

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ZÁŘÍ 2024

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **208,3236**
 Výkonnost za poslední měsíc **1,73 %**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **178,8596**
 Výkonnost za poslední měsíc **1,08 %**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **149,6673**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,56 %**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

S tím, jak v září americký Fed přistoupil ke snižování sazeb a jak se opět po letní pauze rozhýbala ECB, klesly výnosy na obou březích Atlantiku. Americké dvouleté výnosy v září poklesly o skoro 30 b.b. na 3,65 %, desetileté pak na 3,80 % (-12 b.b. oproti konci srpna). Na německých dluhopisech se dvouletý výnos dostal pod 2,1 % (-32 b.b.) a desetiletý na 2,1 % (-17 b.b. oproti konci předcházejícího měsíce).

DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka během září klesla. Dvouletá splatnost klesla díky pokračující nízké inflaci, snižování sazeb ČNB a zejména díky poklesu sazeb v zahraničí pod 3,40 % (- 19 b.b.), desetiletá splatnost se dostala pod 3,8 % (-16 b.b.).

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

V Polsku byl vývoj podobný jako na oblihačném trhu v ČR: dvouletý výnos klesl o cca 10 b.b. na 4,73 %, desetiletý výnos poklesl o 18 b.b. na 5,25 %. Limitujícím faktorem výraznějšího poklesu polských výnosů je zejména přetrvávající síla tamní ekonomiky, díky tomu i inflace a v důsledku neochota polské centrální banky snižovat měnověpolitické úrokové sazby.

Ukrajinské dluhopisy

Ukrajinské státní dluhopisy v UAH v září pokračovaly v růstu. Pozitivně se projevila vysoká úroveň souhlasu investorů s podmínkami restrukturalizace (96 %) a po delší době intenzivní příliv zahraniční finanční pomoci i kurská protiofenziva. Dolarové státní instrumenty prošly výše zmíněnou restrukturalizací a začátkem září se začaly volně obchodovat. Výsledkem dohody je přeměna původních emisí (splatnosti 2024-2032) do dvou nových sérií (A a B) s rozloženými splatnostmi mezi roky 2029 až 2036 a postupně rostoucím úročením. Jejich ceny se prozatím udržují na úrovni 40-60 % nominální hodnoty.

Situace zejména na jižní frontě zůstává špatná. Hrozí další pomalý postup ruské armády a ztráta důležité logistické oblasti pro ukrajinské jednotky. Projevuje se materiálová, muniční i výrazná početní převaha Rusů i časový faktor – čím déle bude současná podoba konfliktu bez výraznějších posunů trvat, tím lépe pro stranu agresora.

Firemní dluhopisy

Na trhu firemních dluhopisů pokračoval stabilní vývoj bez většího trendu, stav charakterizující prozatím celý letošní rok. Tzv. total return index (TRI) koncem září v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce přidal zhruba stejně (0,3-0,4 %) jako v předcházejících 5 měsících; u jejich spekulativních protějšků pak 0,7 % (vs. +1,1 % v srpnu).

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, září nevyjímaje, k růstu, který kopíruje vývoj na trhu státních dluhopisů: od konce dubna tak TRI přidal 9,7 % (u investičních) resp. 7,7 % (u spekulativních) instrumentů. V samotném září to bylo 2,1 % resp. 1,6 %.

Kreditní prémie investičních i spekulativních instrumentů denominovaných v EUR poté, co v červenci i v srpnu výrazně poklesly (dohromady o 13,8 % resp. 9,6 %) během září opět narostly (+12% resp. + 7,8%). Tímto zářijovým pohybem se dostaly vesměs na úroveň ze začátku letošního roku.

