

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC SRPEN 2022

| | |
|----------------------------------|---|
| VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH | 2 |
| STRUKTURA PORTFOLIÍ | 4 |
| PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ | 8 |



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia

164,4647

Výkonnost za poslední měsíc

-1,49 %



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia

150,1254

Výkonnost za poslední měsíc

-0,34 %



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia

131,4882

Výkonnost za poslední měsíc

0,54 %

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

□ DLUHOPISY – USA, EMU

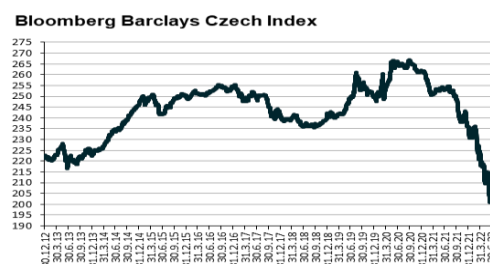
Na obou březích Atlantiku došlo po červenci plném obav, že utahování měnové politiky centrálních bank vyvolá recesi, která inflaci stlačí k jejich cíli, a že tedy sazby rychle opět zamíří dolů, v srpnu k opětovnému nárůstu výnosů. Tomu napomohla zejména jednoznačná vyjádření vedení amerického Fedu, že s utahováním politiky konec není a že k tomu, aby se inflace udržitelně vrátila na nižší úroveň, bude potřeba delšího období vyšších sazeb a „ekonomické bolesti“. Výnosy na křivce amerických vládních dluhopisů během srpna vzrostly na kratších a středních splatnostech o 55 b.b. a na delších splatnostech o 45 b.b.; desetiletý výnos se tak vrátil lehce nad 3,1%.

Na německých vládních dluhopisech jsme viděli stejný vývoj, jen nárůsty byly větší, jelikož propady v červenci byly výraznější. Na krátkém konci vzrostly dvouleté výnosy o 90 b.b. na skoro 1,20%, na dlouhém pak desetileté o 70 b.b. na 1,5%. Podobnou rétorikou o dalším nutném citelném utahování měnové politiky jako v případě Fedu totiž hýřili i představitelé Evropské centrální banky.

□ DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka v srpnu zvýšila svůj sklon.

Na krátkém konci dvouleté výnosy poklesly o 35 b.b. na 6,40%, na dlouhém však vzrostly o 60 b.b. na 4,80%. Centrální banka vyslala signál, že se do dalšího utahování hned tak nepohne, což stlačilo krátký konec níže, na dlouhém konci se nicméně projevil vliv růstu výnosů v zahraničí a vzestup časové premie v důsledku pokračující akcelerace inflace a negativního fiskálního vývoje.



□ DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Polská výnosová křivka se během srpna posunula po celé své délce vzhůru. Centrální banka se tam nevymezila tak dramaticky proti dalšímu utahování jako ta česká, což umožnilo růst krátkého konce (+40 b.b. na 7,20%). Na dlouhém konci dominoval samozřejmě efekt zahraničí, který se projevil v růstu desetiletých výnosů o 60 b.b. na 6,15%.

Ukrajinské dluhopisy

V průběhu srpna byly formálně schváleny podmínky restrukturalizace cizoměnových ukrajinských státních dluhopisů - pozastavení kupónových plateb z ukrajinských státních dluhopisů (resp. jejich nepřetržitě načítání po další 2 roky a následně případná kapitalizace, tedy připsání kupónových plateb ve formě nových kusů dluhopisů) a dvouletému prodloužení splatnosti. Cílem je snížení tlaku na cash flow ze státního rozpočtu a získání času. Ukrajinská vláda se snaží včas řešit tlak na výdajovou stránku rozpočtu po dobu probíhající války, a proto zahájila otevřenou komunikaci s dluhopisovými věřiteli.

Firemní dluhopisy

Shora popsany vývoj na trhu vládních dluhopisů, jmenovitě znovuobnovený růst bezrizikových výnosů v očekávání dalšího utahování měnových politik, se odrážel i na trhu dluhopisů korporátních. Tzv. total return index (TRI) v případě korporátních dluhopisů spekulativního stupně denominovaných v EUR oproti konci července poklesl o 0,8%, u dolarových dokonce o 3,4%. V případě investičního stupně byl vývoj podobný – na dolarových instrumentech poklesl o 3,8%, na instrumentech denominovaných v euru pak sotva zanedbatelný růst o 0,1%. Kreditní premie u investičních dluhopisů denominovaných v EUR po výrazném červencovém poklesu v srpnu vzrostly, a to jak u spekulativních (+12%), tak u investičních instrumentů (+19%).

