

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ŘÍJEN 2024

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



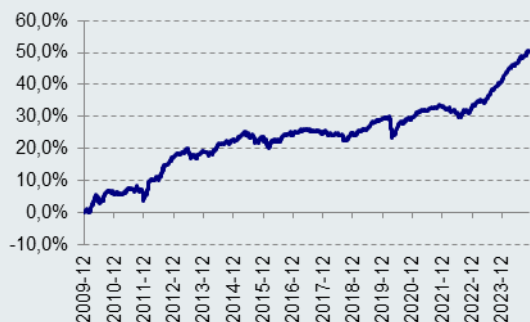
Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **203,9440**
Výkonnost za poslední měsíc **-2,24 %**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **177,4542**
Výkonnost za poslední měsíc **-0,79 %**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **150,0810**
Výkonnost za poslední měsíc **0,28 %**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

□ DLUHOPISY – USA, EMU

Po zářijovém poklesu výnosů na obou březích Atlantiku došlo v říjnu ke korekci, která byla výraznější v USA. Vlivem silné ekonomiky a vyšších inflačních očekávání narostly dvouleté i desetileté výnosy v Americe o cca půl procentního bodu na 4,2 % resp. 4,3 %. Německé dluhopisy tomuto vývoji samozřejmě nemohly utéct, ale pohyby byly (vzhledem k vývoji ekonomiky Eurozóny celkem pochopitelně) menší. Dvouleté německé výnosy tak narostly na 2,3 % (cca +25 b.b.), desetileté o cca 35 b.b. na 2,4 %.

□ DLUHOPISY ČR

I česká výnosová křivka během října narostla za současného zvýšení svého sklonu. Dvouletá splatnost tak dosáhla výnosu 3,55 % (+20 b.b.), desetiletá se opět přehoupla přes 4 % a dostala se na 4,2 % (+40 b.b.). Na tomto vývoji se podepsal jak zahraniční vývoj, tak vývoj doma, kde inflace přece jenom zůstává (ve své jádrové složce) zvýšená, v reakci na což centrální banka říká, že další pokles sazeb není automatický a že cyklus snižování sazeb se lehce může kdykoliv zastavit.



□ DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

V Polsku byl vývoj kvalitativně podobný jako v České republice: dvouletý výnos narostl o cca 30 b.b. na 4,7 %, desetiletý výnos poklesl o 70 b.b. na 6 %. Polské výnosy samozřejmě musely reagovat na vývoj v zahraničí, nepomáhá jim však ani domácí centrální banka, která jako jediná v regionu sazby stále nesnižuje.

Ukrajinské dluhopisy

I přes růst výnosů (pokles cen) na vyspělých i rozvíjejících se trzích jsme naopak v říjnu mohli sledovat pokračující pohyb cen směrem vzhůru v případě ukrajinských státních dluhopisů v USD. Rostoucí pravděpodobnost návratu Donalda Trumpa do Bílého domu posílila očekávání na začátek mírových jednání či alespoň na nějaký posun v současné situaci. Současná americká administrativa zároveň před lednovou inaugurací zrychlila proces na dočerpání současného finančního balíčku. Vzhledem k absenci podrobnějších detailů hrály ale silnější role spíše optimistická očekávání.

Firemní dluhopisy

Tzv. total return index (TRI) koncem října v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce přidal zhruba stejně (0,3-0,4 %) jako v předcházejících 6 měsících; u jejich spekulativních protějšků pak 0,7 % (vs. 0,7 % 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 %. S takovým růstovým vývojem byl samozřejmě v říjnu konec: pod vlivem vývoje na trzích vládních dluhopisů klesly ceny i na trzích korporátních dluhopisů, což u TRI dolarových instrumentů znamenalo pokles o 3 % u investičních a o 0,6 % u spekulativních.

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. Faktická stabilita během října tak na tomto stavu z konce září samozřejmě nic nezměnila.

Globální trhy

Celkově byl říjen měsícem zvýšené volatility na globálních trzích, kde investoři hledali bezpečnější aktiva, jako jsou státní dluhopisy, a zůstávali obezřetní vůči rizikovým aktivům. Vyspělé akciové trhy čelily výrazným výkyvům, které byly ovlivněny jak ekonomickými, tak politickými a geopolitickými faktory. Hlavním faktorem byla nejistota ohledně dalšího postupu americké centrální banky (Fed) ve věci úrokových sazeb a blížící se prezidentské volby v USA.

