

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC DUBEN 2024

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



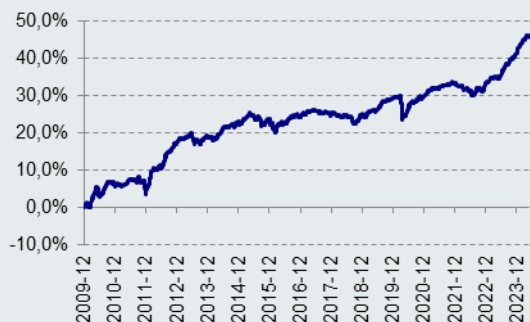
Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **196,4153**
Výkonnost za poslední měsíc **-0,37 %**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **171,8281**
Výkonnost za poslední měsíc **-0,23 %**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **145,8526**
Výkonnost za poslední měsíc **0,08 %**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

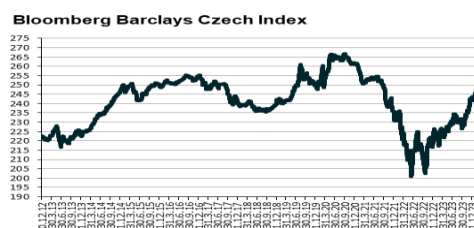
DLUHOPISY – USA, EMU

V dubnu došlo vlivem vyšší americké inflace k výraznému nárůstu výnosů jak na americké, tak na německé výnosové křivce, a to po celé jejich délce. Na krátkém konci vzrostly (německé, resp. americké) výnosy o 20 resp. 30 b.b., na dlouhém konci pak o 30 resp. 40 b.b. Od počátku roku jsou tak desetileté německé výnosy vyšší o více než půl procentního bodu (2,02 % počátkem ledna vs. 2,59 % koncem dubna), v Americe pak dokonce o 80 b.b. (3,88 % vs 4,68 %).

DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka v dubnu kopírovala vývoj v zahraničí a výnosově narostla. Dvouletá splatnost se výnosově dostala na 4,25 % (+45 b.b. za měsíc), desetiletá splatnost pak na 4,4 % (+36 b.b.). To byla primárně reflexe vývoje v zahraničí a návratu očekávání vyšších

sazeb po delší dobu v USA, z menší části pak reakce na jestřábí, resp. opatrné výroky členů Bankovní rady ČNB ohledně rozsahu budoucího snižování úrokových sazeb.



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Ani polská křivka vládních dluhopisů nemohla odolat vlivu dluhopisového trhu Spojených států: dvouleté výnosy vzrostly o 20 b.b. na 5,35 %, desetileté o skoro 30 b.b. na 5,72 %.

Ukrajinské dluhopisy

Ukrajinské státní dluhopisy v UAH v dubnu cenově stagnovaly či mírně rostly. Dolarové státní dluhopisy po březnovém silném cenovém růstu (v důsledku spekulací o zveřejnění návrhu na restrukturalizaci cizoměnového ukrajinského státního dluhu pod taktovkou IMF a před uplynutím dříve domluveného dvouletého prodloužení splatnosti) korigovaly. Z cen okolo 38-40 % nominální hodnoty klesly blíže 35-30 %. Scénáře, implikované DSA programem Mezinárodního měnového fondu, ukazují varianty restrukturalizace od téměř sto procentního odepsání cizoměnového dluhu po cca 40 %. Je zde nicméně vysoká citlivost na vstupní parametry, zejména v podobě úrovně HDP, nastaveného cílového poměru dluhu a celkové výpůjční potřeby a dluhové služby. Objem restrukturalizovatelného zahraničního dluhu je cca 28,5 mld USD (20 % celkového dluhu). Trh se aktuálně kloní spíše k mírnější a postupné variantě s prodloužením splatnosti a redukcí kuponových plateb.

Firemní dluhopisy

Tzv. total return index (TRI) koncem dubna v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce narostl jenom mírně (+0,4 %, stejně jako v předcházejících měsících); u jejich spekulativních protějšků se prakticky nijak meziměsíčně nezměnil (+0,07%).

V případě dolarových instrumentů došlo jak u investičních, tak u spekulativních dluhopisů k významnému poklesu, reflektujícímu vývoj na křivce vládních dluhopisů: u první kategorie instrumentů klesl TRI o 3,2%, u druhé o 1,1%.

