

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ZÁŘÍ 2023

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **175,8437**
 Výkonnost za poslední měsíc **-1,74 %**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **159,9439**
 Výkonnost za poslední měsíc **-0,23 %**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **139,5102**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,68 %**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

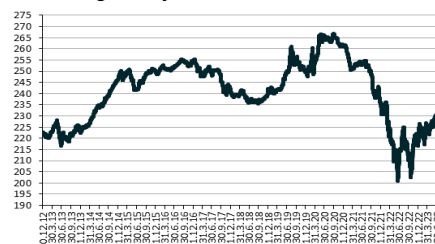
DLUHOPISY – USA, EMU

Na obou březích Atlantiku začali tržní účastníci během září konečně trochu vážně brát slova centrálních bank, že rychlé snížení sazeb není v plánu, a že sazby zůstanou vysoko dlouho. Křivky jak v Eurozóně, tak zejména v Americe začaly razantně stoupat a zvyšovat svůj sklon: na krátkém konci vzrostly výnosy o cca 20 b.b. (v Eurozóně na 3,2 %, v USA přes 5 %), na dlouhém o 30 resp. 40 bodů (na 2,8 % resp. 4,6 %).

DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka v září také narostla, zůstala ale negativně skloněná. Na krátkém (dvouletém) konci výnosy narostly o půl procentního bodu na 6 %, na desetileté splatnosti pak narostly o cca 40 b.b. na 4,9 %. Hlavním faktorem byl vývoj v zahraničí, domácí měnová politika (spekulace na letošní snížení sazeb) ani vývoj inflace (zpomalování meziměsíční dynamiky) velkou roli nesehrály.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Vývoj na polské křivce byl oproti vývoji v Eurozóně či v ČR odlišný: dvouleté výnosy po srpnovém mírném poklesu (cca 5 b.b.) poklesly v září výrazněji (o 30 b.b. na 5 %), a to jako důsledek překvapivě velkého snížení sazeb Polskou centrální bankou. Na dlouhém konci tomu bylo stejně tak: pokles o cca 30 b.b. na 5,9 %.

Ukrajinské dluhopisy

Ceny ukrajinských státních dluhopisů korigovaly zisky z předchozích měsíců a klesly na úroveň z poloviny července. Rostoucí požadované výnosy na světových vyspělých trzích a počínající nervozita v americké zahraniční politice vedly k poklesu cen pod 30 % nominální hodnoty. Hlavní příčinou bylo posunutí dluhového stropu v Americe, pro jehož odvrácení byla přijata dohoda, která vedla k dočasnému omezení amerického financování Ukrajiny.

Firemní dluhopisy

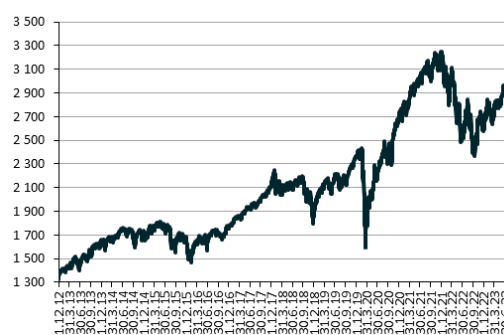
Tzv. total return index (TRI) koncem září v případě korporátních dluhopisů spekulativního i investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce mírně narostl (0,2 % resp. 0,4 %). V případě dolarových instrumentů byly pohyby větší a v opačném směru: u investičních došlo v září podruhé v řadě k poklesu (po 1,2 % v srpnu o 3,4 % v září), u spekulativních po srpnovém růstu o 0,2 % k poklesu o 1,2 %. Kreditní prémie ve 4Q22 výrazně poklesly (dohromady o skoro 70 % u spekulativních a o 40 % u investičních) a jejich pokles pokračoval i v prvních sedmi měsících letošního roku (o 20 % resp. 25 %). Nakonec se tento trend obrátil až s tím, jak trh koncem léta začal trochu centrálním bankám naslouchat a v důsledku toho přehodnocovat svůj výhled na rychlý pokles sazeb: za srpen a září vyrostly prémie spekulativních dluhopisů o více než 12 % a u investičních o více než 17 %.

