, Google, Meta). Americký akciový index S&P 500 si meziměsíčně připsal +3,1 % a evropský index DJ STOXX 600 +2 %.

MSCI World Index



Velice se dařilo středoevropským akciím. Výrazná pozitivní výkonnost byla v podstatě podobná u všech trhů. Polský index WIG30 si meziměsíčně připsal +6,7 %, český index PX +6,7 %, rumunský index BET +6 %, maďarský index BUX +5,7 % a slovinský index SBITOP pak slabší 2,1 %. Za tak výrazným zhodnocením můžeme hledat spoustu důvodů. Jedním z nich je proběhlé úspěšné velké rumunské IPO společnosti Hidroelectrica, vyrábějící elektřinu pomocí vodních elektráren, které přitáhlo pozornost mezinárodní investorů na náš region. Dalším stimulem byla solidní ekonomická čísla, včetně zveřejněné inflace za červen, na základě kterých se trh připravuje na snižování úrokových sazeb centrálními bankami. Také podvážení zahraničních investorů na středoevropských trzích sehrálo svou roli. Nesmíme opomenout i zveřejněné dobré výsledky hospodaření společností za druhé čtvrtletí, zvláště co se bankovního sektoru týká.

Akcie na rozvíjejících se trzích překonaly v červenci rozvinuté trhy, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD připsal slušných 5,8 %. Do centra pozornosti se opět dostala Čína, jelikož ochabující ekonomika zůstává za očekávání politbyra i zahraničních investorů. Tamní vláda se proto rozhodla zakročit, a oznámila několik opatření na podporu spotřeby, realitního sektoru či zmírnění dluhové zátěže místních samospráv. Zatím se však jedná o relativně mírné stimuly s tím, že další mohou následovat. Akcie reagovaly růstem. Sentiment také podpořila série návštěv vysokých amerických činitelů. Menší zisky pak připisovaly ostatní trhy jako je Indie, Taiwan a Korea. Dařilo se i trhům v Latinské Americe, především díky posilujícím měnám (vysoké úrokové sazby) a vyšším cenám komodit.

Dynamické portfolio

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci vzrostla o 3,51 %. Akciové trhy v červenci zaměřily vzhůru. Většina amerických a evropských firem překonala v druhém kvartále odhady analytiků, dařilo se především technologickému sektoru. Pozitivní data o zpomalující inflaci přinesla zisky i do střední Evropy. Zde se také projevovaly dobré výsledky za druhý kvartál, dařilo se především bankám. Rozvíjející se trhy vzrostly především díky stimulačním opatřením čínské vlády, která se snaží nastartovat slábnoucí ekonomiku.

V průběhu července jsme v portfoliu neprovedli žádné změny.

Koruna v červenci posílila vůči dolaru a oslabilo vůči euru. Efekt měnového zajištění byl smíšený.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu			MTD Výkonnost		
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					12,45%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,76%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,71%	0,71%	10,69%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					3,94%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	1,06%	1,06%	2,36%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	1,29%	1,29%	1,58%
Dluhopisové fondy - ostatní					3,68%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,09%	2,09%	1,49%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,96%	2,96%	0,96%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,87%	-1,49%	0,73%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	0,23%	-0,39%	0,49%
Fondy alternativních investic					2,48%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,48%
Akciové fondy					78,70%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	7,40%	7,40%	12,01%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	5,07%	4,42%	4,18%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	5,68%	5,02%	3,48%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	5,94%	5,28%	3,46%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	3,37%	4,15%	3,46%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	6,01%	5,35%	3,38%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	3,47%	2,83%	3,32%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	3,36%	2,72%	3,04%
BGF World Mining I2	Globální	USD	6,47%	5,81%	2,86%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	3,34%	2,70%	2,80%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	6,84%	6,17%	2,72%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	5,44%	4,78%	2,45%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	2,38%	3,16%	2,36%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	0,49%	1,25%	2,33%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	2,64%	3,42%	2,33%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	2,54%	3,32%	2,26%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	0,14%	0,90%	2,25%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	3,22%	2,58%	2,20%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	1,53%	0,90%	2,08%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	2,01%	2,78%	2,07%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	1,94%	2,71%	1,93%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	5,37%	4,71%	1,91%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	3,40%	2,76%	1,91%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	8,88%	8,20%	1,71%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	1,98%	3,05%	1,67%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	1,24%	2,30%	1,56%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	5,04%	4,39%	1,56%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	-0,32%	0,72%	0,72%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	2,28%	3,35%	0,70%
OSTATNÍ					-1,25%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci vzrostla o 1,88 %. Akciové trhy v červenci zaměřily vzhůru. Většina amerických a evropských firem překonala v druhém kvartále odhady analytiků, dařilo se především technologickému sektoru. Pozitivní data o zpomalující inflaci přinesla zisky i do střední Evropy. Zde se také projevily dobré výsledky za druhý kvartál, dařilo se především bankám. Rozvíjející se trhy vzrostly především díky stimulačním opatřením čínské vlády, která se snaží nastartovat slábnoucí ekonomiku.