Vzhledem k inflačním tlakům a přetrvávajícímu růstu mezd se spekulovalo, že Fed by mohl pokračovat v restriktivní politice déle, než se původně očekávalo. Tyto obavy vyvolaly růst výnosů státních dluhopisů, což mělo negativní dopad na některé akcie.

Hospodářské výsledky za třetí čtvrtletí roku přinesly smíšené výsledky, ačkoliv některé sektory, zejména technologický a finanční, zaznamenaly překvapivě dobré výsledky. Společnosti jako Apple, Microsoft a Alphabet reportovaly silné tržby, které překonaly očekávání analytiků, což investory uklidnilo, že navzdory vyšším úrokovým sazbám si velké technologické firmy udržují solidní ziskovost. Naopak firmy z automobilového sektoru čelily problémům způsobeným vyššími náklady na suroviny a výrobními zpožděními, což se odrazilo na jejich zisku. Dalším faktorem, který v říjnu ovlivnil náladu investorů, byly nadcházející prezidentské volby v USA. Předvolební kampaně byly již v plném proudu a zvyšovaly nejistotu na trzích, neboť potenciální změny v ekonomických a obchodních politikách by mohly mít dopad na klíčové sektory. Americký index S&P 500 meziměsíčně ztratil -1 %.

V Evropě se situace lišila, evropské trhy byly ovlivněny především obavami z možného zpomalení ekonomického růstu, hlavně kvůli vysokým nákladům na energie a oslabené poptávce v Číně. Německý index DAX (-1,3 %) zaznamenal pokles, přičemž energetické a průmyslové akcie utrpěly největší ztráty.

V říjnu středoevropské akciové trhy čelily mírné volatilitě, přičemž investoři reagovali na globální ekonomické faktory a regionální problémy. Největší poklesy byly zaznamenány na polských akciích (index WIG30 -4,7 %), jež reflektovaly obavy před blížícími se prezidentskými volbami v USA, včetně jejich následků na vývoj konfliktu na Ukrajině, a probíhající korporátní akce vztahující hotovost akciových fondů. Český trh vykazoval stabilitu, přičemž hlavní akciový index PX rostl mírně o +1,7 % díky silným výsledkům bankovního sektoru a stabilitě domácí ekonomiky. Například akcie ČEZ a Erste Group vzrostly o +2,4 %, resp +4,6 %.

Odklon investorů směrem k bezpečnějším aktivům (před volbami v US) se projevil na rozvíjejících se trzích, souhrnný index MSCI Emerging Markets USD totiž odepsal citelných 4,4 %. K tomu přispěly i rostoucí výnosy amerických dluhopisů a sílící dolar. Asijským akciovým trhům se nedařilo. Čínské akcie odepisovaly přes 3 % poté, co poklesla důvěra v dříve oznámený vládní balíček na pomoc ekonomice. Indické trhy ztratily dokonce přes 5,8 %, k čemuž dopomohlo rostoucí napětí na Blízkém východě, což vytváří tlak na cenu ropy již je Indie hlavním dovozcem. Korejské akcie rovněž v červeném (-1,4 %), stejně tak jako trhy v Latinské Americe (Brazílie -1,6 %, Mexico -3,5 %). V plusu skončil prakticky jen Taiwan, kde byly trhy podpořeny poptávkou po technologických titulech spojených s umělou inteligencí (AI).

MSCI World Index



STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolio v tomto měsíci poklesla o 2,24 %. Akciové trhy v říjnu ovlivňovala především nejistota spojená s blížícími se americkými volbami a měnovou politikou Fedu. Smíšené výsledky za 3. kvartál reportovaly největší americké firmy, řada z nich snížila výhled. Evropské trhy dále trpěly slabým průmyslem a nízkou poptávkou z Číny. Zvýšená nejistota se podepsala na výkonnosti rozvíjejících se trhů. Ochlazení přišlo v Číně, kde opadla euforie z oznámení vládní pomoci. Ztráty ale zaznamenala i Indie, Latinská Amerika a Turecko.

V říjnu jsme zvýšili naši akciovou expozici na úkor krátkodobých investic, což se projevilo zvýšením váhy akcií Velké Británie, střední Evropy, hraničních trhů (Frontier Markets) a amerických firem s malou tržní kapitalizací. Tyto trhy vnímáme jako nejvíce podhodnocené se solidním ekonomickým výhledem do budoucna.