AKCIE

Globální trhy

Září bylo pro akciové trhy konsolidačním měsícem. Růst požadovaných výnosů u státních dluhopisů a stále utvrzování hlavních světových centrálních bank o nutnosti ponechání úrokových sazeb výše po delší dobu vedlo k propadům akciových trhů. Docházelo tak k částečnému uzavírání letos nabytých zisků (YTD index S&P +11,7 %, DJ STOXX 600 +6 %) a adaptaci na vyšší úrokové sazby. Makro obrázek i přes zveřejněná smíšená data vyzníval

MSCI World Index



ve směru slabších ekonomik, nicméně nikterak dramaticky negativně, přičemž většina vyspělých ekonomik se s vysokými úrokovými sazbami vypořádává lépe než se očekávalo. Paradoxem je, že za letošní vysokou výkonností amerického indexu S&P 500 je pouze sedm největších společností, tzv. „Magická sedmička“ a to Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia a Tesla. Americký akciový index S&P 500 meziměsíčně ztratil 4,9 %, DJ STOXX 600 - 1,7 %.

Slabý měsíc byl i pro některé střeoevropské trhy. Ztráty si připsal nejlikvidnější lokální polský trh (index WIG30 -5,5 %), který reagoval na některá negativní populistická opatření současné vlády (zastropování cen benzínu - PKN Orlen, splátkové prázdniny - banky) před blížícími se parlamentními volbami. Nepomohlo ani překvapivé výrazné snížení základní úrokové sazby polskou centrální bankou. To vedlo k oslabení nejen polského zlotého, ale také ostatních lokálních měn. Nejvyšší ztráty si tak připsaly polské utility (nejistota schválení rozdělení „špinavých“ aktiv - před volbami) a retailový řetězec PEPCO (odchod CEO, snížení odhadů hospodaření, možný převis nabízených akcií). Naopak nadále se dařilo rumunskému trhu (index BET +8,2 %), který vstřebával vyplacenou vysokou dividendu z Fondul Proprietatea pocházející z IPO Hidroelectrica. Také nízké hodnotové ukazatele s dobrou corporate governance přispívaly k přílivu nového kapitálu na tamní trh. Ostatní trhy v Maďarsku a České republice se výkonnostně pohybovaly okolo nuly.

Akcie na rozvíjejících se trzích nikterak nevybočily ze zářijové nálady, souhrnný index MSCI Emerging Markets USD odepsal 2,8 %. Investoři vyhledávali bezpečnější aktiva, a tak většina hlavních trhů zaznamenala ztrátu. Nadále se nedaří čínským akciím (index CSI 300 -2 %, Hong-Kong -3,1 %), navzdory tomu, že tamní vláda postupně přichází s nejrůznějšími opatřeními na podporu ekonomiky. Velice důležitý realitní sektor je navíc stále v problémech a důvěra v ekonomiku nedosahuje zdaleka před-covidových hodnot. Ztrácely i trhy v Koreji či Taiwanu, indické akcie jako jedny z mála skončily v plusu (+1,5 %). Akcie v Latinské Americe také nezařily (MSCI Latin America -2,5 %), i přes to, že brazilská centrální banka opět snížila sazby a ekonomice se daří lépe, než se čekalo. Svým podílem přispěl i pokles cen komodit. Velkým pozitivem zůstává klesající či nízká úroveň inflace ve většině rozvíjejících se ekonomik.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolio v tomto měsíci poklesla o 1,74 %. V září se většina akciových trhů dočkala poklesu. Vyspělé ekonomiky tlačily dolů komentáře FEDu a ECB, které varovaly před delším trváním vysokých úrokových sazeb, protože přetrvávají některá proinflační rizika. Rozvíjející se trhy nadále trpěly nejistotou ohledně vývoje čínské ekonomiky. V prostředí vysokých sazeb se navíc investoři uchylují k bezpečnějším aktivům. Přes snižování sazeb v Brazílii poklesly i ceny akcií v Latinské Americe. Výrazný pokles zaznamenal fond zaměřený na drahé kovy.