Globální trhy

Globální akcie znovu dosáhly nových maxim. Největší americké technologické firmy opět nabraly na síle poté, co jejich výnosy byly v červenci a srpnu nevýrazné (americký index S&P 500 + 2 %). Slabší data z pracovního trhu vyvolala obavy o to, zda Fed neoddaluje snížení sazeb příliš dlouho, a proto snížil svou referenční úrokovou sazbu překvapivě rovnou o 50 bazických bodů na rozmezí 4,75 % až 5 %. Tento krok, první po sérii zvyšování sazeb v

reakci na vysokou inflaci, reflektuje postupné zlepšení v boji proti inflaci a zpomalení ekonomického růstu. V USA se do centra pozornosti přesouvá prezidentská kampaň, přičemž Kamala Harris ve svém prvním prezidentském duelu podle všeho překonala svého protivníka.

V Evropě snížila Evropská centrální banka a Švýcarská národní banka své základní úrokové sazby o 25 bazických bodů. Ekonomické údaje byly spíše negativní, přičemž index nákupních manažerů (PMI) za září dosáhl osmiměsíčního minima 48,9 bodu, což signalizovalo zpomalení ekonomické aktivity, zejména ve výrobním sektoru. Několik velkých automobilů, včetně Stellantis a Volkswagen, snížilo své výhledy zisku kvůli zpomalující globální poptávce a rostoucí konkurenci. Na druhou stranu značně vzrostly akcie luxusních značek, a to především díky stimulačním opatřením v Číně, která podpořila poptávku po zboží luxusního segmentu. Ani to nestačilo aby evropský index DJ STOXX600, připsal kladné zhodnocení a meziměsíčně ztratil 0,4 %.

Nedařilo se středoevropskému regionu. Po výborné první polovině roku nyní mírně stagnuje. Nejhorší výsledky zaznamenaly polské akcie, kde index WIG 30 klesl o 3,2 %. Nedařilo se finančním institucím zejména pojišťovně. Polsko stejně jako Českou republiku zasáhly ničivé povodně. U pojišťoven proto dojde k vyššímu vyplácenému pojistnému. Vzhledem k zajištění značné části pojistného portfolia si myslíme, že reakce trhu byla přehnaná a mírně jsme pojišťovny dokupovali. Nedařilo se ani rumunskému BET indexu, který odepsal 2,9 %. Český akciový index si připsal mírné jednocentní zhodnocení. Nejvýraznější růst byl patrný u akcií společnosti Kofola, která ze začátku měsíce poskytla lepší výhled na očekávané celoroční výsledky. Pozitivní sentiment poté mírně zhatily povodně, jelikož jeden z jejich největších závodů se nachází v jednom z nejvíce zasažených regionů konkrétně v Krnově.

Akcie na rozvíjejících se trzích zaznamenaly nejlepší měsíc za poslední rok, souhrnný index MSCI Emerging Markets USD připsal totiž téměř 6,5 %. Bezpochyby největší podíl na tom měly čínské akcie, které byly doslova polity živou vodou poté, co čínská vláda oznámila dlouho očekávaný balíček na pomoci ekonomice a také tamní centrální banka snížila úrokové sazby. Domácí akciový index (CSI300) vystřelily vzhůru o 21 %, akcie v Hong-Kongu pak připsaly 17,5 %. Na ostatních asijských trzích byla o poznání klidnější: indické akcie zpevnily o 2,4 %, korejské pak po výprodeji technologických titulů odepsaly 3 %. Trhy na Taiwanu přešlapovaly na místě a skočily poblíž nuly. V Latinské Americe byla situace také celkem poklidná. Mexický index připsal necelé 1 %. Brazílské akcie sice ztratily 3 %, investoři ale těžili z posilující měny poté, co centrální banka po období snižování sazeb úroky opět zvýšila.

MSCI World Index



STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci vzrostla o 1,73 %. Americký Fed v září zahájil cyklus snižování úrokových sazeb překvapivým snížením referenční sazby o 50 bazických bodů. Akcie reagovaly nejistě, neboť se vynořily spekulace, zda se v USA neblíží recese. ECB pokračovala ve snižování úrokových sazeb očekávaným tempem, evropský průmysl však nadále strádá, což se projevilo i u výkonnosti akciového trhu.