Koruna oslabilá 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					2,46%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,04%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,37%	0,37%	1,42%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					5,09%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,16%	0,16%	3,32%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,32%	0,32%	1,77%
Dluhopisové fondy - ostatní					4,27%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,58%	0,58%	1,84%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,41%	1,41%	1,28%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-1,64%	1,78%	1,16%
Fondy alternativních investic					2,63%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,63%
Akciové fondy					85,65%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-1,85%	-1,85%	13,61%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	0,12%	3,60%	5,21%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-6,46%	-3,20%	3,84%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	-3,67%	-3,12%	3,82%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-3,91%	-0,57%	3,18%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	5,39%	9,06%	3,15%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-1,40%	-0,83%	3,13%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-3,60%	-0,24%	3,06%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-5,94%	-2,67%	3,01%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-0,10%	3,38%	2,99%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-0,56%	2,90%	2,98%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-2,61%	-2,05%	2,75%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,02%	-0,68%	2,61%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-2,29%	-1,73%	2,59%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-2,61%	-2,05%	2,48%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-5,60%	-2,31%	2,46%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	-2,70%	-2,14%	2,43%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-5,03%	-4,48%	2,38%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-1,38%	2,05%	2,17%
FF FAST Global I	Globální	USD	-5,30%	-2,00%	2,10%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-2,34%	1,06%	1,97%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,20%	-0,87%	1,87%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-2,37%	1,03%	1,82%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-1,68%	-1,11%	1,78%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-2,49%	-1,93%	1,70%
CT (LUX) Japan Equities LJ	Japonsko	JPY	-1,10%	-4,41%	1,64%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-1,47%	-4,76%	1,60%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-4,57%	-4,02%	1,43%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-1,32%	2,11%	1,33%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	-1,08%	-4,39%	0,57%
OSTATNÍ					-0,10%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci poklesla o 0,79 %. Akciové trhy v říjnu ovlivňovala především nejistota spojená s blížícími se americkými volbami a měnovou politikou Fedu. Smíšené výsledky reportovaly největší americké firmy, řada z nich snížila výhled. Evropské trhy dále trpěly slabým průmyslem a nízkou poptávkou z Číny. Zvýšená nejistota se podepsala na výkonnosti rozvíjejících se trhů. Ochlazení přišlo v Číně, kde opadla euforie z oznámení vládní pomoci. Ztráty ale zaznamenala i Indie, Latinská Amerika a Turecko.

Dluhopisovým trhům se celkově nedařilo až na fondy s expozicí na dluhopisy s menší citlivostí na pohyby sazeb.

V říjnu jsme zvýšili naši akciovou expozici na úkor krátkodobých investic, což se projevilo zvýšením váhy akcií Velké Británie, střední Evropy, hraničních trhů (Frontier Markets) a amerických firem s malou tržní kapitalizací. Tyto trhy vnímáme jako nejvíce podhodnocené se solidním ekonomickým výhledem do budoucna.

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					8,37%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,31%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,37%	0,37%	7,07%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					38,25%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,16%	0,16%	24,86%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,32%	0,32%	13,40%
Dluhopisové fondy - ostatní					11,09%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,58%	0,58%	4,19%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-1,64%	1,78%	3,82%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,41%	1,41%	3,08%
Fondy alternativních investic					2,52%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,52%
Akciové fondy					39,82%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-1,85%	-1,85%	6,43%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	0,12%	3,60%	2,47%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-6,46%	-3,20%	1,85%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	-3,67%	-3,12%	1,81%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-3,91%	-0,57%	1,50%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	5,39%	9,06%	1,49%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-3,60%	-0,24%	1,46%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-0,10%	3,38%	1,44%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-5,94%	-2,67%	1,41%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-1,40%	-0,83%	1,37%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-0,56%	2,90%	1,32%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-2,61%	-2,05%	1,28%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-2,29%	-1,73%	1,23%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,02%	-0,68%	1,22%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-5,60%	-2,31%	1,18%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	-2,70%	-2,14%	1,15%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-2,61%	-2,05%	1,15%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-5,03%	-4,48%	1,15%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-1,38%	2,05%	1,02%
FF FAST Global I	Globální	USD	-5,30%	-2,00%	0,89%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-2,34%	1,06%	0,87%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-2,37%	1,03%	0,86%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-2,49%	-1,93%	0,83%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-1,68%	-1,11%	0,81%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,20%	-0,87%	0,80%
CT (LUX) Japan Equities LJ	Japonsko	JPY	-1,10%	-4,41%	0,68%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-1,47%	-4,76%	0,67%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-1,32%	2,11%	0,66%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-4,57%	-4,02%	0,61%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	-1,08%	-4,39%	0,24%
OSTATNÍ					-0,05%

Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,28 %. Výnosy amerických státních dluhopisů v říjnu vzrostly (ceny poklesly). Na vině byla především zvýšená inflační očekávání a nejistota spojená s volbami, přičemž oba hlavní kandidáti avizovali další proinflační kroky. V Evropě výnosy vzrostly méně, neboť zdejší ekonomiky bojují spíše se slabým průmyslem a rizikem recese.