V průběhu září 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					12,91%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,04%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,41%	0,41%	10,87%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					4,16%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,54%	0,54%	2,49%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,82%	0,82%	1,67%
Dluhopisové fondy - ostatní					3,84%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,72%	1,72%	1,52%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,55%	1,55%	1,02%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,48%	4,28%	0,77%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	-2,38%	1,31%	0,53%
Fondy alternativních investic					2,62%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,62%
Akciové fondy					77,01%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-1,65%	-1,65%	11,65%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-3,72%	-0,08%	4,11%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-3,23%	0,43%	3,38%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,01%	1,70%	3,35%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-0,98%	0,11%	3,29%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-1,63%	2,09%	3,25%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-3,26%	0,40%	3,19%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-2,18%	1,52%	3,01%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-2,24%	1,46%	2,85%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-8,82%	-5,37%	2,82%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-3,29%	0,37%	2,58%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	-1,13%	-0,04%	2,42%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-2,42%	-1,35%	2,35%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-3,57%	-2,51%	2,34%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-1,13%	-0,04%	2,27%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-2,97%	0,70%	2,26%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-2,01%	-0,93%	2,21%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-5,71%	-2,14%	2,20%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-3,51%	-2,45%	2,07%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-4,42%	-0,80%	1,97%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-2,39%	-1,32%	1,95%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,80%	1,91%	1,92%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,54%	1,15%	1,90%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-2,47%	1,22%	1,73%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	0,32%	1,71%	1,56%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	0,31%	1,70%	1,56%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-4,64%	-1,03%	1,47%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	-1,34%	0,02%	0,67%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	-2,72%	-1,37%	0,67%
OSTATNÍ					-0,53%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci poklesla o 0,23 %. V září se většina akciových trhů dočkala poklesu. Vyspělé ekonomiky tlačily dolů komentáře FEDu a ECB, které varovaly před delším trváním vysokých úrokových sazeb, protože přetrvávají některá proinflační rizika. Rozvíjející se trhy nadále trpěly nejistotou ohledně vývoje čínské ekonomiky. V prostředí vysokých sazeb se navíc investoři uchylují k bezpečnějším aktivům. Přes snižování sazeb v Brazílii poklesly i ceny akcií v Latinské Americe. Výrazný pokles zaznamenal fond zaměřený na drahé kovy.

Dluhopisová složka propadla akciové mírně pozitivní výkonností.

V průběhu září jsme v portfoliu neprovedli žádné změny.

Koruna v srpnu oslabilá 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					26,54%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,04%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,41%	0,41%	24,50%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					33,59%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,54%	0,54%	20,14%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,82%	0,82%	13,45%
Dluhopisové fondy - ostatní					10,14%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,72%	1,72%	3,47%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,55%	1,55%	2,28%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,48%	4,28%	2,27%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-1,46%	2,27%	1,08%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	-2,38%	1,31%	1,04%
Fondy alternativních investic					2,55%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,55%
Akciové fondy					27,51%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-1,65%	-1,65%	4,11%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-3,72%	-0,08%	1,37%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-3,23%	0,43%	1,24%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-0,98%	0,11%	1,20%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,01%	1,70%	1,19%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-1,63%	2,09%	1,16%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-3,26%	0,40%	1,14%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-2,18%	1,52%	1,01%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-2,24%	1,46%	1,00%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-8,82%	-5,37%	0,98%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-2,97%	0,70%	0,90%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-3,57%	-2,51%	0,86%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-5,71%	-2,14%	0,85%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-2,01%	-0,93%	0,85%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	-1,13%	-0,04%	0,82%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-3,29%	0,37%	0,82%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-2,42%	-1,35%	0,80%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-1,13%	-0,04%	0,79%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-2,39%	-1,32%	0,74%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-3,51%	-2,45%	0,71%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,54%	1,15%	0,70%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-4,42%	-0,80%	0,70%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,80%	1,91%	0,68%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-2,47%	1,22%	0,66%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	0,32%	1,71%	0,56%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	0,31%	1,70%	0,56%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-4,64%	-1,03%	0,55%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	-1,34%	0,02%	0,28%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	-2,72%	-1,37%	0,28%
OSTATNÍ					-0,33%