Kreditní prémie investičních i spekulativních instrumentů denominovaných v EUR po překvapivém poklesu v únoru (-8,5 % resp. -6,9 %) pokračovaly v tomto trendu i v březnu, kdy poklesly o 1,8 % resp. 2,7 %. V dubnu pak narostly o 2,8 % resp. 7 %. Příznivý tržní vývoj a masivní poptávka investorů, hledajících nadvýnos nad bezrizikové státní dluhopisy, tak nadále pokračovala a překračovala i nadprůměrnou nabídku nových emisí ze strany korporací a finančních institucí (z větší části šlo nicméně o refinancování brzy splatných dluhopisů).

Globální trhy

Akciovým trhům se v dubnu příliš nedařilo (index MSCI World -3,9 %). I přes relativně dobře zahájenou výsledkovou sezónu v US, zvláště technologický sektor, se vzhledem k nadále dobrým hospodářským ukazatelům a s tím spojeným zvýšeným inflačním tlakům, akcím na vyspělých trzích nedařilo. Odsouvání očekávaného započetí snižování úrokových sazeb, v tom dobrém případě, tlačilo zvláště růstové akcie do negativního teritoria. V Eurozóně docházelo k mírnému zlepšování ekonomického výhledu, zvláště pak u sektoru

služeb. I přes konzistentní rétoriku ECB ohledně budoucího snižování základních úrokových sazeb v EMU se negativní nálada z USA přelila i do Evropy. Americký index S&P 500 meziměsíčně odepsal -4,2 %. O něco méně zaostaly evropské akcie (index DJ STOXX 600 -1,5 %). V dubnu se nedařilo ani japonským akciím, které jen v letošním roce vzrostly o +14,8 %. Hlavním důvodem prozatím dobré výkonnosti tamních akcií je zlepšující se „management“ společností, stále nízké úrokové sazby a přesuny peněz z Číny do okolních zemí.

Rozvíjejícím se akciovým trhům se dařilo lépe než těm vyspělým. Důvodem jsou různé očekávané trajektorie základních úrokových sazeb a pozitivnější ekonomický výhled. Hlavní středoevropské trhy skončily meziměsíčně v plusu. Může za to zájem zahraničních investorů o místní fundamentálně levný region, dobré hospodářské výsledky společností za první čtvrtletí a započatá štědrá dividendová sezóna. Obecně se dařilo bankovnímu a spotřebitelskému sektoru, které nejvíce těží ze silného spotřebitele a jeho kupní síly. Polský akciový index WIG30 meziměsíčně vzrostl o +1,6 %, český index PX o +2,2 % a rumunský index BET o +0,2 %.

Akciovým na rozvíjejících se trzích se relativně dařilo, souhrnný index MSCI Emerging Markets USD skončil v dubnu lehce nad nulou a připsal 0,26 %. Hlavním tahounem byly jednoznačně čínské akcie (index CSI300 +1,9 %, Hong-Kong +7,4 %), které těžily ze zlepšujícího se výhledu investorů, jenž byl podpořen slušnými ekonomickými daty. Nejistot zůstává však nadále dost (blížící se americké volby, realitní krize, ...). Indické akcie pokračují v dobrých výsledcích a posílily přes 1 %. Naopak menší výprodeje postihly korejské akcie a tituly na Taiwanu. Nedařilo se ani akciím v Latinské Americe, výnosy dále snížilo oslabení tamních měn v důsledku posunutí termínu očekávaného snižování amerických úrokových sazeb. Nejlépe se vedlo tureckým akciím (+10,5 %), a to díky silnému přílivu zahraničních investic a povolebnímu prohlášení prezidenta Erdogana ohledně pokračování ortodoxní hospodářské politiky.

MSCI World Index



STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci poklesla o 0,37 %. V USA se v dubnu projevil zvýšené inflační tlaky, které odsouvají začátek snižování sazeb ze strany FEDu. Americké akcie tak převážně ztrácely. Evropské akcie také poklesly, nicméně výhled na počátek snižování sazeb zde zůstává stejný. Rozvíjejícím se trhům se dařilo lépe. Zisky připsala Čína, velmi vysoký nárůst zaznamenalo Turecko díky přílivu zahraničních investic.

