CONSEQ™

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC SRPEN 2023

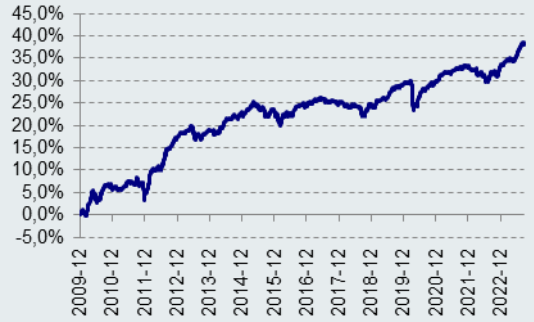
VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH 2
STRUKTURA PORTFOLIÍ 4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ 8

Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia	***178,9654***
Výkonnost za poslední měsíc	***-2,44 %***

Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia	***160,3046***
Výkonnost za poslední měsíc	***-0,70 %***



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia	***138,5657***
Výkonnost za poslední měsíc	***0,27 %***

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Na obou březích Atlantiku byl vývoj na trzích vládních dluhopisů během srpna nezajímavý, pohyby byly jenom malé. Na krátkém konci v Eurozóně i v USA výnosy mírně poklesly – dvouleté výnosy v Německu o cca 9 bb. pod 3 %, v USA o necelých 5 b.b. na 4,85 %. Na dlouhém konci byl vývoj v Eurozóně odlišný od vývoje v USA, ale pohyby byly v obou případech malé: zatímco americké desetileté výnosy vzrostly v srpnu o zhruba 9 b.b. na 4,1 %, výnosy Německa ve stejné rozsahu poklesly (na 2,45 %).

DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka v srpnu mírně zvýšila svůj sklon. Na krátkém konci výnosy zůstaly prakticky neměnné lehce nad 5,6 % pro dvouletou splatnost, na desetileté splatnosti pak narostly o cca 20 b.b. na 4,45 %. Obchodování bylo typicky prázdninové.

DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Podobný vývoj jako v ČR jsme v srpnu zaznamenali i v Polsku: dvouleté výnosy poklesly o 5 b.b. na 5,35 %, sedmileté i desetileté výnosy však o cca 15 b.b. vyrostly, a to na 5,4 resp. 5,6 %. Obchodování bylo rovněž poznamenáno nižší letní likviditou.

Ukrajinské dluhopisy

Ceny ukrajinských státních dluhopisů (zejména v USD) v předcházejících měsících zvolna rostly. V srpnu došlo k určité korekci, nicméně se průběžně potvrzuje, že adaptace tamní ekonomiky, postupné uvolnění měnových restrikcí i měnově politických podmínek (snížení sazeb o 300 b.b. v reakci na klesající inflaci) spolu s růstem devizových rezerv centrální banky, pozvolna postupující úspěšnou ofenzivou a setrvalou podporou zahraničí dávají prostor pro růst cen státních dluhopisů.

Firemní dluhopisy

Na trhu korporátních dluhopisů vývoj byl v srpnu vcelku klidný. Tzv. total return index (TRI) koncem srpna v případě korporátních dluhopisů spekulativního i investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce mírně narostl (0,5 % resp. 0,4 %). V případě dolarových instrumentů byly pohyby rozdílnější: u investičních došlo v srpnu k poklesu o 1,2 %, u spekulativních k růstu o 0,2 %. Kreditní prémie po výrazném poklesu ve 4Q22 (dohromady o skoro 70 % u spekulativních a o 40 % u investičních) i v 1H23 (o 16 % resp. 19 %) pokračovaly v poklesu i během prvních dvou měsíců druhého pololetí, byť tento pokles byl v důsledku srpnových nárůstů jen mírný: prémie u spekulativních dluhopisů byly koncem srpna oproti konci prvního pololetí o 1 % a u investičních instrumentů o 4,4 % nižší.

AKCIE

Globální trhy

V srpnu došlo k růstu volatility na kapitálových trzích, odrážející zvýšené riziko ohledně čínského nemovitostního trhu, tamních slabších zveřejněných ekonomických dat a vysokých úrokových sazeb. Při růstu požadovaných výnosů u státních dluhopisů v USA i Evropě tak akciové trhy při nižší prázdninové likviditě prošly menší korekcí. Globální index MSCI All Country World propadl o 2,8 %, tažen dolů především rozvíjejícími se trhy (index MSCI EM -6,1 %). Makroekonomická data z USA

