

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ČERVENEC 2024

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **204,8852**
Výkonnost za poslední měsíc **1,65 %**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **177,2135**
Výkonnost za poslední měsíc **1,38 %**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **149,0155**
Výkonnost za poslední měsíc **0,94 %**

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 jejích délkách, jsme během dalších tří měsíců prošli tak výraznou korekcí, že dnes jsou již výnosy vesměs pod hodnotami ze začátku dubna. Důvodem je samozřejmě benigní inflace, podporující očekávání, že v USA v září začne (a v Eurozóně bude pokračovat) snižování sazeb.

Americké dvouleté výnosy tak v červenci klesly na 4,35 % (35 b.b. pod hodnotou z konce prvního čtvrtletí), desetileté pak na 4,15 % (15 b.b. pod hodnotou z konce března). Na německých dluhopisech se dvouletý výnos dostal na 2,5 % (-30 b.b. pod koncem 1. čtvrtletí) a desetiletý na 2,3 % (stejný jako koncem března).

▣ *DLUHOPISY ČR*

Česká výnosová křivka během července dále mírně poklesla. Dvouletá splatnost klesla díky pokračující nízké inflaci a snižování sazeb ČNB na 3,70 % (-10 b.b. oproti konci března), desetiletá splatnost pak hlavně vlivem klesajících výnosů v zahraničí na 3,80 % (-25 b.b. oproti konci března).

Bloomberg Barclays Czech Index



▣ *DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA*

Polské dluhopisy

V Polsku došlo v červenci k dalšímu poklesu výnosů podél celé křivky: dvouletý výnos klesl o cca 13 b.b. na 5,03 %, desetiletý výnos pak klesl o 20 b.b. na 5,55 %. V Polsku výnosy ještě neklesly zpátky na úroveň z konce prvního čtvrtletí, limitujícím faktorem výraznějšího poklesu byla zejména neochota polské centrální banky snižovat sazby.

Ukrajinské dluhopisy

Ukrajinské státní dluhopisy v UAH v červenci mírně rostly. Dolarové státní instrumenty, které na základě spekulací o podmínkách restrukturalizace zaznamenaly výrazný cenový růst nejprve v březnu a následně tento pohyb korigovaly, se v červenci dočkaly potvrzeného návrhu podmínek a jejich ceny opětovně silně stoupaly. Návrh, který má aktuálně předjednanou podporu 25% části věřitelů, předpokládá 37% odpis nominální hodnoty dolarových dluhopisů a jejich přeměnu do dvou nových tranší. Ty ponese postupně se zvyšující kupóny a v případě druhé tranše nabídnou potenciální možnost zvýšení konečných výplat na základě výkonu ukrajinské ekonomiky v roce 2029. O návrhu bude oficiálně hlasováno v průběhu srpna/září.

Firemní dluhopisy

Tzv. total return index (TRI) koncem července v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce přidal zhruba stejně (0,4 %) jako v předcházejících třech měsících; u jejich spekulativních protějšků pak 1 % (vs. +0,3 % v červnu).

V případě dolarových instrumentů došlo po výrazném dubnovém poklesu (jak u investičních, tak u spekulativních dluhopisů, o 3,2 % resp. o 1,1 %) v dalších měsících, červenec nevyjímaje, k růstu, který kopíruje vývoj na trhu státních dluhopisů: od konce dubna tak TRI přidal 4,9 % (u investičních) resp. 4 % (u spekulativních) instrumentů. V samotném červenci to bylo 2 % resp. 1,8 %.

Kreditní prémie investičních i spekulativních instrumentů denominovaných v EUR po výrazném růstu v červnu (+16 % resp. +8 %) v červenci výrazně poklesly, a to o 9,7 % resp. 7,4 %. Ve srovnání se začátkem roku jsou tak o 5,5 % resp. o 4,8 % nižší.