Dluhopisová složka přispěla pozitivně.

V průběhu července jsme v portfoliu neprovedli žádné změny.

Koruna v červenci 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					25,97%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,07%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,71%	0,71%	23,91%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					33,37%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	1,06%	1,06%	19,97%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	1,29%	1,29%	13,40%
Dluhopisové fondy - ostatní					9,83%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,09%	2,09%	3,35%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,96%	2,96%	2,34%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,87%	-1,49%	2,12%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,10%	0,47%	1,03%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	0,23%	-0,39%	1,00%
Fondy alternativních investic					2,49%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,49%
Akciové fondy					28,85%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	7,40%	7,40%	4,53%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	5,07%	4,42%	1,41%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	3,47%	2,83%	1,29%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	5,68%	5,02%	1,28%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	5,94%	5,28%	1,26%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	3,37%	4,15%	1,25%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	6,01%	5,35%	1,24%
BGF World Mining I2	Globální	USD	6,47%	5,81%	1,03%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	3,36%	2,72%	1,02%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	3,22%	2,58%	0,90%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	2,64%	3,42%	0,89%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	3,34%	2,70%	0,87%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	2,54%	3,32%	0,87%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	5,44%	4,78%	0,87%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	6,84%	6,17%	0,86%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	0,14%	0,90%	0,85%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	2,38%	3,16%	0,83%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	0,49%	1,25%	0,82%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	1,53%	0,90%	0,79%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	1,94%	2,71%	0,75%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	3,40%	2,76%	0,75%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	2,01%	2,78%	0,73%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	5,37%	4,71%	0,71%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	1,24%	2,30%	0,66%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	1,98%	3,05%	0,65%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	8,88%	8,20%	0,63%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	5,04%	4,39%	0,55%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	-0,32%	0,72%	0,28%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	2,28%	3,35%	0,27%
OSTATNÍ					-0,52%

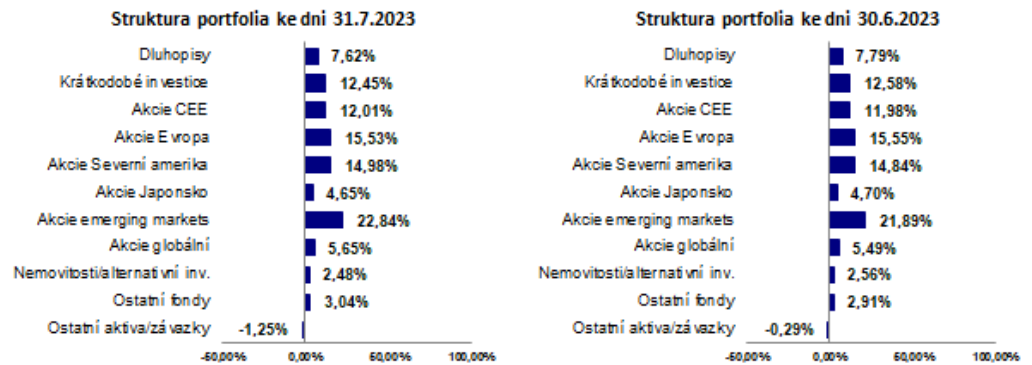
Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,99 %. Dluhopisové trhy nadále počítají se scénářem brzkého snižování sazeb ze strany FEDu a ECB. V červenci tedy výnosy evropských i amerických dluhopisů na krátkém konci výnosové křivky mírně poklesly (ceny vzrostly), naopak na dlouhém konci výnosy vzrostly. Výnosy českých dluhopisů poklesly po pozitivních inflačních datech navzdory varování ČNB, že snížení sazeb nemusí být tak rychlé, jak trhy očekávají. V průběhu července jsme v portfoliu neprovedli žádné změny.