Conseq Investment Management, a.s., Rybná 682/14, Praha 1, 110 05, tel.: +420 225 988 222, fax: +420 225 988 202, www.conseq.cz

přicházela slabší, avšak bez nabourání konsenzuálního očekávání hladkého přistání americké ekonomiky. Při snížení kreditního ratingu USA agenturou Fitch z AAA na AA+ a nadále opatrné rétorice guvernéra Powella v Jackon Hole ohledně další trajektorie základních úrokových sazeb docházelo k uzavírání slušných letošních zisků na akciích. Americký index S&P 500 v srpnu klesl o 1,6 %. V mínusu skončily také evropské akcie (index MSCI Europe ex UK -2,2 %). Jedním z předních kontributorů záporné výkonnosti byly banky, kdy italská vláda oznámila uvalení sektorové daně na banky (0,1 % z Aktiv). Tento krok nemusí být lokálním precedentem.

Srpen byl slabší měsíc i pro středoevropský region. Klesaly především nejlikvidnější akcie na polském trhu jako například zpracovatel ropy PKN Orlen, banky PKO a PEKAO SA, společnosti ze spotřebitelského sektoru Dino Polska, CCC nebo LPP. Hlavním důvodem bylo ekonomické zpomalování a globální nejistota. Kladné zisky si připsala pojišťovna PZU, těžící z vyšších úrokových sazeb, a utilita Tauron, u které se očekává schválení pozitivního vykoupení špinavých zdrojů polským státem. V rámci regionu se dařilo energetické společnosti OMV, jejíž akcie pozitivně reagovaly na růst cen plynu. Přestože evropské zásobníky plynu jsou již nyní „naplněné“ ještě v předstihu před 1. listopadem, stávka na třech rafinériích na zkapalněný plyn (LNG) v Austrálii poslala ceny evropského plynu o 23 % meziměsíčně výše.

Akcie na rozvíjejících se trzích zaostaly za ostatními regiony, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD odepsal necelých 6,4 %. Všechny hlavní asijské trhy zaznamenaly ztrátu. Tradičně nejdůležitějším faktorem byla Čína – ekonomice se příliš nedaří, problémy realitního (i výrobního) sektoru pokračují a investoři se také obávají nedostatečné podpory ze strany vlády. Ta nicméně nějakou formu pomoci připravuje, uvidíme v následujících měsících. Akcie v Hong-Kongu klesly o 8,5 %, v Číně (index CSI 300) pak o 6,2 %. Kolem tří procent odepsaly korejské, indické a tchajwanské akcie. Odklon investorů od rizika byl patrný i na trzích v Latinské Americe, brazilské akcie ztratily přes 5 %, navzdory tomu, že kongres schválil nová rozpočtová pravidla a centrální banka snížila úrokové sazby.

Conseq Investment Management, a.s., Rybná 682/14, Praha 1, 110 05, tel.: +420 225 988 222, fax: +420 225 988 202, www.conseq.cz

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci poklesla o 2,44 %. Akciové trhy se v srpnu dočkaly poklesu. Z USA i Evropy přicházela slabší makroekonomická data, centrální banky však nadále musí čelit zvýšené inflaci a sazby nesnižují. Z vyspělých ekonomik se nejlépe dařilo Japonsku. Rozvíjející se trhy zaznamenaly výrazný propad. Data z Číny také signalizují ekonomické zpomalení, navíc se opět objevily obavy týkající se tamního předluženého nemovitostního sektoru. Nejistota se přenesla na ostatní asijské trhy, které srpen také zakončily v záporných číslech.

V průběhu srpna jsme v portfoliu neprovedli žádné změny.