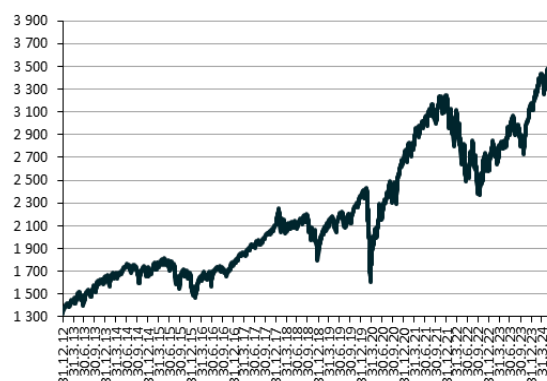
Globální trhy

Červenec byl pro vyspělé akciové trhy relativně dobrým měsícem. Zvýšená volatilita byla způsobena příchozími makrodaty a politickým vývojem v US. Slabší než očekávané údaje o inflaci a mírné zhoršení trhu práce bylo trhem vstřebáno jako blížící se započítání snížení základních úrokových sazeb FEDem. Při klesajících požadovaných výnosech dluhopisů se dařilo akciím společnostem s malou kapitalizací, u nichž se snížení nákladů na financování projeví nejvíce. Preference mezi velkými a malými společnostmi se také střídala na základě politických zpráv před a po odstoupení současného prezidenta Bidena z blížících se voleb. Technologický index Nasdaq ztratil jedno procento. Zveřejněné výsledky hospodaření společností za druhé čtvrtletí vyzněly rozpačitě, s mírným zaostáním některých velkých společností, jako např. Microsoft, který zaostal za odhady v segmentu cloudu. V Evropě stále rezonovaly volby v UK a Francii, což vedlo k také volatilnímu průběhu. Americký index S&P500 si meziměsíčně připsal 1,1 %, evropský index DJ STOXX600 pak 1,3 %.

Vývoj na akciových trzích střední Evropy byl smíšený. Většina trhů skončila s mírnými zisky, největší polský trh však skončil ve ztrátě (index WIG30 -5,1 %). Za propady polského trhu nebyly zvláštní důvody. Méně se dařilo tamním bankám, které si v uplynulém roce připsaly výrazné zhodnocení. Nyní tak jejich velká váha táhla celý index směrem dolů. Z českých akcií (index PX +4,2 %) se dařilo všem finančním institucím, v čele s Erste bank (+10,3 %). Rumunské akci si připsaly +2,1 %. I tam si slušné zisky připsaly banky BRD a Transilvania, doprovozeny akcemi energetických společností, např. Petrom. Nova Ljublanska banka si při příznivě nastavených měnových politikách centrálních bank připsala +5,9 %. V Maďarsku byl premiátem Gedeon Richter, reagující na dobré hospodářské výsledky s pozitivním výhledem.

Akcie na rozvíjejících se trzích v červenci zaostávaly za vyspělými trhy, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD skončil lehce v mínusu -0,1 %. Vývoj byl podobný jako v Evropě či USA – nedařilo se především technologickým společnostem jako jsou výrobci čipů a akcie spojené s AI. Akcie na Taiwanu odepisovaly 3,7%, v Hong-Kongu 2,1% a korejské pak 1%. Čínské domácí tituly (A-Shares) bez výraznějších kurzotvorných zpráv přešlapovaly na místě a skončily s malou ztrátou -0,6 %. Nejlépe se naopak vedlo indickým akciím (+3,4 %), kladné zhodnocení dosáhly akcie v Thajsku, Malajsii či Filipínách. Ze ztrát z předchozích měsíců se částečně oklepaly trhy v Latinské Americe (Brazílie +3 %, Mexico +1,3 %). Zisky investorů zde ale nadále tlumí slábnoucí kurzy domácích měn (vůči USD či EUR).

MSCI World Index



STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci vzrostla o 1,65 %. Zpomalující americká inflace a dobré čtvrtletní výsledky velké části společností vyhnaly americké akcie vzhůru. Dařilo se i evropským trhům. Na vyspělých trzích se zároveň zvýšila volatilita spojená s politickým vývojem v USA a nejistým výhledem největších amerických společností. Rozvíjející se trhy zaznamenaly horší výsledky. Nedařilo se zejména technologickým společnostem, v záporu skončila Čína či Turecko.

V průběhu července jsme v portfoliu neprovedli žádné změny.