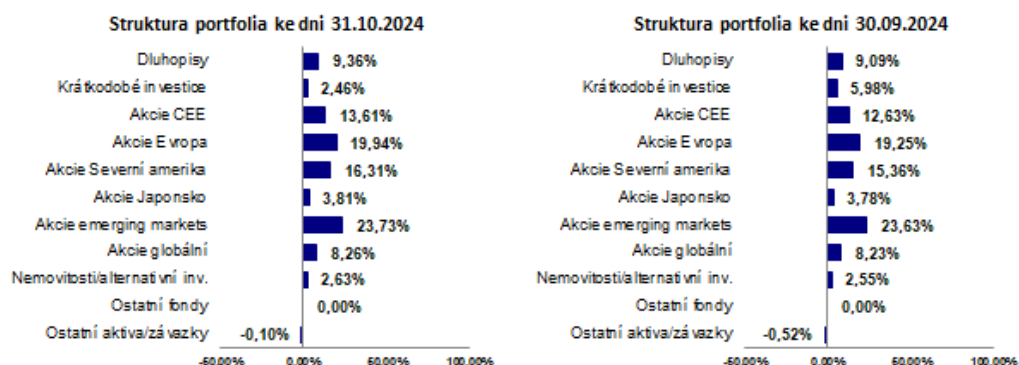
Vývoj v zahraničí následovaly i výnosy českých dluhopisů, zde se navíc propsaly i obavy ze zvýšené jádrové inflace a upozornění ČNB na možné přerušení snižování sazeb. Dařilo se však fondům s malou citlivostí na pohyby úrokových sazeb.

V říjnu jsme navýšili naši akciovou expozici na úkor krátkodobých investic. V současné chvíli dochází v nejdůležitějších ekonomikách i v ČR ke snižování sazeb a výnosy krátkodobých investic již nepovažujeme za tolik atraktivní ve srovnání s vybranými akciovými trhy.

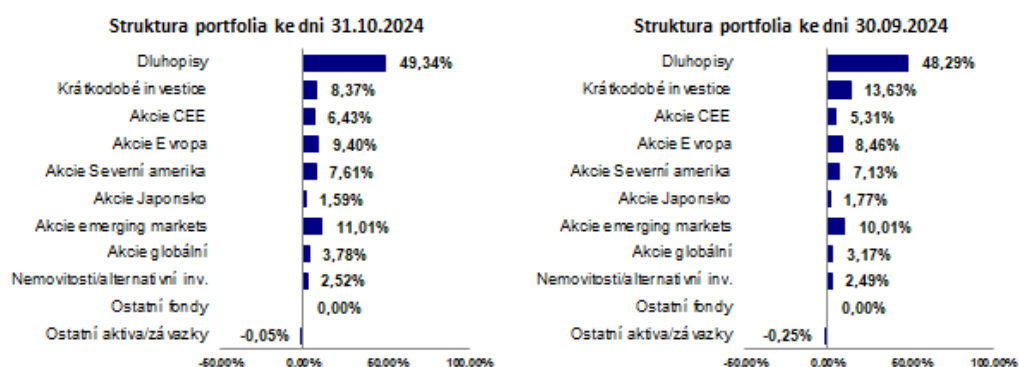
Žádná z cizoměnových pozic nepřesáhla hranici 1,5 mil. Kč, od které zajišťujeme měnové riziko.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					24,68%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,87%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,37%	0,37%	22,81%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					57,80%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,16%	0,16%	37,50%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,32%	0,32%	20,30%
Dluhopisové fondy - ostatní					10,25%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,58%	0,58%	3,94%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-1,64%	1,78%	3,53%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,41%	1,41%	2,78%
Fondy alternativních investic					2,48%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,48%
Akciové fondy					4,82%
Schroder ISF QEP Global Core Fund C	Globální vyspělé trhy	USD	-1,70%	1,72%	2,32%
Goldman Sachs III Emerg.Markets Eq. Income I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-4,86%	-1,55%	1,34%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-1,85%	-1,85%	0,78%
FF FAST Global I	Globální	USD	-5,30%	-2,00%	0,39%
OSTATNÍ					-0,04%