V dubnu jsme odprodali naši pozici ve fondu asijských vysoce úročených dluhopisů, jejichž výnosy už nepovažujeme za tolik atraktivní. Oproti tomu jsme navýšili naše pozice v ostatních globálních dluhopisových fondech.

Koruna oslabilá vůči dolaru a posílila vůči euru. Efekt měnového zajištění byl tedy 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					5,53%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,03%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,43%	0,43%	4,49%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					4,95%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,23%	0,23%	3,29%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,30%	0,30%	1,66%
Dluhopisové fondy - ostatní					4,15%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,58%	0,58%	1,79%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,72%	-0,72%	1,23%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-1,55%	-1,38%	1,13%
Fondy alternativních investic					2,58%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,58%
Akciové fondy					82,04%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	0,80%	0,80%	13,10%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-6,01%	-5,85%	4,49%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	2,14%	2,31%	4,04%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,62%	1,79%	3,29%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	1,90%	1,26%	3,13%
BGF World Mining I2	Globální	USD	5,91%	6,09%	3,11%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	6,57%	6,75%	3,03%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-3,57%	-3,41%	2,94%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-3,10%	-2,93%	2,92%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-5,54%	-5,38%	2,86%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-2,94%	-2,77%	2,83%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-1,71%	-2,33%	2,73%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	1,03%	0,39%	2,65%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,17%	0,34%	2,54%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-0,45%	-1,08%	2,51%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	-0,49%	-1,12%	2,41%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	3,60%	3,78%	2,40%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-0,80%	-1,43%	2,37%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,44%	-0,27%	1,89%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-3,41%	-3,24%	1,82%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	n/a	n/a	1,80%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-0,22%	-0,85%	1,75%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-6,14%	-5,98%	1,72%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-4,13%	-4,74%	1,71%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	16,82%	16,08%	1,60%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-0,69%	-4,12%	1,57%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-0,60%	-4,04%	1,55%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-3,30%	-3,13%	1,38%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-3,20%	-3,03%	1,34%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	-0,02%	-3,48%	0,55%
OSTATNÍ					0,74%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci poklesla o 0,23 %. V USA se v dubnu projevil zvýšené inflační tlaky, které odsouvají začátek snižování sazeb ze strany FEDu. Americké akcie tak převážně ztrácely. Evropské akcie také poklesly, nicméně výhled na počátek snižování sazeb zde zůstává stejný. Rozvíjejícím se trhům se dařilo lépe. Zisky připsala Čína, velmi vysoký nárůst zaznamenalo Turecko díky přílivu zahraničních investic.

Výkonnost dluhopisové složky byla mírně pozitivní i přes nárůst výnosů v USA.

V dubnu jsme odprodali naši pozici ve fondu asijských vysoce úročených dluhopisů, jejichž výnosy už nepovažujeme za tolik atraktivní. Oproti tomu jsme navýšili naše pozice v ostatních globálních dluhopisových fondech.

Koruna oslabila vůči dolaru. Efekt měnového zajištění byl tedy negativní.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					12,85%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,20%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,43%	0,43%	11,66%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					37,75%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,23%	0,23%	24,73%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,30%	0,30%	13,02%
Dluhopisové fondy - ostatní					11,04%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,58%	0,58%	4,22%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-1,55%	-1,38%	3,79%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,72%	-0,72%	3,03%
Fondy alternativních investic					2,58%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,58%
Akciové fondy					35,50%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	0,80%	0,80%	5,47%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-6,01%	-5,85%	1,97%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	2,14%	2,31%	1,72%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,62%	1,79%	1,44%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	1,90%	1,26%	1,41%
BGF World Mining I2	Globální	USD	5,91%	6,09%	1,33%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-3,57%	-3,41%	1,32%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	6,57%	6,75%	1,29%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-2,94%	-2,77%	1,28%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-5,54%	-5,38%	1,26%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-3,10%	-2,93%	1,22%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	-0,49%	-1,12%	1,13%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	3,60%	3,78%	1,13%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-1,71%	-2,33%	1,12%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,17%	0,34%	1,11%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	1,03%	0,39%	1,09%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-0,45%	-1,08%	1,08%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-0,80%	-1,43%	1,06%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-3,41%	-3,24%	1,01%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-4,13%	-4,74%	0,79%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-0,22%	-0,85%	0,76%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,44%	-0,27%	0,75%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	n/a	n/a	0,73%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-6,14%	-5,98%	0,70%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	16,82%	16,08%	0,64%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-0,69%	-4,12%	0,63%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-0,60%	-4,04%	0,62%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-3,20%	-3,03%	0,59%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-3,30%	-3,13%	0,54%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	-0,02%	-3,48%	0,31%
OSTATNÍ					0,27%