Koruna oslabila vůči dolaru i euru. 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					5,77%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,18%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,55%	0,55%	4,59%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					5,01%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,84%	0,84%	3,28%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,93%	0,93%	1,74%
Dluhopisové fondy - ostatní					4,20%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,61%	0,61%	1,80%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,54%	1,54%	1,24%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	2,17%	2,71%	1,16%
Fondy alternativních investic					2,59%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	0,39%	0,39%	2,59%
Akciové fondy					82,68%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	0,28%	0,28%	12,90%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	7,87%	8,44%	4,72%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-1,22%	-0,70%	3,92%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	5,77%	7,59%	3,27%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-2,52%	-0,85%	3,14%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,37%	-1,86%	3,12%
BGF World Mining I2	Globální	USD	0,78%	1,31%	3,06%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	5,71%	6,27%	3,05%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	4,58%	5,13%	3,05%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	7,25%	7,81%	3,05%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	0,55%	1,08%	3,02%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	4,07%	5,86%	2,80%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	3,30%	5,07%	2,66%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	2,96%	3,50%	2,56%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	0,75%	2,48%	2,49%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	0,33%	2,05%	2,49%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-0,92%	0,78%	2,43%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-0,45%	0,07%	2,40%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	3,27%	3,81%	1,91%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	4,87%	5,42%	1,90%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	1,89%	3,64%	1,82%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	2,90%	4,67%	1,78%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	1,68%	2,21%	1,78%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	0,02%	7,50%	1,65%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-3,82%	3,37%	1,63%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	1,99%	2,53%	1,47%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	1,60%	2,13%	1,40%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	1,81%	2,35%	1,34%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-3,97%	-2,32%	1,29%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	-2,52%	4,77%	0,58%
OSTATNÍ					-0,24%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci vzrostla o 1,38 %. Zpomalující americká inflace a dobré čtvrtletní výsledky velké části společností vyhnaly americké akcie vzhůru. Dařilo se i evropským trhům. Na vyspělých trzích se zároveň zvýšila volatilita spojená s politickým vývojem v USA a nejistým výhledem největších amerických společností. Rozvíjející se trhy zaznamenaly horší výsledky. Nedařilo se zejména technologickým společnostem, v záporu skončila Čína či Turecko.

Dluhopisová složka přispěla pozitivní výkonností.

V průběhu července jsme v portfoliu neprovedli žádné změny.

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					12,88%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,35%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,55%	0,55%	11,53%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					37,46%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,84%	0,84%	24,49%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,93%	0,93%	12,96%
Dluhopisové fondy - ostatní					10,97%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,61%	0,61%	4,12%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	2,17%	2,71%	3,85%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,54%	1,54%	3,00%
Fondy alternativních investic					2,49%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	0,39%	0,39%	2,49%
Akciové fondy					36,31%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	0,28%	0,28%	5,52%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	7,87%	8,44%	2,11%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-1,22%	-0,70%	1,64%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	5,77%	7,59%	1,47%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-2,52%	-0,85%	1,33%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	4,58%	5,13%	1,31%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	5,71%	6,27%	1,30%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	2,96%	3,50%	1,29%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	7,25%	7,81%	1,29%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,37%	-1,86%	1,25%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	0,55%	1,08%	1,24%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	4,87%	5,42%	1,18%
BGF World Mining I2	Globální	USD	0,78%	1,31%	1,18%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	4,07%	5,86%	1,16%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	3,30%	5,07%	1,13%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	0,75%	2,48%	1,03%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	0,33%	2,05%	1,03%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-0,92%	0,78%	1,00%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-0,45%	0,07%	0,95%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	2,90%	4,67%	0,93%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	1,89%	3,64%	0,89%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	3,27%	3,81%	0,86%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	1,68%	2,21%	0,85%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	0,02%	7,50%	0,74%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-3,82%	3,37%	0,72%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	1,60%	2,13%	0,69%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	1,81%	2,35%	0,67%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	1,99%	2,53%	0,62%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-3,97%	-2,32%	0,59%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	-2,52%	4,77%	0,36%
OSTATNÍ					-0,11%

Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,94 %. Výnosy amerických státních dluhopisů v červenci poklesly (ceny vzrostly) v očekávání začátku snižování sazeb v září. Výnosy v eurozóně následovaly podobný vývoj.