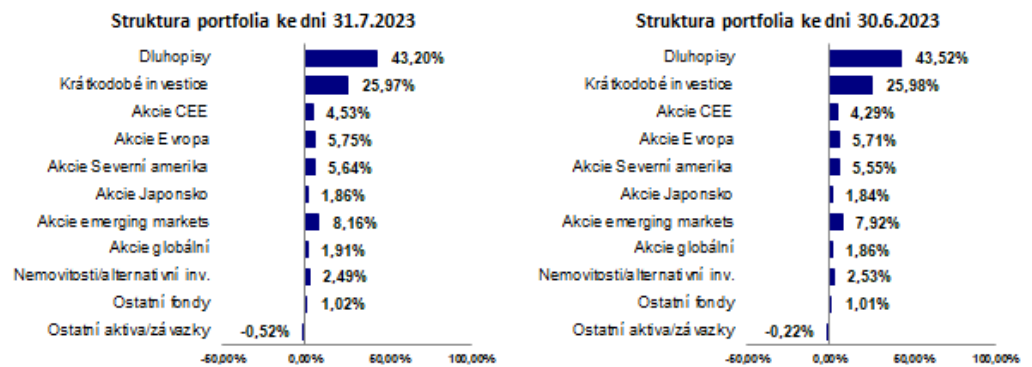
Žádná z cizoměnových pozic nepřesáhla hranici 1,5 mil. Kč, od které zajišťujeme měnové riziko.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					32,06%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,89%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,71%	0,71%	30,17%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					52,94%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	1,06%	1,06%	31,71%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	1,29%	1,29%	21,23%
Dluhopisové fondy - ostatní					10,04%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,09%	2,09%	3,19%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,96%	2,96%	2,91%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,87%	-1,49%	2,01%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,10%	0,47%	0,98%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	0,23%	-0,39%	0,96%
Fondy alternativních investic					2,53%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,53%
Akciové fondy					2,47%
Goldman Sachs III Emerg.Markets Eq. Income I	Globální rozvíjející se trhy	USD	5,38%	4,72%	0,56%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	7,40%	7,40%	0,42%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	2,54%	3,32%	0,26%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	2,38%	3,16%	0,26%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	6,01%	5,35%	0,20%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	3,47%	2,83%	0,18%
Goldman Sachs III Japan Equity (Former NN) I	Japonsko	JPY	2,29%	3,36%	0,15%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	3,36%	2,72%	0,13%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	5,44%	4,78%	0,11%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	3,34%	2,70%	0,10%
BGF World Mining I2	Globální	USD	6,47%	5,81%	0,10%
OSTATNÍ					-0,03%