□ AKCIE

Globální trhy

Vyspělým akciovým trhům se začátkem srpna dařilo, když trhy pokračovaly v pozitivním nastavení z průběhu července. Koncem srpna, po zasedání centrálních bankéřů v Jackson Hole a vystoupení guvernéra FEDu J. Powella ohledně nutnosti výraznějšího zvýšení úrokových sazeb k normalizaci úrokových sazeb, došlo k obratu. Akciový index S&P 500 tak v měsíci srpnu ztratil 4,2 %. Očekávání vyšších úrokových sazeb po delší dobu vedlo k výrazné korekci na technologickém, zdravotnickém a nemovitostním sektoru, naopak dařilo se sektoru energetickému, těžícího z rostoucí poptávky a omezení dodávek z Ruska. Evropské akcie také klesaly. Důvodem byly obavy z vysoké inflace, nyní tažené především energiemi. Stejně jako v US se nedařilo evropským sektorům technologií, zdravotnictví a nemovitostí. Výsledková sezóna za druhé čtvrtletí vyzněla nad očekávání analytiků, avšak došlo k negativním revizím budoucího hospodaření společností. Americký index S&P 500 meziměsíčně klesl o 4,2 %, region vyspělé Evropy o 5,3 % (index DJ STOXX 600).

MSCI World Index



Střední Evropa následovala dění na vyspělých trzích. Pokračující inflační tlaky, riziko přerušení dodávek plynu a ropy z Ruska a slábnoucí spotřebitel vedly k propadům místních akciových trhů. Lépe se dařilo dobře kapitalizovaným bankám, které nyní navíc těží z vysokých úrokových sazeb a prozatím nízkých oprávek k nesplaceným úvěrům. Výrazně ztrácely především Utility a polské energetické společnosti PKN Orlen nebo PiGNIG u nichž hrozí zavedení (nebo již proběhlo) sektorových daní nebo stropu na ceny elektřiny, plynu nebo paliv. Na pražskou burzu, segment START, vstoupila nová emise BezvaVlasy. Jedná se o e-commerce zabývající se prodejem vlasové kosmetiky. Český index PX v srpnu klesl o 4,8 %, polský index WIG30 ztratil 10,7 % a rumunský index BET -3,2 %.

Akcie na rozvíjejících se trzích dokázaly v srpnu výrazně překonat výkonnost rozvinutých trhů. Na tom nic nezměnily ani výrazné poklesy ke konci měsíce, které byly vyvolány jestřábím Fedem a zvýšenými obavami z globální recese. Souhrnný index MSCI Emerging Markets USD skončil meziměsíčně lehce nad nulou (+3bps). Asijské trhy neměly jednoznačný směr. Nedařilo se opět čínským akciím. Zveřejněná čínská makroekonomická data byla opět za očekáváním, nadto investory nadále straší hrozba dalších lockdownů. Sentiment nezlomila ani další oznámená vládní opatření zaměřená na podporu ekonomiky. Naopak například indické a korejské akcie připisovaly zisky. Nejvíce se dařilo tureckým akciím, které dosáhly dvouciferného zhodnocení navzdory překvapivému snížení úrokových sazeb. Brazílské akcie také zaznamenaly rovněž výborný měsíc. Tamní ekonomice se daří překvapivě dobře, těží nadále z vysokých cen komodit, klesající nezaměstnanosti a odpovědné měnové politiky.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolio v tomto měsíci poklesla o 1,49 %. Zpočátku měsíce trhy zamířily vzhůru díky zpomalující inflaci v USA a naději, že cyklus zvyšování úrokových sazeb se blíží ke konci. Tuto naději však vystřídal pesimismus po zasedání v Jackson Hole, kde guvernér FEDu Powell uvedl, že zvyšování úrokových sazeb a boj proti inflaci rozhodně není u konce. Toto vyjádření smetlo především vyspělé trhy do červených čísel. Nejhůře dopadly evropské trhy, kde se k jestřábím vyjádřením centrálních bank přidává ještě energetická krize. Záporné výkonnosti se nevyhnuly ani americké trhy. Rozvíjejícím se trhů se vedlo lépe, přičemž nejlepších výsledků dosáhlo Turecko po dalším snížení úrokových sazeb, dařilo se také Latinské Americe. Čína pokračovala v propadu, zde panují obavy z dalších lockdownů a nejistota ohledně zdraví realitního sektoru.