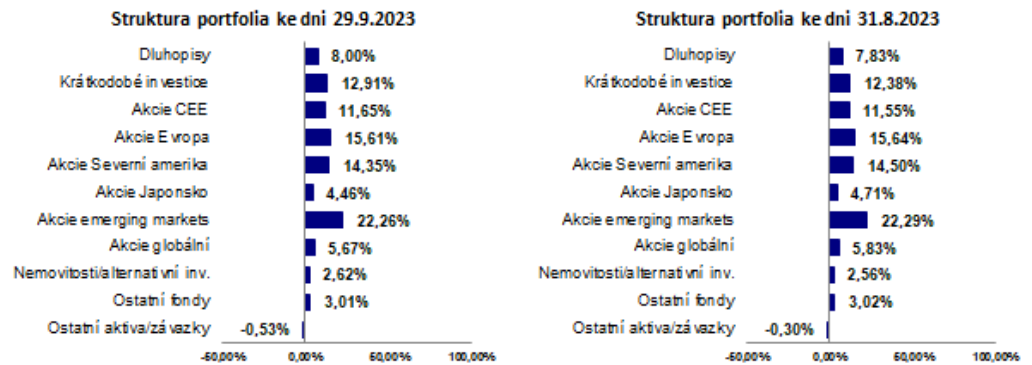
Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,68 %. Klidné léto následovalo na dluhopisových trzích volatilní září. Výnosy státních dluhopisů v USA i Evropě výrazně narostly (ceny poklesly), a to na krátkém i dlouhém konci. Důvodem byla rétorika FEDu a ECB, které upozorňovaly na setrvání sazeb na vysokých úrovních. Podobné komentáře centrální banky vypouštěly již delší dobu, až s příchodem podzimu je však trhy začaly brát vážně. Výnosy českých státních dluhopisů následovaly vývoj v zahraničí (pokles cen). Výkonnost našeho portfolia zůstala kladná díky kratší duraci a vysoké váze středoevropského regionu. V průběhu září jsme v portfoliu neprovedli žádné změny.

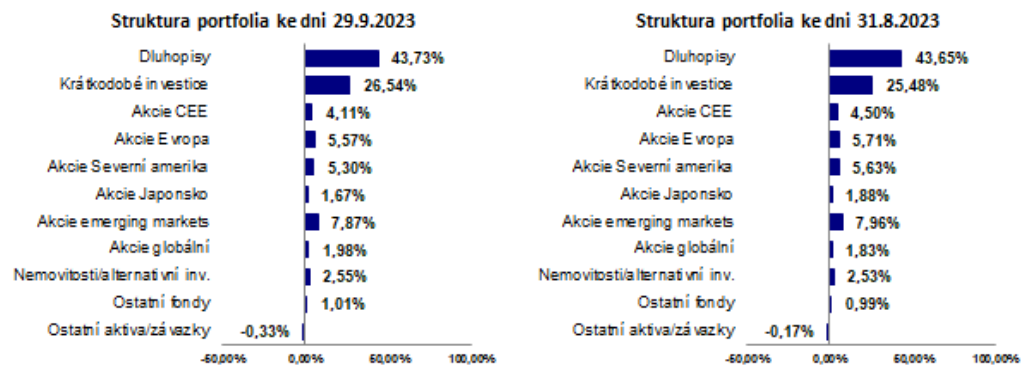
Žádná z cizoměnových pozic nepřesáhla hranici 1,5 mil. Kč, od které zajišťujeme měnové riziko.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					32,00%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,89%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,41%	0,41%	30,11%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					52,99%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,54%	0,54%	31,68%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,82%	0,82%	21,31%
Dluhopisové fondy - ostatní					10,18%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,72%	1,72%	3,24%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,55%	1,55%	2,94%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,48%	4,28%	2,02%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-1,46%	2,27%	1,01%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	-2,38%	1,31%	0,97%
Fondy alternativních investic					2,54%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,54%
Akciové fondy					2,39%
Goldman Sachs III Emerg.Markets Eq. Income I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-2,28%	1,42%	0,54%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-1,65%	-1,65%	0,41%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-1,13%	-0,04%	0,26%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-2,42%	-1,35%	0,24%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-1,63%	2,09%	0,20%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-3,26%	0,40%	0,18%
Goldman Sachs III Japan Equity (Former NN) I	Japonsko	JPY	-1,73%	-0,37%	0,15%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-2,18%	1,52%	0,13%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-5,71%	-2,14%	0,10%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-2,24%	1,46%	0,09%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-8,82%	-5,37%	0,09%
OSTATNÍ					-0,10%