Rozvíjející se trhy výrazně překonaly vyspělé, a to díky výjimečnému růstu čínských akcií po ohlášení fiskální pomoci od tamní vlády a uvolnění monetární politiky. Další vývoj ovlivní především to, jak efektivně bude tato pomoc využita a zda skutečně přispěje k oživení reálné ekonomiky. Zisky si připsala i Indie. Latinská Amerika a Turecko skončily poblíž nuly.

V září jsme v portfoliu neprovedli žádné změny.

Koruna posílila vůči dolaru a oslabilo vůči euru. V prvním případě byl efekt měnového zajištění pozitivní, ve druhém naopak.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					5,98%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,10%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,35%	0,35%	3,89%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					4,96%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,51%	0,51%	3,24%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,63%	0,63%	1,72%
Dluhopisové fondy - ostatní					4,13%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,61%	0,61%	1,78%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,98%	1,98%	1,24%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,39%	1,02%	1,11%
Fondy alternativních investic					2,55%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,55%
Akciové fondy					82,89%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-0,65%	-0,65%	12,63%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	0,27%	-0,09%	4,65%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	7,63%	7,24%	4,13%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	6,38%	7,02%	3,29%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	8,17%	7,78%	3,27%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	-0,73%	-0,14%	3,19%
BGF World Mining I2	Globální	USD	8,39%	8,00%	3,14%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	5,18%	4,80%	3,00%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	0,86%	0,49%	2,95%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-0,09%	-0,45%	2,88%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-0,83%	-1,19%	2,81%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	18,61%	18,18%	2,78%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-0,32%	0,28%	2,74%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	0,09%	0,69%	2,58%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	2,24%	1,87%	2,56%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-0,06%	0,54%	2,47%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-0,28%	0,32%	2,44%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	-1,19%	-0,60%	2,43%
FF FAST Global I	Globální	USD	1,51%	1,14%	2,09%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	6,08%	5,69%	2,03%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	2,65%	2,28%	1,91%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	1,52%	1,15%	1,76%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-0,67%	-0,07%	1,71%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-0,81%	-0,22%	1,69%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-1,94%	-0,48%	1,64%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-1,95%	-0,49%	1,57%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	0,70%	0,33%	1,35%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-0,18%	0,42%	1,34%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	0,73%	0,36%	1,27%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	0,71%	2,21%	0,58%
OSTATNÍ					-0,52%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci vzrostla o 1,08 %. Americký Fed v září zahájil cyklus snižování úrokových sazeb překvapivým snížením referenční sazby o 50 bazických bodů. Akcie reagovaly nejistě, neboť se vynořily spekulace, zda se v USA neblíží recese. ECB pokračovala ve snižování úrokových sazeb očekávaným tempem, evropský průmysl ale nadále strádá, což se projevilo i u výkonnosti akciového trhu.

Rozvíjející se trhy výrazně překonaly vyspělé, a to díky výjimečnému růstu čínských akcií po ohlášení fiskální pomoci od tamní vlády a uvolnění monetární politiky. Další vývoj ovlivní hlavně to, jak efektivně bude tato pomoc využita a zda skutečně přispěje k oživení reálné ekonomiky. Zisky si připsala i Indie. Latinská Amerika a Turecko skončily poblíž nuly.

Snižování sazeb se projevilo poklesem výnosů (nárůstem cen) na dluhopisových trzích.