V průběhu srpna jsme snížili zastoupení akcií v portfoliu a vybrali tak zisky z červencového růstu. Očekáváme snížení zisků společností vlivem rostoucích úrokových sazeb a nižší kupní síly domácností.

Vůči euru koruna v srpnu posílila, i nadále ji na silných úrovních udržují intervence ČNB. Oproti dolaru, který je v turbulentních dobách investory chápán jako bezpečný přístav však oslabil. Na evropských aktivech tedy zajištění působilo pozitivně, na dolarových negativně.

| 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 | 4,04% |
| Conseq Invest Konzervativní A | Středoevropský region | CZK | 0,59% | 0,59% | 4,32% |
| Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia | | | | | 4,18% |
| Conseq Invest Dluhopisový B | Středoevropský region | CZK | 0,40% | 0,40% | 2,50% |
| Conseq korporátních dluhopisů A | Středoevropský region | CZK | 0,80% | 0,80% | 1,67% |
| Dluhopisové fondy - ostatní | | | | | 3,12% |
| Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A | Globální rozvíjející se trhy | CZK | 1,63% | 1,63% | 1,42% |
| Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A | Globální rozvíjející se trhy | CZK | -0,82% | -0,82% | 1,21% |
| BGF Asian High Yield Bond I2 | Asie (bez Japonska) | USD | 2,55% | 4,22% | 0,49% |
| Fondy alternativních investic | | | | | 4,49% |
| Conseq realitní | Česká republika | CZK | n/a | n/a | 4,49% |
| Aktiové fondy | | | | | 81,90% |
| Conseq Invest Akcie Nové Evropy B | Středoevropský region | CZK | -3,77% | -3,77% | 11,43% |
| FF - Latin America Fund I | Latinská Amerika | USD | 6,49% | 8,22% | 4,02% |
| FF - Emerging Asia Fund I | Asie (bez Japonska) | USD | 0,00% | 1,63% | 3,62% |
| BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I | Asie (bez Japonska) | EUR | 1,46% | 1,19% | 3,57% |
| Templeton Asian Growth Fund I | Asie (bez Japonska) | USD | -1,11% | 0,50% | 3,57% |
| FF - America Fund I | Spojené Státy | USD | -1,24% | 0,37% | 3,55% |
| Franklin Mutual U.S. Value Fund I | Spojené Státy | USD | -2,40% | -0,81% | 3,48% |
| BGF World Mining I2 | Globální | USD | 0,54% | 2,18% | 3,32% |
| Franklin Gold and Precious Metals Fund I | Globální | USD | -8,39% | -6,90% | 3,26% |
| NN (L) European Equity I | Evropa | EUR | -5,05% | -5,30% | 2,60% |
| Templeton Asian Smaller Companies Fund I | Asie (bez Japonska) | USD | -0,56% | 1,06% | 2,57% |
| BNP Paribas Europe Equity I | Evropa | EUR | -5,49% | -5,74% | 2,54% |
| BNP Paribas US Small Cap I | Spojené Státy | USD | -0,32% | 1,30% | 2,51% |
| BNP Paribas Europe Small Cap I | Evropa | EUR | -6,61% | -6,86% | 2,50% |
| BGF European Equity Income Fund I2 | Evropa | EUR | -4,01% | -4,26% | 2,44% |
| Franklin Mutual European Fund I | Evropa | EUR | -4,46% | -4,71% | 2,43% |
| CS (Lux) Equity Canada QB | Severní Amerika | USD | -4,07% | -2,51% | 2,37% |
| LOYS Aktien Europa I | Evropa | EUR | -7,91% | -8,15% | 2,26% |
| LOYS Premium Dividende I dis | Evropa | EUR | -7,73% | -7,97% | 2,26% |
| BNP Paribas US Multi-Factor Equity I | Spojené Státy | USD | -3,81% | -2,24% | 2,17% |
| FF - Australian Diversified Equity Fund I | Austrálie | USD | -1,01% | 0,60% | 2,16% |
| BNP Paribas Japan Equity I | Japonsko | JPY | 1,27% | -0,62% | 1,80% |
| FF - Japan Growth Fund I | Japonsko | JPY | 3,03% | 1,11% | 1,77% |
| Schroder ISF Emerging Asia | Asie (bez Japonska) | USD | -2,31% | -0,72% | 1,73% |
| Allianz China A Opportunities PT10 | Čína | USD | -3,87% | -2,30% | 1,69% |
| Amundi Funds US Pioneer Fund I2 | Severní Amerika | USD | -5,94% | -4,41% | 1,54% |
| Allianz China A-Shares WT | Čína | USD | -4,94% | -3,39% | 1,51% |
| Templeton Frontier Markets Fund I | Ostatní rozvíjející se trhy | USD | 3,96% | 5,65% | 1,02% |
| Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I | Japonsko | JPY | 1,23% | -0,66% | 0,76% |
| Allianz Japan Equity WT (JPY) | Japonsko | JPY | 1,51% | -0,38% | 0,76% |
| HSBC GIF Turkey Equity I | Turecko | EUR | 28,93% | 28,59% | 0,68% |
| OSTATNÍ | | | | | -2,05% |

