

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC KVĚTEN 2024

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **200,8392**
Výkonnost za poslední měsíc **2,25 %**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **173,6564**
Výkonnost za poslední měsíc **1,06 %**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **146,4897**
Výkonnost za poslední měsíc **0,44 %**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

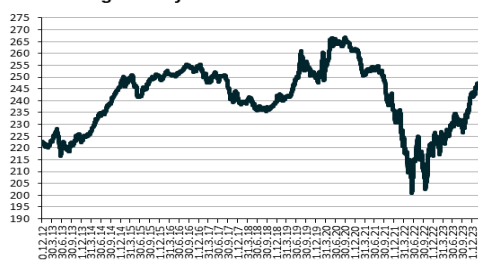
DLUHOPISY – USA, EMU

Poté, co v dubnu došlo vlivem vyšší americké inflace k výraznému nárůstu výnosů jak na americké, tak na německé výnosové křivce, a to po celých jejich délkách, jsme během května prošli částečnou korekcí, tentokrát však jenom v USA. Americké dvouleté výnosy totiž klesly zpátky pod 5 %, tj. o zhruba 15 b.b. na 4,87 %, desetileté pak o 18 b.b. na 4,50 %. Na německých dluhopisech tomu ale tak nebylo, ty dále výnosově rostly, zejména vlivem silnějších růstových i mzdových dat z Eurozóny: dvouletý výnos vyrostl o 6 b.b. na 3,1 %, desetiletý o 8 b.b. na 2,7 %.

DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka se během května nijak nezměnila. Dvouletá splatnost zůstala na úrovni 4,25 % z konce dubna (což je ale +45 b.b. oproti konci března), desetiletá splatnost pak na 4,37 % (+36 b.b. oproti konci března). Není se ale čemu divit, žádná výraznější makroekonomická data jsme nezaznamenali a pohyby na evropské křivce nebyly nijak výrazné.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Ani **Polsku** došlo toliko k poklesu výnosů na krátkém konci, a to o 13 b.b. na 5,2 %. Desetileté výnosy zůstaly bez změny na 5,7 %. Podobně jako v ČR ani v Polsku nebyly žádné významnější domácí informace a na zahraničních (německých) dluhopisových trzích se toho moc neodehrálo.

Ukrajinské dluhopisy

Ukrajinské státní dluhopisy v UAH v květnu 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 a i v květnu zůstaly na úrovních kolem 30 % nominální hodnoty.

Válečná situace na Ukrajině se nyní příliš nemění. Ani jedna strana nedosahuje výraznějších územních postupů. Ruská armáda dosahuje marginálních zisků, celkový stav je ale bez větších změn. 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 ukrajinská 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 agresi v r. 2014. I nadále se očekávají útoky Ruska na strategickou infrastrukturu a civilní cíle, nový tlak Ruska a případná odpověď ukrajinské armády, které se po období několika měsíčního zastavení nové materiální pomoci opětovně dostává nové zahraniční techniky a znovu se podařilo mobilizovat i finanční toky. Nedávné momentum bylo zcela jistě na straně ruské armády, její postup se ale vyčerpával a díky zahraniční technice se situace opětovně stabilizuje.

Tzv. total return index (TRI) koncem května v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR vzrostl oproti konci předcházejícího měsíce +0,4 % (stejně jako v předcházejících měsících); u jejich spekulativních protějšků pak o 0,8 %.

Firemní dluhopisy

V případě dolarových instrumentů došlo po výrazném dubnovém poklesu (jak u investičních, tak u spekulativních dluhopisů, o 3,2 % resp. o 1,1 %) ke korekci: v květnu vyrostl TRI u investičního stupně o 2,2 %, u spekulativních instrumentů o 1,2 %.

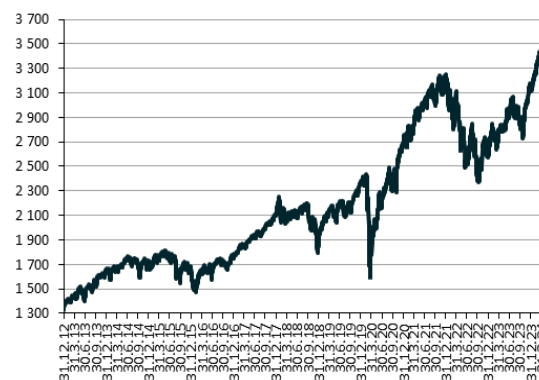
Kreditní prémie investičních i spekulativních instrumentů denominovaných v EUR se po růstu v dubnu (2,8 % resp. 7 %) vrátili k poklesu: v květnu poklesly o 5,8% resp. 6,9%. Ve srovnání se začátkem roku jsou tak o 10 % resp. o 5 % nižší.