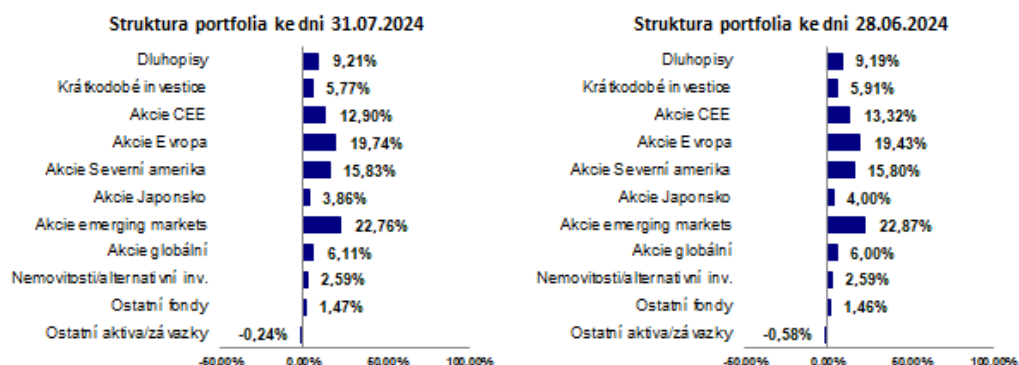
Výnosy českých státních dluhopisů rovněž poklesly na obou koncích výnosové křivky v reakci na výrazné zpomalení inflace.

V průběhu července jsme v portfoliu neprovedli žádné změny.

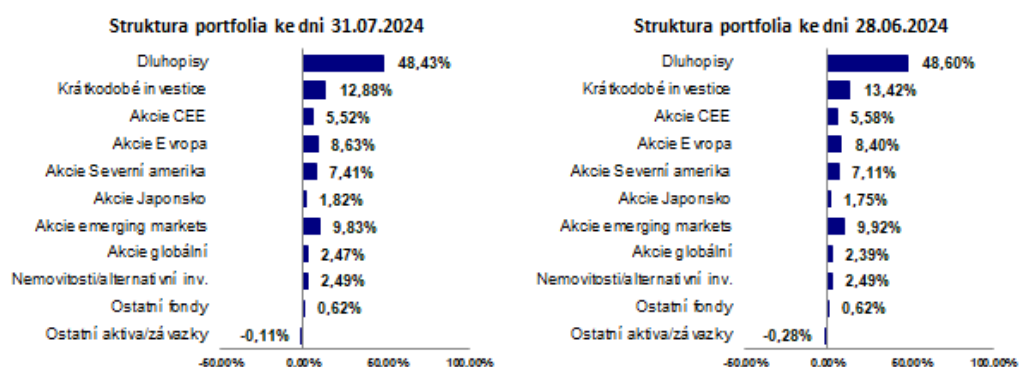
Žádná z cizoměnových pozic nepřesáhla hranici 1,5 mil. Kč, od které zajišťujeme měnové riziko.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					25,37%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,52%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,55%	0,55%	23,85%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					57,61%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,84%	0,84%	37,42%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,93%	0,93%	20,19%
Dluhopisové fondy - ostatní					9,92%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,61%	0,61%	3,72%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	2,17%	2,71%	3,48%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,54%	1,54%	2,73%
Fondy alternativních investic					2,46%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	0,39%	0,39%	2,46%
Akciové fondy					4,68%
Goldman Sachs III Emerg.Markets Eq. Income I	Globální rozvíjející se trhy	USD	0,15%	0,68%	1,01%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	0,28%	0,28%	0,57%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	4,58%	5,13%	0,42%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	5,71%	6,27%	0,41%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	5,77%	7,59%	0,38%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	7,87%	8,44%	0,38%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	3,30%	5,07%	0,36%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-0,92%	0,78%	0,35%
Goldman Sachs III Japan Equity (Former NN) I	Japonsko	JPY	-2,41%	4,89%	0,33%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	7,25%	7,81%	0,25%
BGF World Mining I2	Globální	USD	0,78%	1,31%	0,22%
OSTATNÍ					-0,03%