V září 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					13,63%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,13%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,35%	0,35%	11,50%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					37,42%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,51%	0,51%	24,45%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,63%	0,63%	12,97%
Dluhopisové fondy - ostatní					10,87%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,61%	0,61%	4,13%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,39%	1,02%	3,72%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,98%	1,98%	3,01%
Fondy alternativních investic					2,49%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,49%
Akciové fondy					35,84%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-0,65%	-0,65%	5,31%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	0,27%	-0,09%	1,96%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	7,63%	7,24%	1,69%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	-0,73%	-0,14%	1,44%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	6,38%	7,02%	1,38%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	5,18%	4,80%	1,35%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	2,24%	1,87%	1,31%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	8,17%	7,78%	1,27%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	0,86%	0,49%	1,27%
BGF World Mining I2	Globální	USD	8,39%	8,00%	1,22%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-0,83%	-1,19%	1,22%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	2,65%	2,28%	1,20%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-0,09%	-0,45%	1,19%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-0,32%	0,28%	1,15%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	0,09%	0,69%	1,10%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	18,61%	18,18%	1,06%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-0,06%	0,54%	1,03%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	-1,19%	-0,60%	1,01%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-0,28%	0,32%	0,99%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	6,08%	5,69%	0,92%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-0,67%	-0,07%	0,90%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	1,52%	1,15%	0,85%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-0,81%	-0,22%	0,83%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-1,95%	-0,49%	0,71%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-1,94%	-0,48%	0,70%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	0,70%	0,33%	0,67%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	0,73%	0,36%	0,64%
FF FAST Global I	Globální	USD	1,51%	1,14%	0,59%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-0,18%	0,42%	0,51%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	0,71%	2,21%	0,37%
OSTATNÍ					-0,25%

Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,56 %. Výnosy amerických státních dluhopisů v září poklesly (ceny vzrostly) poté, co Fed překvapil finanční trhy snížením referenční úrokové sazby o 50 místo 25 b.b. Sazby snižovala i ECB, tudíž i v eurozóně jsme mohli sledovat pokles výnosů po celé délce křivky.

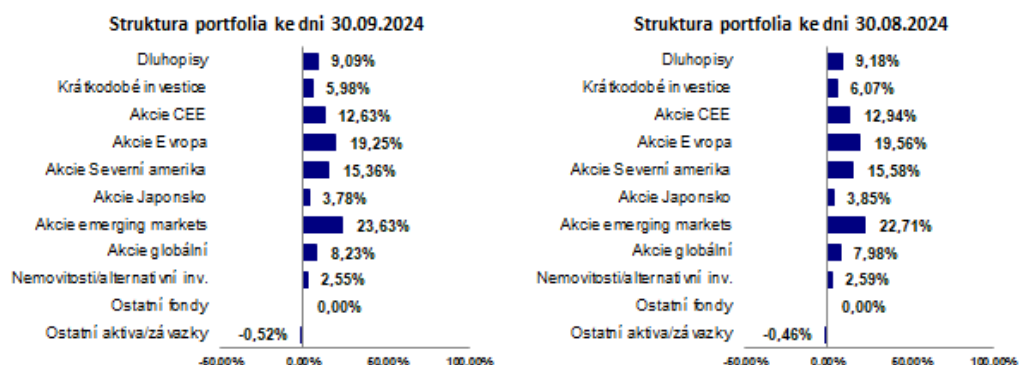
Vývoj v zahraničí následovaly i dluhopisy ve střední Evropě včetně těch českých.

V průběhu září jsme v portfoliu neprovedli žádné změny.