Konzervativní portfolio

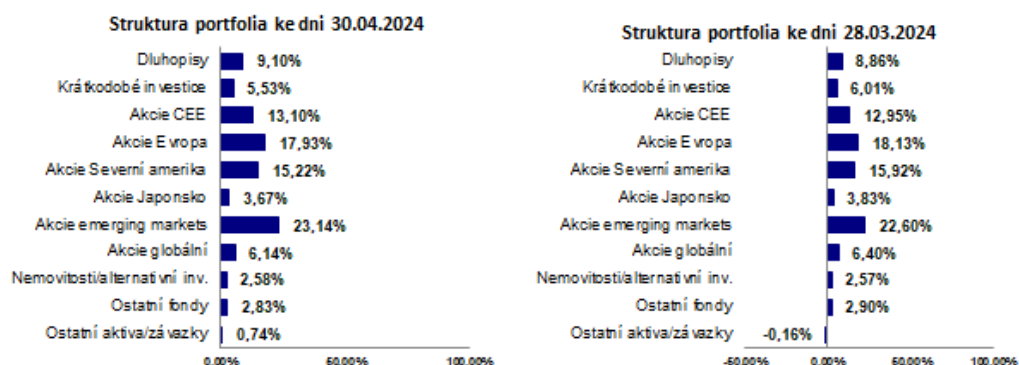
Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,08 %. Inflační tlaky v Americe způsobily odsunutí počátku snižování sazeb ze strany FEDu, což vedlo k nárůstu výnosů (poklesu cen) amerických dluhopisů po celé délce výnosové křivky. Výnosy českých dluhopisů kopírovaly vývoj v USA a taktéž narostly, podobný vývoj zaznamenaly i výnosy ostatních evropských států.

V dubnu jsme odprodali naši pozici ve fondu asijských vysoce úročených dluhopisů, jejichž výnosy už nepovažujeme za tolik atraktivní. Oproti tomu jsme navýšili naše pozice v ostatních globálních dluhopisových fondech.

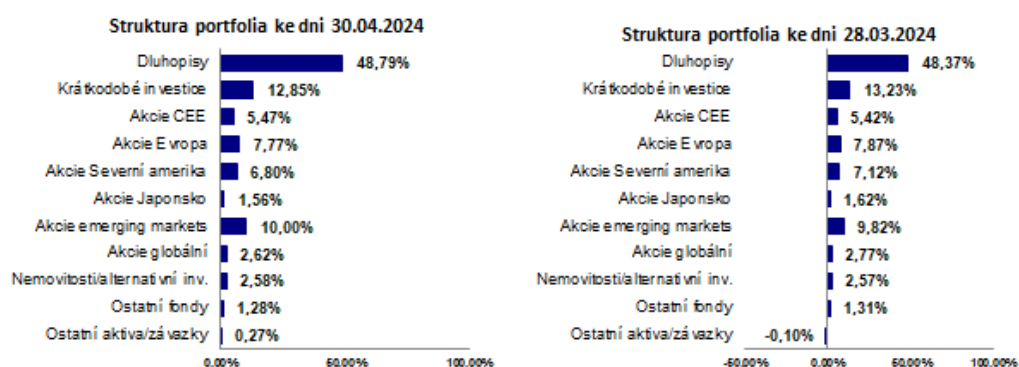
Žádná z cizoměnových pozic nepřesáhla hranici 1,5 mil. Kč, od které zajišťujeme měnové riziko.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					25,96%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,53%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,43%	0,43%	24,43%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					58,11%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,23%	0,23%	37,79%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,30%	0,30%	20,32%
Dluhopisové fondy - ostatní					10,36%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,58%	0,58%	3,96%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-1,55%	-1,38%	3,56%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,72%	-0,72%	2,84%
Fondy alternativních investic					2,25%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,25%
Akciové fondy					3,35%
Goldman Sachs III Emerg.Markets Eq. Income I	Globální rozvíjející se trhy	USD	0,74%	0,91%	1,06%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	0,80%	0,80%	0,60%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-0,80%	-1,43%	0,37%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	1,03%	0,39%	0,33%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-3,57%	-3,41%	0,17%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-5,54%	-5,38%	0,17%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-6,01%	-5,85%	0,15%
Goldman Sachs III Japan Equity (Former NN) I	Japonsko	JPY	-2,15%	-5,53%	0,14%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-2,94%	-2,77%	0,10%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	6,57%	6,75%	0,10%
BGF World Mining I2	Globální	USD	5,91%	6,09%	0,10%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	n/a	n/a	0,06%
OSTATNÍ					-0,03%