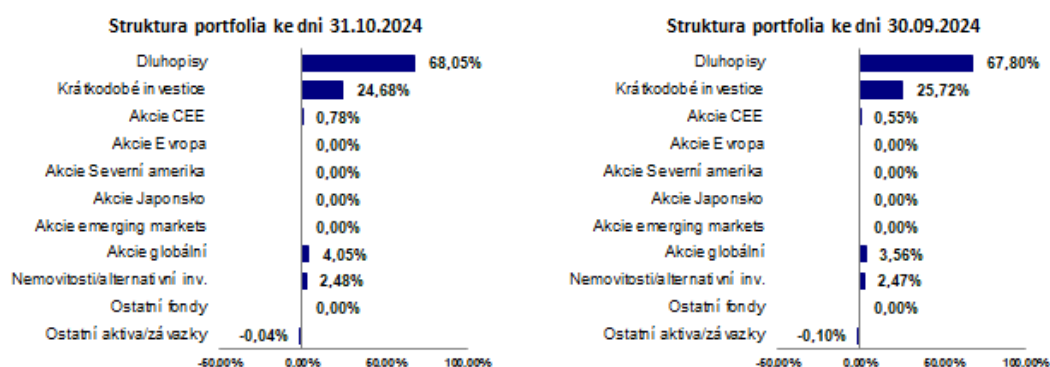
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Vzhledem k tomu, že ČNB se přiblížila momentu, kdy s poklesem sazeb skončí, z domácího prostředí moc impulsů ke změnám výnosů na vládních dluhopisech nevidíme. Ano, rozpočet je stále v deficitu, ale podíváme-li se kolem sebe (Polsko deficit > 5 % HDP pro 2024, Slovensko letos skoro 6%, v příštím roce 4,5 %, Maďarsko 4,5 %) a uvážíme-li, že ani permanentní šesti- procentní či sedmiprocentní deficity v USA bolest hlavy dluhopisovým trhům nezpůsobují, je pravděpodobnější, že fiskál hybatelem výnosů nebude. Dle nás tak budou české výnosy ponejvíce sledovat vývoj zahraničí a pohybovat se na desetileté splatnosti v pásmu 3,5-4,5 %.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

V Polsku centrální banka po předvolebním snížení sazeb před rokem již sazby (zatím) 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 k němu dojde – v nejbližší době to vzhledem k vývoji mezd na nic takového rozhodně nevypadá. Pokles výnosů kvůli poklesu domácích sazeb tak lze čekat až nejdřív v příštím roce, tlumen však zřejmě bude vývojem fiskálu, který je z regionu nejhorší. V mezidobí tak nejspíš budou polské výnosy jen ve vleku zahraničí.

Situace zejména na jižní ukrajinské frontě zůstává špatná. Dochází k setrvalému postupu ruské armády a ztrátám 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.

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 50mld 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 se v nejbližších měsících k udrží v pásmu 1,05-1,10, a to poblíž jeho horní hranice. Nemyslíme si totiž, že by divergence měnových politik ECB a FED-u měla být tak výrazná, aby dokázala kurz jedním či druhým směrem setrvale z tohoto pásma vychýlit.

Česká koruna dle nás zůstane v nejbližších měsících bez výraznějšího trendu a bude, podobně jako v posledních měsících, jen oscilovat v pásmu 25-25,50. Sazby se blíží neutrální úrovni a výrazněji již neklesnou, což je pro korunu v prostředí poklesu sazeb ECB a Fed-u 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 případné menší snížení sazeb Fed-u či ECB, než jaké nyní trh očekává, na slabší úrovně by ji mohl poslat nárůst volatility / nervozity na finančních trzích. Nic z těchto faktorů však nemá dle nás dostatečnou intenzitu k tomu, aby se z takového případného pohybu stal alespoň několikátýdenní trend.

Polský zlotý dle nás zůstane v pásmu 4,25-4,35, pro výraznější pohyb na slabší či silnější úrovně nevidíme důvod. 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. Podobně jako pro korunu či forint je jediným rizikem pro oslabení případná tržní slabost / nervozita na hlavních trzích.

Maďarský forint nemá důvod setrvaleji 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. Po většinu nejbližších měsíců tak čekáme kolísání kolem hranice 400 forintů za euro.

Globální akciové trhy

Na akciové trhy máme souhrnně neutrální pohled, s různými odchylkami v rámci regionální alokace.

Nadále 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 některé 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 nejlevnějších náš středoevropský region.

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.

Lukáš Masák
Portfolio manager