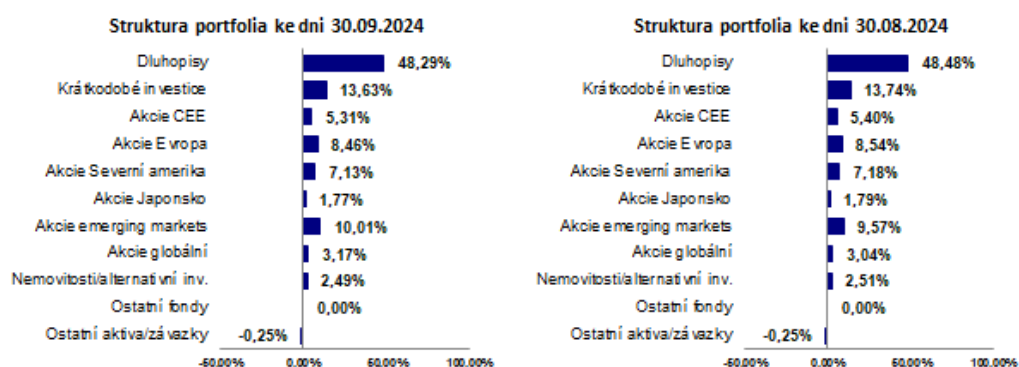
Žádná z cizoměnových pozic nepřesáhla hranici 1,5 mil. Kč, od které zajišťujeme měnové riziko.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					25,72%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,81%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,35%	0,35%	23,91%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					57,84%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,51%	0,51%	37,54%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,63%	0,63%	20,30%
Dluhopisové fondy - ostatní					9,97%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,61%	0,61%	3,74%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,39%	1,02%	3,48%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,98%	1,98%	2,75%
Fondy alternativních investic					2,47%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,47%
Akciové fondy					4,11%
Schroder ISF QEP Global Core Fund C	Globální vyspělé trhy	USD	1,52%	1,15%	2,02%
Goldman Sachs III Emerg.Markets Eq. Income I	Globální rozvíjející se trhy	USD	3,78%	3,40%	1,14%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-0,65%	-0,65%	0,55%
FF FAST Global I	Globální	USD	1,51%	1,14%	0,40%
OSTATNÍ					-0,10%

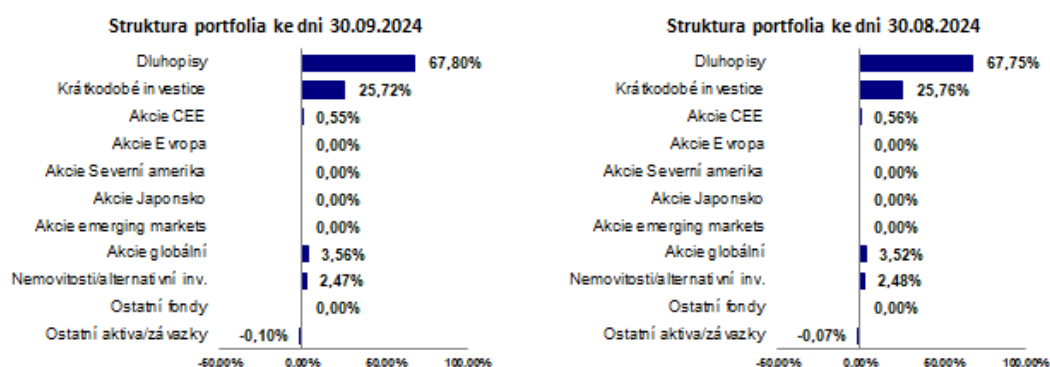
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Pokles výnosů v zahraničí společně s nízkou inflací stlačil křivku (českých úrokových swapů a potažmo křivku) výnosů státních dluhopisů dále níže, a to až pod 3,5 % na krátkém a 3,8 % na dlouhém konci. Vzhledem k vývoji deficitu státního rozpočtu, k vývoji inflace (která už je na cíli ČNB, přičemž riziko z přetrvávajícího silného růstu cen služeb a z růstu mezd je proinflační) a k tomu, že ČNB se dle slov některých svých představitelů a i nás již se základní sazbou blíží odhadované neutrální sazbě (3,5 %), nevidíme z domácího prostředí důvod pro další výraznější pokles výnosů. Neznámou je vývoj v zahraničí, kde by případný další pokles výnosů mohl posunout i českou křivku opět níž. Očekávání dalšího uvolňování měnové politiky Fedu jsou však dnes nastavena poměrně agresivně (do konce ledna 2024 trh čeká 4 snížení sazeb), podobně je to pak i u ECB (trojí snížení). Ve výsledku se domníváme, že jak hlavní světové výnosové křivky, tak i ty české budou v nejbližších měsících a čtvrtletích zvyšovat sklon, přičemž výnosy na dlouhých koncích křivek budou mít i tendenci absolutně růst.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

V Polsku centrální banka po předvolebním snížení sazeb před rokem již sazby dále nesnižuje – stále napjatý trh práce, silný růst mezd či nejistá 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 a z jakých výnosových úrovní k němu dojde – v nejbližší době to vzhledem k vývoji mezd na nic takového rozhodně nevypadá. Riziko snížení výnosů v zahraničí zde však s podobnými implikacemi jako pro české dluhopisy platí také.