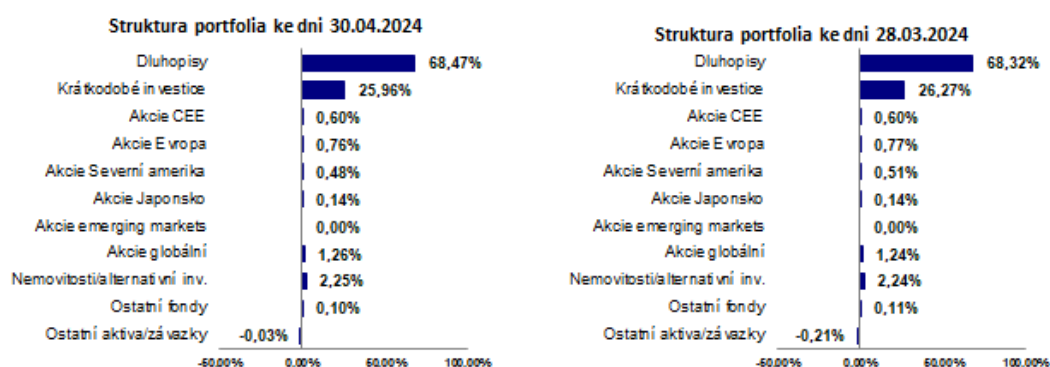
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Růst amerických výnosů posunul křivku českých vládních dluhopisů nahoru, což pak dále umocnila ČNB svou novou prognózou tlumící očekávání na výrazný a rychlý letošní pokles sazeb. Ve spojitosti s tím, že se ČNB nechce vrátit do éry velmi nízkých sazeb z minulé dekády a s tím, že nadále trvá velký deficit rozpočtu, který zvyšuje emisi dluhopisů, si myslíme, že výnosy zůstanou v nejbližším čtvrtletí nad 4 % jak na krátkém, tak na dlouhém konci. Prostor pro výraznější pokles pod tuto hranici vzhledem k vývoji v USA (ale i vzhledem k setrvalosti domácí inflace ve službách) pro druhou polovinu roku nevidíme. Riziko naopak vnímáme ve směru dalšího růstu středně- a dlouhodobých výnosů, pokud světové obligační trhy pod taktovkou US Treasuries půjdou dále tímto směrem.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

V Polsku centrální banka po předvolebním snížení sazeb v minulém roce již sazby dále nesnižuje – stále napjatý trh práce, razantní růst mezd, a i stále silná jádrová inflace způsobily, že si dává hodně dlouhou pauzu. To se podepisuje i na výnosech. S obnovením cyklu snižování sazeb lze čekat mírný pokles výnosů, otázkou však je, kdy k němu dojde. Růst sazeb v Americe tento bod určitě oddálil.

Ofenziva ukrajinské armády skončila s nástupem zimy a v souvislosti s problémy s dostatkem munice je aktuální situace spíše defenzivního charakteru. Ruská armáda dosahuje marginálních zisků, celkový stav je ale bez větších územních postupů. Po prvotním odražení ruského útoku v roce 2022 mělo Rusko dostatek času na vybudování masivních obranných opevnění (aktuální délka přesahuje 5 tis. km). Jejich udržení či zpomalení ukrajinského postupu bylo ale dosaženo jen za cenu velkých ruských ztrát. Z pohledu osvobození území a zejména naplnění očekávání západních spojenců jde o neúspěch. Z pohledu vyčerpání ruské armády byla ofenziva bezprostředně úspěšná, nicméně dlouhodobá početní výhoda je na straně agresora, který si může dovolit dlouhodobě udržovat konflikt a využívat nejednoty západu a klesající podpory veřejnosti. Rusko aktuálně kontroluje cca 109,000 km² (18 % Ukrajiny), na vrcholu invaze v březnu 2022 šlo o 25 %. 40 % z toho nicméně tvoří území, obsazená již v letech 2014-2015. Současný stav je tak velmi podobný, jako po agresii v r. 2014. I nadále se očekávají útoky Ruska na strategickou infrastrukturu a civilní cíle, nový tlak Ruska a případná odpověď ukrajinské armády, která prozatím ze západní techniky nenasadila vše. Bez další podpory (zejména letecké a raketové/dělostřelecké převahy) bude ale těžký posun vpřed a na mnoha místech bude docházet spíše ke snahám Ruska o (omezený) postup.