AKCIE

Globální trhy

Akciovým trhům se v květnu dařilo (index MSCI World +4,2 %). Dobrá příchozí makroekonomická data z USA dodávala potřebnou důvěru investorům a americký index S&P 500 (+4,8 %) tak atakoval nová historická maxima. Dobré zhodnocení dosáhly všechny tři hlavní americké indexy, s opět vysokým zhodnocením technologických titulů. Nasdaq Composite si meziměsíčně připsal +8,5 %. Například akcie Nvidia si po dobrých čtvrtletních výsledcích meziměsíčně připsala +26,9 %. Výkonnost ostatních vyspělých regionů byla slabší.

MSCI World Index



Obavy z ponechání úrokových sazeb v USA výše o něco déle a zároveň přehoupnutí tamního výnosu desetiletého státního dluhopisu nad 1 procentní bod mělo negativní dopad na japonské akcie. Zároveň zatažované a ovlivňované bezpečnostní testy tamních automobilek znamenaly velice slabé zhodnocení indexu Nikkei 225, pouze +0,2 %. Z Evropy přicházela slibná data ohledně mírného ekonomického zotavování. Zveřejněný mezičtvrtletní růst eurozóny +0,3 % překvapil pozitivně. Avšak blížící se volby do europarlamentu a prozatím hůře odhaditelné následné rozložení sil bránilo evropským akciím ve vyšším zhodnocení. Evropská akciový index DJ STOXX 600 bez UK si meziměsíčně připsal +3,6 %, britský index FTSE 100 pak +1,6 %.

Kladné zhodnocení si připsaly také akciové trhy střední Evropy. Největší polský trh meziměsíčně +1,8 % (index WIG30), český index PX včetně dividend +4,5 %, rumunský index BET TR +5,1 % a maďarský index BUX -0,3 %. Ve Varšavě se nejlépe vedlo spotřebitelskému sektoru v čele, po dobrých čtvrtletních výsledcích, s prodejcem bot CCC (+41 %), PEPCO (+26 %), Allegro (+11 %) a utilitám Tauron (+39 %) nebo PGE (+11 %). Realizace zisků, s hrozbou zvýšení proticyklického kapitálového polštáře, proběhla na akciích bank: Bank Santander (-10 %), mBank (-9 %) nebo pojišťovně PZU (-2,5 %). Očekávané dobré hospodářské výsledky, po loňských akvizicích, táhly akcie Kofola (+10 %) a růst cen silové elektřiny s blížící se dividendou akcie ČEZ (9 %). V Rumunsku byla výkonnost jednotlivých akcií smíšená, třidvacetiprocentní zhodnocení si po dobrých výsledcích připsala zdravotnická skupina Medlife, slabší zájem o přepravu komodit po Dunaji naopak znamenal tři procentní ztrátu pro vodního přepravce TTS. Středoevropské trhy se nadále obchodují na nízkých valuačních ukazatelích se zajímavým růstovým potenciálem do budoucna.

Akcie na rozvíjejících se trzích zaostávaly za vyspělými trhy, souhrnný index MSCI Emerging Markets USD skončil jen lehce v plusu a připsal 0,3 %. Čínské akcie, které mají největší váhu v indexu, neměly jednoznačný směr: zatímco domácí (A-Shares) akcie odepsaly 0,7 %, burza v Hong-Kongu připsala 1,8 %. V posledních týdnech můžeme pozorovat zlepšující se sentiment, který dále podpořil nad očekávání dobrý ekonomický růst a náznaky vlády řešit realitní krizi. Akcie na Taiwanu vzrostly o 4,8 %, což bylo způsobeno hlavně růstem technologických titulů. Naopak příliš se nedařilo korejským či indickým akciím. Květnové volby v Indii by podle očekávání neměly mít velký dopad na současné směřování země. Trhy v Latinské Americe ztrácely, což bylo ovlivněno hlavně rozsáhlými záplavami v brazilském státě Rio Grande do Sul či nejistotou před červnovými prezidentskými volbami v Mexiku.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci vzrostla o 2,25 %. Americké akcie se v květnu dočkaly zisků, dařilo se především technologickým titulům. Evropské trhy také zaznamenaly růst i přes nejistotu před blížícími se eurovolbami, rostoucí výnosy dluhopisů však brzdily trhy v Japonsku. Rozvíjející se trhy za vyspělými zaostávaly. Výkonnost čínských trhů byla smíšená, nedařilo se domácím A-Shares, ale zisky připsaly akcie obchodované v Hong-Kongu. Významný zisk připsalo Turecko, dařilo se i fondu drahých kovů.