Situace zejména na jižní frontě zůstává špatná. Hrozí další pomalý postup ruské armády a ztráta důležitých logistických oblastí pro ukrajinské jednotky. Projevuje se materiálová, muniční i výrazná početní převaha Rusů i časový faktor – čím déle bude současná podoba konfliktu bez výraznějších posunů trvat, tím lépe pro stranu agresora.

Potenciálně pozitivními událostmi může být zařazení USD restrukturalizovaných dluhopisů do dluhopisových indexů rozvíjejících se trhů, těžko predikovatelná vyjednávání o ukončení ruské agrese (aspoň začátek) a poskytnutí 50 mld. USD ze zabavených ruských aktiv. U dluhopisů z B série je v případě lepšího výsledku ukrajinského HDP proti predikci MMF ve hře dodatečné zvýšení jejich hodnoty.

Měny

U kurzu **eura proti dolaru** čekáme, že poté, co se v srpnu jeho kurz dostal z pásma 1,05-1,10, zůstane dolar slabší, zhruba v pásmu 1,10-1,15. Tížit ho bude očekávaný startující cyklus snižování úrokových sazeb v doprovodu silně expanzivní fiskální politiky, nicméně redukce úrokových sazeb i v případě ECB a slabší ekonomický vývoj v Evropě budou ztráty dolaru do značné míry limitovat.

Česká koruna dle nás zůstane ve zbytku roku bez výraznějšího trendu a bude, podobně jako v posledních měsících, jen oscilovat v pásmu kolem hranice 25 korun za euro. Sazby se blíží neutrální úrovni a výrazněji již neklesnou, což je pro korunu v prostředí poklesu sazeb ECB a Fedu pozitivní, na druhé straně však platí, že česká ekonomika je růstově jedna z nejslabších v rámci EU a doléhá na ní úzké propojení s Německem. Pomocť koruně na silnější úrovně by mohla snad jen jestřábí ČNB a případně menší snížení sazeb, než jaké nyní trh očekává, na slabší úrovně by ji naopak mohl poslat nárůst volatility / nervozity na finančních trzích.

Polský zlotý dle nás zůstane silnější, tedy v pásmu 4,25-4,35, i po zbytek roku, pro výraznější pohyb na slabší ale ani silnější úrovně nevidíme moc důvodů. Pravděpodobnější je pak pobyt na silnějších úrovních tohoto pásma a to proto, že polská centrální banka je jako jediná v regionu nastavena tak, že sazby nechce hned tak snižovat. Naplní-li se slova guvernéra, že první snížení může přijít až v roce 2026, bude to pro polský zlotý v prostředí poklesu sazeb hlavních centrálních bank pozitivní. Podobně jako pro korunu či forint je hlavním rizikem pro oslabení případná tržní slabost / nervozita na hlavních trzích.

Maďarský forint nemá důvod posilovat: úrokový diferenciál se smršťuje a už dnes nejsou přitom maďarské sazby nijak dramaticky vzdálené od sazeb v USA. Navíc, maďarská ekonomika nijak rychle neroste, průmysl strádá pod tíhou vývoje v Německu a z politického hlediska je Maďarsko také problémem. Maďarský forint je tak dle nás v případě zhoršení situace na trzích nejzranitelnější regionální měnou.

Probíhající volatilita a korekce na některých akcích potvrzuje náš dřívější výhled, zacílený 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 (zvláště středoevropský) 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 nejlépejších 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 vybírají 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.

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 nadále 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. 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.

Lukáš Masák
Portfolio manager