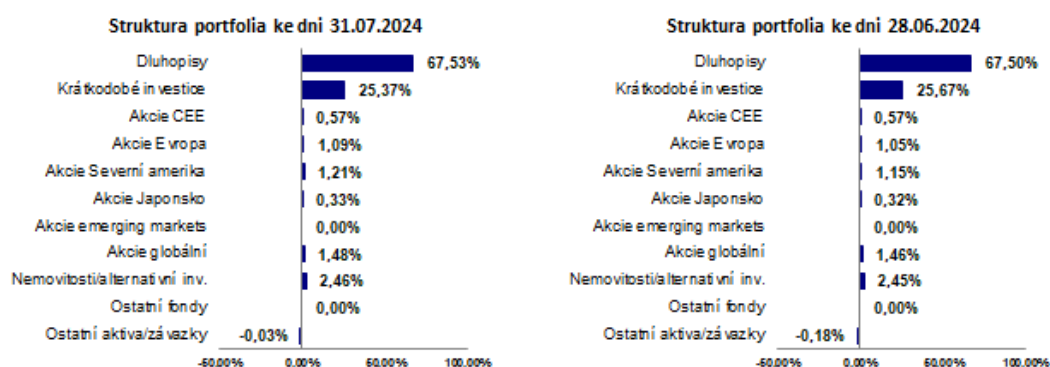
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Pokles výnosů v zahraničí společně s inflací stlačil křivku českých swapů a potažmo křivku výnosů státních dluhopisů pod 4 %. Vzhledem k vývoji deficitu (-180 mld. v prvním pololetí), k vývoji inflace (která už je na cíli ČNB, kde však riziko z přetrvávajícího růstu služeb a z růstu mezd je proinflační) a k tomu, že ČNB se dle slov některých představitelů již se základní sazbou blíží odhadované neutrální sazbě (3,5 %) nevidíme z domácího prostředí důvod pro další pokles výnosů (spíše naopak). Neznámou je vývoj v zahraničí, kde by případný pokles výnosů mohl posunout i českou křivku níž. Pokud Fed překvapí rozsahem snížení v září (nebo pokud si to trh bude myslet), můžeme letos vidět další pokles delších výnosů.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

V Polsku centrální banka po předvolebním snížení sazeb před skoro rokem 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 pokles výnosů, otázkou však je, kdy k němu dojde – letos to na nic takového vzhledem k vývoji mezd nevypadá. Riziko snížení výnosů v zahraničí zde však je stejné jako v ČR.

Ukrajina i nadále jedná jak s Mezinárodním měnovým fondem, tak s mezinárodními věřiteli o dalším vývoji a restrukturalizace zahraničního dluhu. Na stole je aktuálně návrh, předpokládající 37% odpis nominální hodnoty a zdá se, že má poměrně výraznou naději na schválení. Scénáře, implikované programem Mezinárodního měnového fondu ukazovaly varianty restrukturalizace od téměř sto procentního odepsání cizoměnového dluhu po aktuálních 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. Tento návrhu bude s největší pravděpodobností schválen, každá další jiná varianta by s velkou pravděpodobností přinesla horší podmínky.

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 souhlasně s našim očekáváním opět oslabila nad hranici 25 korun za euro. Vzhledem k tomu, že ČNB je agresivnější než Fed či ECB ve snižování sazeb (sazby ČNB jsou dnes již nižší než v USA), nevidíme příliš prostoru pro posilování koruny. Dle nás spíše koruna zůstane nad 25 korunami za euro ve druhé polovině roku, i když občasný náhled pod tuto hranici vyloučit nelze.

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 diferencál 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

Probíhající korekce na akciových trzích začátkem srpna potvrdila náš dřívější výhled, zacílená na některé drahé technologické společnosti. Náš výhled se nemění. Stále očekáváme zvýšenou volatilitu na trzích, způsobenou nejistou geopolitickou, ekonomickou, fiskální politikou a některými dražšími sektory, zvláště technologickým. Nadále se však na zajímavých úrovních obchodují některé akcie, sektory a celé regiony.

Na akciových trzích 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 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 těžily z boomu okolo umělé inteligence (AI) a na ní napojených společností jako Nvidia, Microsoft, Google, ... Dle nás se v daném sektoru nachází výrazně předražené akcie a bude docházet k návratu k fundamentálním hodnotám. 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.

Anne-Françoise Blüher

Adam Šperl

Lukáš Masák

Portfolio managers