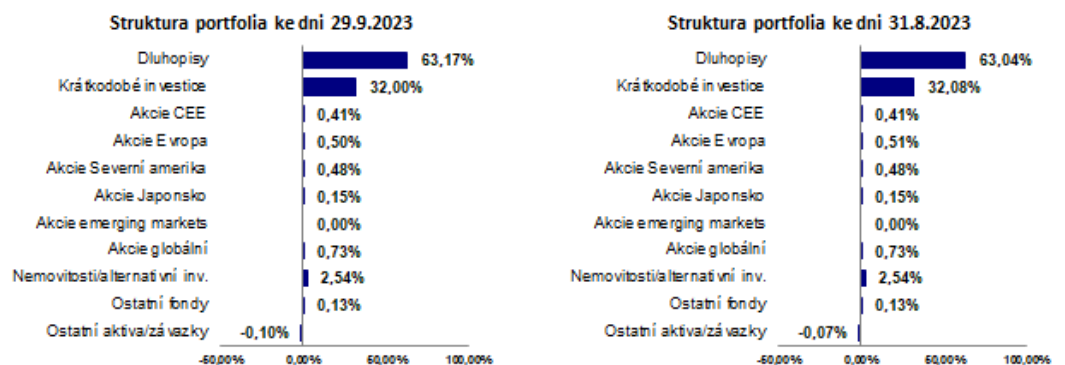
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



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. S tím, jak trh začal věřit, že centrální banky myslí svá slova o „vysokých sazbách po delší dobu“ vážně, tlačí to samozřejmě vzhůru i výnosy v dalších zemích, ČR nevyjímaje. Navíc, smršťující se úrokový diferenciál by měl sám o sobě tlačit na slabost koruny, a tudíž opět proti poklesu českých sazeb.

Naproti tomu došlo v posledních měsících k výraznému zpomalení inflační dynamiky v jádrové složce, což vyvolává očekávání, že se snížení sazeb ČNB naopak brzy dočkáme. Dle nás je však toto zpomalení vzhledem k tempu růstu mezd a síle trhu práce nedostatečné na to, aby se inflace setrvale vrátila ke dvouprocentnímu cíli. Očekávání na pokles sazeb jsou tak dle nás stále ještě příliš optimistická a myslíme si, že české výnosy mají i po zářijovém vzestupu, který dostal české desetileté výnosy nad 4,50 %, ještě prostor k dalšímu výnosovému růstu (zejména pokud bude pokračovat růst amerických výnosů).

Překvapivé snížení sazeb v Polsku snížilo výnosy. Dle nás však inflační problém v Polsku vyřešen není (nejnižší nezaměstnanost v historii, dvouciferné tempo růstu mezd, uvolněná fiskální politika) a uvolnění sazeb bylo předčasné. S opětovným urychlením inflace a s tím, jak rostou zahraniční výnosy, se nakonec tlaku na růst neubrání ani obligační výnosy v Polsku.

Adaptace ukrajinské 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 vojenská ofenziva a setrvalá podpora zahraničí – to vše dle nás otevírá prostor pro pokračující růst cen ukrajinských státních dluhopisů.

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 výrazně pomalejším tempem, než bylo očekáváno, 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. Politická podpora západu prozatím zůstává silná, nicméně zejména v USA se objevují hlasy na její omezení a s blížícími se prezidentskými volbami bude tato diskuze jistě sílit.

U kurzu **eura proti dolaru** jsme na spodní hraně pásma, které vidíme jako fundamentálně odůvodnitelné vzhledem k očekávanému vývoji měnových politik ECB a Fedu. Ačkoliv je možné, že se dostaneme i pod tuto hranici, myslíme, že rozdíl v očekávaném vývoji měnových politik Fedu a ECB je moc malý na to, aby v nejbližším roce setrvale vychýlil kurz z pásma 1,05-1,10.

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 dle nás oslabí maximálně na 25 korun za euro.

Polský zlotý nemá pevné makroekonomické základy, a navíc mu centrální banka v zájmu politiky bere i berličku v podobě úrokových sazeb, které jsou dnes již jen velmi lehce nad sazbami v USA. Dle nás tak zlotý zůstává zranitelný a nejspíš dále oslabí směrem ke 4,80, v případě otřesů na finančních trzích i blíže k hranici 5 zlotých za eur.

Maďarský forint je pod tlakem dvojího deficitu (běžného účtu i veřejných financí) a extrémně vysoké inflace. Postupně a dle nás předčasné uvolňování měnové politiky v posledních

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Měny

Globální akciové trhy

měsících v Maďarsku se dle nás projeví na oslabení forintu ve zbytku letošního roku a v roce příštím.

Na akciové trhy máme nadále z krátkodobého hlediska mírně negativní pohled, když v následujících měsících očekáváme zvýšenou volatilitu zapříčiněnou výběráním 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.

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 výkonnostní očekávání. Delší období s vysokými úrokovými sazbami by však mělo negativní vliv na ocenění akcií.

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 zažije, po současné ekonomické „slabosti“, oživení. 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