Koruna v srpnu oslabila vůči dolaru i vůči euru. Efekt měnového zajištění byl 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					**12,38%**
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	**1,75%**
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,34%	0,34%	**10,63%**
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					**4,06%**
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,32%	0,32%	**2,43%**
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,50%	0,50%	**1,63%**
Dluhopisové fondy - ostatní					**3,77%**
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,82%	0,82%	**1,54%**
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,47%	0,47%	**0,99%**
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,52%	-2,61%	**0,73%**
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	-0,73%	1,26%	**0,51%**
Fondy alternativních investic					**2,56%**
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	**2,56%**
Akciové fondy					**77,54%**
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-0,48%	-0,48%	**11,55%**
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-5,68%	-3,79%	**4,22%**
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-5,18%	-4,53%	**3,39%**
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-5,28%	-3,38%	**3,38%**
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-5,52%	-3,63%	**3,31%**
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-2,92%	-0,97%	**3,23%**
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-2,69%	-0,74%	**3,23%**
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-5,05%	-3,15%	**3,02%**
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-5,85%	-3,96%	**2,93%**
BGF World Mining I2	Globální	USD	-7,51%	-5,66%	**2,90%**
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-7,55%	-5,70%	**2,52%**
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	-0,95%	-0,27%	**2,38%**
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-2,11%	-1,43%	**2,36%**
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-3,64%	-2,98%	**2,34%**
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-3,11%	-1,17%	**2,34%**
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-1,34%	-0,66%	**2,30%**
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-1,22%	-0,54%	**2,23%**
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-4,18%	-2,26%	**2,21%**
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-2,08%	-1,40%	**2,09%**
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-2,30%	-0,34%	**2,04%**
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,50%	-0,55%	**1,94%**
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-2,80%	-2,13%	**1,94%**
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,13%	-2,21%	**1,85%**
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	0,73%	2,75%	**1,68%**
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	1,39%	0,90%	**1,64%**
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	0,87%	0,39%	**1,61%**
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-1,12%	0,86%	**1,46%**
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	2,96%	2,47%	**0,73%**
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	-0,04%	-0,52%	**0,73%**
OSTATNÍ					**-0,30%**

Conseq Investment Management, a.s., Rybná 682/14, Praha 1, 110 05, tel.: +420 225 988 222, fax: +420 225 988 202, www.conseq.cz

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci poklesla o 0,70 %. Akciové trhy se v srpnu dočkaly poklesu. Z USA i Evropy přicházela slabší makroekonomická data, centrální banky však nadále musí čelit zvýšené inflaci a sazby nesnižují. Z vyspělých ekonomik se nejlépe dařilo Japonsku. Rozvíjející se trhy zaznamenaly výrazný propad. Data z Číny také signalizují ekonomické zpomalení, navíc se opět objevily obavy týkající se tamního předluženého nemovitostního sektoru. Nejistota se přenesla na ostatní asijské trhy, které srpen také zakončily v záporných číslech.
Dluhopisová složka přispěla pozitivní výkonností.
V průběhu srpna jsme v portfoliu neprovedli žádné změny.
Koruna v srpnu oslabila vůči dolaru. Efekt měnového zajištění byl 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					**25,48%**
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	**1,32%**
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,34%	0,34%	**24,16%**
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					**33,74%**
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,32%	0,32%	**20,18%**
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,50%	0,50%	**13,56%**
Dluhopisové fondy - ostatní					**9,91%**
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,82%	0,82%	**3,40%**
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,47%	0,47%	**2,36%**
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,52%	-2,61%	**2,07%**
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-0,24%	1,76%	**1,05%**
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	-0,73%	1,26%	**1,02%**
Fondy alternativních investic					**2,53%**
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	**2,53%**
Akciové fondy					**28,51%**
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-0,48%	-0,48%	**4,50%**
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-5,68%	-3,79%	**1,37%**
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-2,69%	-0,74%	**1,29%**
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-5,28%	-3,38%	**1,25%**
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-2,92%	-0,97%	**1,24%**
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-5,52%	-3,63%	**1,23%**
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-5,18%	-4,53%	**1,20%**
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-5,05%	-3,15%	**0,99%**
BGF World Mining I2	Globální	USD	-7,51%	-5,66%	**0,98%**
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-4,18%	-2,26%	**0,89%**
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-2,11%	-1,43%	**0,88%**
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-1,22%	-0,54%	**0,88%**
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-3,11%	-1,17%	**0,86%**
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-1,34%	-0,66%	**0,85%**
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-5,85%	-3,96%	**0,85%**
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	-0,95%	-0,27%	**0,82%**
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-7,55%	-5,70%	**0,82%**
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-3,64%	-2,98%	**0,81%**
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-2,30%	-0,34%	**0,79%**
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,50%	-0,55%	**0,75%**
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-2,80%	-2,13%	**0,74%**
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-2,08%	-1,40%	**0,72%**
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,13%	-2,21%	**0,69%**
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	0,87%	0,39%	**0,66%**
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	1,39%	0,90%	**0,66%**
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	0,73%	2,75%	**0,65%**
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-1,12%	0,86%	**0,56%**
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	-0,04%	-0,52%	**0,28%**
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	2,96%	2,47%	**0,28%**
OSTATNÍ					**-0,17%**

Conseq Investment Management, a.s., Rybná 682/14, Praha 1, 110 05, tel.: +420 225 988 222, fax: +420 225 988 202, www.conseq.cz

Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,27 %. Srpen nepřinesl na dluhopisových trzích výraznější změny. Výnosy (tedy i ceny) amerických i německých státních dluhopisů zůstaly na krátkém i dlouhém konci téměř totožné. České dluhopisové výnosy vzrostly (ceny poklesly) na dlouhém konci. V portfoliu se dařilo především fondu vysoce úročených dluhopisů (s výjimkou asijských), zisky přinesly i dluhopisové fondy zaměřené na střední Evropu.
V průběhu srpna 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					**32,08%**
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	**1,89%**
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,34%	0,34%	**30,19%**
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					**53,00%**
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,32%	0,32%	**31,72%**
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,50%	0,50%	**21,28%**
Dluhopisové fondy - ostatní					**10,03%**
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,82%	0,82%	**3,21%**
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,47%	0,47%	**2,92%**
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,52%	-2,61%	**1,95%**
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-0,24%	1,76%	**0,99%**
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	-0,73%	1,26%	**0,96%**
Fondy alternativních investic					**2,54%**
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	**2,54%**
Akciové fondy					**2,41%**
Goldman Sachs III Emerg.Markets Eq. Income I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-5,06%	-3,16%	**0,54%**
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-0,48%	-0,48%	**0,41%**
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-1,22%	-0,54%	**0,26%**
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-3,64%	-2,98%	**0,25%**
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-2,92%	-0,97%	**0,19%**
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-2,69%	-0,74%	**0,18%**
Goldman Sachs III Japan Equity (Former NN) I	Japonsko	JPY	-0,13%	-0,61%	**0,15%**
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-5,05%	-3,15%	**0,13%**
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-3,11%	-1,17%	**0,11%**
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-5,85%	-3,96%	**0,10%**
BGF World Mining I2	Globální	USD	-7,51%	-5,66%	**0,09%**
OSTATNÍ					**-0,07%**

Conseq Investment Management, a.s., Rybná 682/14, Praha 1, 110 05, tel.: +420 225 988 222, fax: +420 225 988 202, www.conseq.cz

DYNAMICKÉ PORTFOLIO

VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Conseq Investment Management, a.s., Rybná 682/14, Praha 1, 110 05, tel.: +420 225 988 222, fax: +420 225 988 202, www.conseq.cz

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 relativně jestřábí nálady a slibují minimálně to, že sazby nepůjdou dolů tak rychle jak to čeká trh. To by skrze kanál úrokového diferenciálu mělo cet. par. tlačit na slabost 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. Očekávání na pokles sazeb jsou tak dle nás i po srpnové korekci nadále přehnaná. Domníváme se proto, že výnosy tak ze současných úrovní zamíří ve druhé polovině roku výše, nad 4,50 %.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Polské dluhopisy mají 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 posunu delších výnosů na vyšší úrovně.

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 sice probíhá pomalejším tempem, než byla relativně optimistická očekávání, nicméně dochází k prvotním úspěchům a prolomení ruských obranných linií. 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** jsme názoru, že hranice 1,10 je zhruba maximum dosažitelného pro euro pro letošní rok. Čekáme sice stále o něco větší utažení politiky ECB než v případě Fedu, ale absolutní rozdíly jsou to již malé. Ve zbytku druhé poloviny roku tak čekáme obchodování bez směru mezi 1,05 a 1,10.

Fundamentálně je česká koruna stále zralá na oslabení – disharmonické vnitřní i vnější vztahy, zahraniční sazby vysoko po delší dobu (zejména u EUR je navíc možné další snížení úrokového diferenciálu mezi CZK a EUR skrze růst sazeb ECB). Čekáme, že nízký úrokový diferenciál mezi ČNB a Fedem resp. ECB se na koruně nakonec negativně projeví. Čekáme však také, že ČNB bude chtít výraznějšímu oslabení zabránit. Koruna tak v letošním roce dle nás oslabí k úrovním 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 a především, s výjimkou centrální banky 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) a extrémně vysoké inflace. Postupné a dle nás předčasné uvolňování měnové politiky v posledních měsících v Maďarsku by se mělo promítnout do oslabení forintu ve zbytku letošního roku.

Globální akciové trhy

Na akciové trhy máme nadále z krátkodobého hlediska mírně negativní pohled, kdy do druhé poloviny roku očekáváme zvýšenou volatilitu zapříčiněnou vybíráním zisků a menším 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.

Conseq Investment Management, a.s., Rybná 682/14, Praha 1, 110 05, tel.: +420 225 988 222, fax: +420 225 988 202, www.conseq.cz

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 přirážku. 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 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 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

Conseq Investment Management, a.s., Rybná 682/14, Praha 1, 110 05, tel.: +420 225 988 222, fax: +420 225 988 202, www.conseq.cz