V průběhu května jsme v portfoliu neprovedli žádné změny.

Koruna posílila vůči dolaru i vůči euru. Efekt měnového zajištění byl tedy 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					6,19%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,53%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,50%	0,50%	4,66%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					5,14%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,44%	0,44%	3,31%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,58%	0,58%	1,83%
Dluhopisové fondy - ostatní					4,16%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,93%	0,93%	1,81%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,90%	0,90%	1,24%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,69%	-1,29%	1,11%
Fondy alternativních investic					2,60%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	0,13%	0,13%	2,60%
Akciové fondy					82,13%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	2,68%	2,68%	13,02%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	6,08%	2,97%	4,73%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	1,78%	-1,21%	3,81%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	1,79%	0,01%	3,08%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	8,61%	5,42%	3,03%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,89%	-2,07%	3,00%
BGF World Mining I2	Globální	USD	3,26%	0,23%	2,99%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	2,17%	-0,83%	2,98%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-2,95%	-5,80%	2,92%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-0,49%	-3,41%	2,91%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	2,83%	-0,19%	2,84%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	6,13%	4,27%	2,78%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	3,37%	1,56%	2,63%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,55%	-1,43%	2,54%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	3,20%	1,39%	2,47%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	3,37%	1,56%	2,46%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	2,71%	0,91%	2,45%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-2,78%	-5,63%	2,32%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	n/a	n/a	1,88%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	4,94%	1,86%	1,86%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	6,71%	4,84%	1,83%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	3,41%	0,38%	1,83%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,15%	-3,08%	1,82%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	8,34%	6,44%	1,82%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	1,14%	-1,91%	1,67%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-0,10%	-3,12%	1,67%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	2,05%	-0,94%	1,48%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	7,69%	5,81%	1,43%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	5,87%	2,76%	1,34%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	2,41%	-0,68%	0,55%
OSTATNÍ					-0,22%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci vzrostla o 1,06 %. Americké akcie se v květnu dočkaly zisků, dařilo se především technologickým titulům. Evropské trhy také zaznamenaly růst i přes nejistotu před blížícími se eurovolbami, rostoucí výnosy dluhopisů však brzdily trhy v Japonsku. Rozvíjející se trhy za vyspělými zaostávaly. Výkonnost čínských trhů byla smíšená, nedařilo se domácím A-Shares, ale zisky připsaly akcie obchodované v Hong-Kongu. Významný zisk připsalo Turecko, dařilo se i fondu drahých kovů.

Dluhopisová složka přispěla pozitivní výkonností.

V průběhu května jsme v portfoliu neprovedli žádné změny.

Koruna posílila vůči dolaru. Efekt měnového zajištění byl tedy 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					13,97%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,33%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,50%	0,50%	11,65%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					37,11%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,44%	0,44%	24,10%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,58%	0,58%	13,01%
Dluhopisové fondy - ostatní					10,84%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,93%	0,93%	4,15%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,69%	-1,29%	3,71%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,90%	0,90%	2,98%
Fondy alternativních investic					2,91%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	0,13%	0,13%	2,91%
Akciové fondy					35,31%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	2,68%	2,68%	5,40%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	6,08%	2,97%	1,95%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	1,78%	-1,21%	1,58%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-2,95%	-5,80%	1,29%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	1,79%	0,01%	1,28%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	8,61%	5,42%	1,25%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,89%	-2,07%	1,24%
BGF World Mining I2	Globální	USD	3,26%	0,23%	1,23%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	2,17%	-0,83%	1,23%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,55%	-1,43%	1,22%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-0,49%	-3,41%	1,21%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	2,83%	-0,19%	1,17%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	6,13%	4,27%	1,15%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	3,41%	0,38%	1,14%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	3,37%	1,56%	1,09%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	3,20%	1,39%	1,02%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	3,37%	1,56%	1,01%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	2,71%	0,91%	1,01%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-2,78%	-5,63%	0,95%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	8,34%	6,44%	0,95%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	6,71%	4,84%	0,90%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	n/a	n/a	0,86%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,15%	-3,08%	0,82%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	4,94%	1,86%	0,80%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	1,14%	-1,91%	0,68%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-0,10%	-3,12%	0,68%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	2,05%	-0,94%	0,65%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	5,87%	2,76%	0,62%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	7,69%	5,81%	0,59%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	2,41%	-0,68%	0,34%
OSTATNÍ					-0,15%

Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,44 %. Americké výnosy státních dluhopisů v květnu poklesly (ceny vzrostly) po celé délce výnosové křivky. V eurozóně se naopak vyšplhaly trochu výše vlivem proinflačních dat.

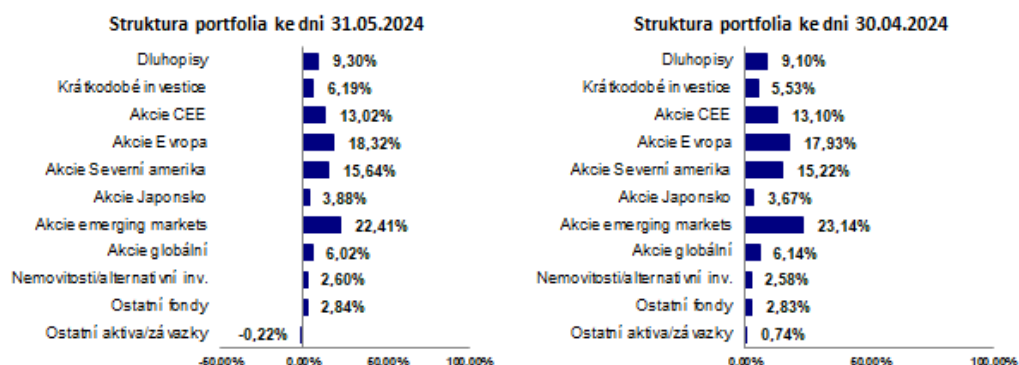
České státní dluhopisy nezaznamenaly žádné větší pohyby, květen nepřinesl žádná zásadní domácí makroekonomická data.

V květnu jsme v portfoliu neprovedli žádnou změnu.

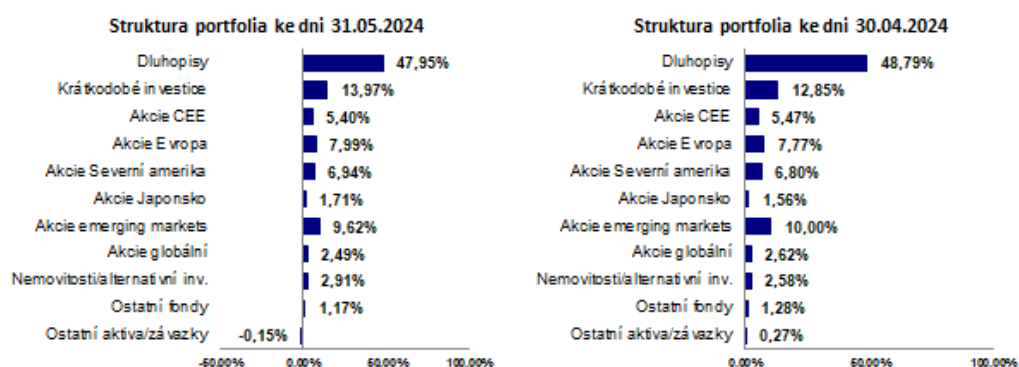
Žádná z cizoměnových pozic nepřesáhla hranici 1,5 mil. Kč, od které zajišťujeme měnové riziko.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					26,27%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	3,64%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,50%	0,50%	22,62%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					54,32%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,44%	0,44%	35,27%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,58%	0,58%	19,05%
Dluhopisové fondy - ostatní					9,77%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,93%	0,93%	3,73%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,69%	-1,29%	3,34%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,90%	0,90%	2,70%
Fondy alternativních investic					5,28%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	0,13%	0,13%	5,28%
Akciové fondy					4,51%
Goldman Sachs III Emerg.Markets Eq. Income I	Globální rozvíjející se trhy	USD	2,38%	-0,62%	0,96%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	2,68%	2,68%	0,55%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-0,49%	-3,41%	0,39%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	2,17%	-0,83%	0,38%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	6,08%	2,97%	0,35%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	3,37%	1,56%	0,35%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	3,37%	1,56%	0,35%
Goldman Sachs III Japan Equity (Former NN) I	Japonsko	JPY	2,12%	-0,96%	0,31%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	2,83%	-0,19%	0,24%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	8,61%	5,42%	0,24%
BGF World Mining I2	Globální	USD	3,26%	0,23%	0,23%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	n/a	n/a	0,15%
OSTATNÍ					-0,14%