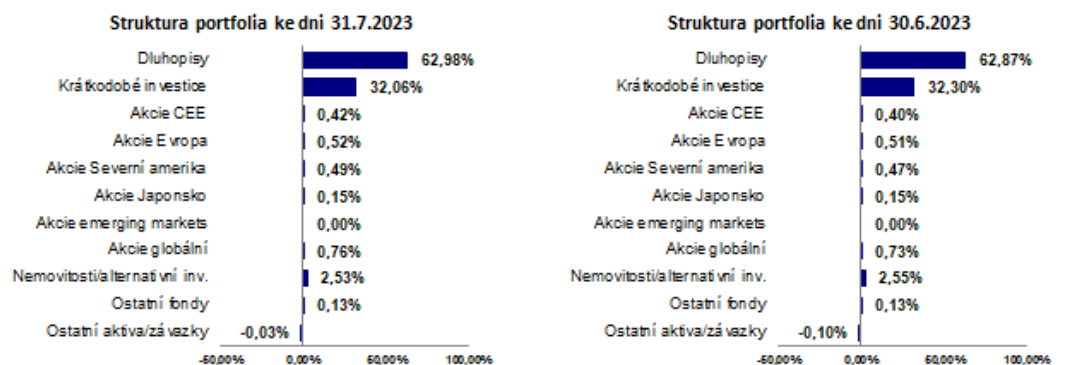
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



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 utažení politiky nad to, co od nich očekává trh. To by skrze kanál úrokového diferenciálu mělo samo o sobě tlačit na slabší úroveň kurz koruny, a tudíž působit ve směru vyšších domácích sazeb (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 ze strany ČNB. Dle nás je však toto zpomalení vzhledem k tempu růstu mezd a síle trhu práce jen dočasné a inflace velmi pravděpodobně tak rychle nezmizí. Očekávání na pokles sazeb jsou tudíž dle nás přehnaná. Výnosy českých státních dluhopisů by proto ze stávajících hodnot (desetileté na 4,20 %) měly zamířit ve druhé polovině roku zpátky minimálně nad 4,50 %.

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 letošnímu posílení relativně slabý. Dle nás tak inflační problém v Polsku bude mít ještě delšího trvání než v ČR, což by se mělo projevit na postupném návratu delších výnosů na vyšší úroveň. Prozatím tomu nicméně brání pokles celkové inflace, holubičí centrální banka a zvyšování expozice v polských vládních dluhopisech donedávna podvážených zahraničních investorů.

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. Postupně realizovaná protiofenziva ukrajinské armády probíhá výrazně pomalejším tempem, než bylo očekáváno. 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 utažení 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, růst sazeb v zahraničí, který může (zejména u ECB) dále pokračovat. Čekáme, že zejména postupně se dále smršťující úrokový diferenciál mezi ČNB na jedné straně a Fedem s ECB na straně druhé, se na koruně podepíše negativně. Čekáme však také, že ČNB bude výraznějšímu oslabení chtít bránit. Koruna tak v letošním roce dle nás oslabí na úroveň mezi 24,50 a 25 korun za euro.

Polský zlotý je makroekonomicky v podobné situaci jako CZK, s výjimkou o něco menšího deficitu běžného účtu platební bilance ale, na druhou stranu, bez aktivnější obrany ze strany centrální banky. Očekáváme tak spíše oslabení a 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. Postupně a dle nás předčasně uvolňování měnové politiky v posledních měsících v Maďarsku by se mělo projevit v slábnoucím kurzu forintu v 2. polovině roku.

Na akciové trhy máme nyní z krátkodobého hlediska mírně negativní pohled, kdy do druhé poloviny roku očekáváme zvýšenou volatilitu zapříčiněnou vybíráním zisků a růstem dluhopisových výnosů. Rizik spojených se stále vysokou inflací, nižší kupní silou domácností, slabší ekonomickou situací některých podniků, vysokými úrokovými sazbami, 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.

Většina společností se již přenastavila na vysoké úrokové sazby, přičemž se jim skrze zisky daří snižovat zadlužení, tím pádem kontrolovat úrokové náklady. Ziskové marže jsou tak stále silné, k čemuž přispívá silný trh práce a pokračující růst mezd. Hodnotově se akciové trhy obchodují na různých úrovních, přičemž každý region reflektuje specifickou rizikovou přírážku. Proto máme na jednotlivé akciové trhy různá výkonostní 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 snižování 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 na rozvíjejících se trzích. Asie, tažená čínskou ekonomikou, zažije po nedávných covidových uzavírkách ekonomické oživení. Čínský spotřebitel nebyl tak silně kompenzován jako domácnosti v Evropě nebo US. Oživení proto nebude rychlé a přijde až v průběhu 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