Prim stále hraje politický vývoj. Nové americké financování bylo po dlouhé době vnitropolitických neshod nakonec schváleno a americká administrativa přislíbila okamžité dodání jak vojenské techniky, tak finančních zdrojů. Evropské peníze byly naopak i přes prvotní nesouhlas Maďarska odblokovány již v předchozím měsíci, dojednány byly i nové dodávky munice a zdá se, že zejména shoda o navýšení muničního zásobování je v Evropě velmi silná. Zejména iniciativa vedená Českou republikou povede k bezprostředním dodávkám 200 tis. ks nové munice a navýšení výrobních kapacit na cca 1,5 mil. nábojů za rok. Aktuálně potřebuje ukrajinská armáda pro udržení pozic cca 3 tis. ks munice denně, přičemž dostupných je cca 2 tis. Pro větší ofenzivu by byla třeba dostupnost 8-10 tis. ks munice za den. Aktuální tlak a postup ruské armády by tak mohl v následujících měsících minimálně polevit. Rychlý a jednoznačný obrát situace nicméně velmi pravděpodobně čekat nelze.

Měny

U kurzu **eura proti dolaru** se na našem očekávání nic nemění, nadále vidíme jako fundamentálně (tj., vzhledem k očekávanému vývoji měnových politik ECB a Fed-u) odůvodnitelné setrvání kurzu v pásmu 1,05-1,10.

Česká koruna dosáhla dle nás maxima možného: výrazný pokles očekávání na pokles sazeb ČNB ji posunul na dohled hranice 25. Na prolomení této hranice nebude mít vzhledem k výši sazeb (ve srovnání s ECB a Fed) dle nás silu. Čekáme tedy její setrvání v pásmu 25-25,50.

Polský zlotý nemá tak pevné makroekonomické základy, a navíc mu centrální banka sebrala minulý rok na podzim berličku v podobě (vyšších) úrokových sazeb, které jsou dnes již jen velmi lehce nad sazbami v USA. Dle nás tak zlotý zůstává zranitelný a hodnoty pod 4,30 vidíme jako maximum možného. Pokud se někam v příštích měsících vydá, pak dle nás na slabší úroveň.

Maďarský forint také nemá žádný důvod posilovat: úrokový diferenciál se smršťuje, deficit běžného účtu i rozpočtu jsou velké. Podobně jako u zlatého, pokud se dočkáme výraznějšího pohybu, pak spíše ještě ke slabším úrovním.

Nadále máme na akciové trhy neutrální pohled, preferujeme rozvíjející se trhy před vyspělými, a to z důvodu odlišných očekávaných trajektorií základních úrokových sazeb a pozitivnějšího ekonomického vývoje.

V následujících měsících očekáváme zvýšenou volatilitu spojenou s pohyby na požadovaných dluhopisových výnosech, geopolitickými riziky a příchozími makroekonomickými daty. Vyšší úrokové sazby si již u některých společností a spotřebitelů vybírá svou daň, což představuje pro centrální banky velice složitou situaci při balancování mezi ekonomickou aktivitou a inflačními tlaky. To s velice důležitým následným nastavením základních úrokových sazeb.

Ziskové marže korporací jsou nadále 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 měl 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 výraznému snižování nákladů v podobě cen komodit a energií. Z toho bude těžit také region střední Evropy, který je stále, co se týká výrobních nákladů, levným regionem. 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 v minulých měsících, 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.

Anne-Françoise Blüher

Adam Šperl

Lukáš Masák

Portfolio managers