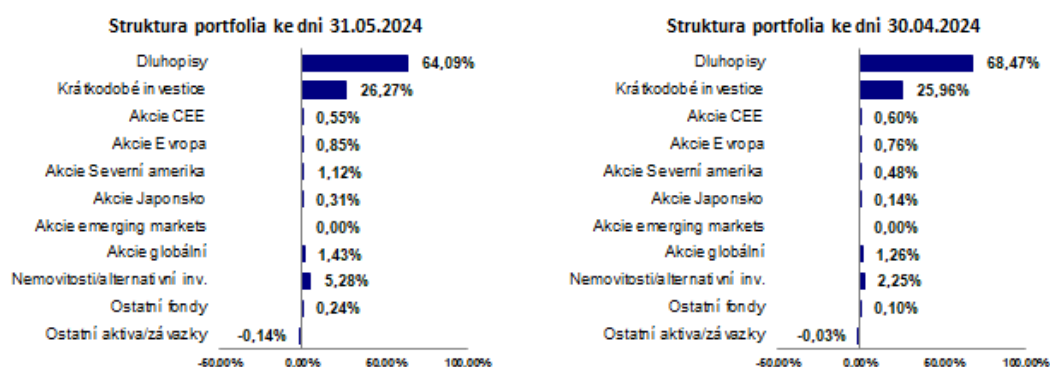
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Růst amerických výnosů posunul v dubnu 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 (za prvních 5 měsíců činil 210 mld., plán na celý rok je 250 mld.), který zvyšuje emisi dluhopisů, si myslíme, že výnosy zůstanou v nejbližším čtvrtletí nad 4 % jak na krátkém, tak na dlouhém konci. Prosto 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.

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, silný růst mezd či urychlující jádrová inflace způsobily, že si dává 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 – letos to na nic takového vzhledem k vývoji mezd nevypadá.

Ukrajina i nadále jedná jak s Mezinárodním měnovým fondem, tak s mezinárodními věřiteli o dalším vývoji a restrukturalizace zahraničního dluhu. Scénáře, implikované 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.

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 navzdory našemu očekávání prolomila hranici 25 korun, vlivem ještě slabší centrální banky se posunula na 24,70. Jelikož jsou nyní očekávání na to, kolikrát letos klesnou sazby u nás, dle nás blíže realitě než před pár měsíci, vzhledem k tomu, že ECB může překvapit menším snížením sazeb, než co trh čeká, a vzhledem k silnému dolaru (vyšší sazby po delší dobu) už nevidíme prostor pro další posílení. Pokud se koruna někam vydá, pak spíše ke 25 korunám (či nad tuto hranici).

Polský zlotý nemá pevné makroekonomické základy, a navíc mu centrální banka sebrala minulý rok na podzim i 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 mezi 4,20 a 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 zlotého, pokud se dočkáme výraznějšího pohybu, pak spíše ještě ke slabším úrovním.

Globální akciové trhy

Na akciové trhy máme neutrální pohled, preferujeme rozvíjející se trhy před vyspělými, a to z důvodu odlišných očekávaných trajektorií základních úrokových sazeb a pozitivnějšího ekonomického vývoje. Na nízkých hodnotových ukazatelích se také obchodují akciové trhy vyspělé Evropy a Velké Británie. V rámci rozvíjejících se trhů je stále jedním z nejlevnějších náš středoevropský region.

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 nastavováním 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