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci poklesla o 0,34 %. Zpočátku měsíce trhy zaměřily vzhůru díky zpomalující inflaci v USA a naději, že cyklus zvyšování úrokových sazeb se blíží ke konci. Tuto naději však vystřídal pesimismus po zasedání v Jackson Hole, kde guvernér FEDu Powell uvedl, že zvyšování úrokových sazeb a boj proti inflaci rozhodně není u konce. Toto vyjádření smetlo především vyspělé trhy do červených čísel. Nejhuře dopadly evropské trhy, kde se k jestřábím vyjádřením centrálních bank přidává ještě energetická krize. Záporné výkonnosti se nevyhnuly ani americké trhy. Rozvíjejícím se trhů se vedlo lépe, přičemž nejlepších výsledků dosáhlo Turecko po dalším snížení úrokových sazeb, dařilo se také Latinské Americe. Naopak Čína pokračovala i přes oznámení vládní podpory v propadu, zde panují obavy z dalších lockdownů a nejistota ohledně zdraví realitního sektoru.

Dluhopisová složka si připsala mírné zisky a tlumila tak pokles akciové složky.

V průběhu srpna jsme snížili zastoupení akcií v portfoliu a vybrali tak zisky z červencového růstu. Očekáváme snížení zisků společností vlivem rostoucích úrokových sazeb a nižší kupní síly domácností.

Oproti dolaru, který je v turbulentních dobách investory chápán jako bezpečný přístav koruna oslabila. Zajištění tedy působilo negativně.

| Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu | | MTD Výkonnost | | | Rozložení portfolia |
|--|------------------------------|---------------|-----------|------------------|---------------------|
| Název fondu | Teritoriální zaměření | Zákl. měna | v z. měně | v měně portfolia | |
| Krátkodobé investice | | | | | 20,00% |
| Peníze a peněžní ekvivalenty | | CZK | n/a | n/a | 3,20% |
| Conseq Invest Konzervativní A | Středoevropský region | CZK | 0,59% | 0,59% | 16,81% |
| Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia | | | | | 34,06% |
| Conseq Invest Dluhopisový B | Středoevropský region | CZK | 0,40% | 0,40% | 20,40% |
| Conseq korporátních dluhopisů A | Středoevropský region | CZK | 0,80% | 0,80% | 13,65% |
| Dluhopisové fondy - ostatní | | | | | 8,16% |
| Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A | Globální rozvíjející se trhy | CZK | 1,63% | 1,63% | 2,90% |
| Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A | Globální rozvíjející se trhy | CZK | -0,82% | -0,82% | 2,81% |
| PIMCO GIS Income Fund I | Globální | USD | -0,95% | 0,66% | 1,24% |
| BGF Asian High Yield Bond I2 | Asie (bez Japonska) | USD | 2,55% | 4,22% | 1,22% |
| Fondy alternativních investic | | | | | 4,29% |
| Conseq realitní | Česká republika | CZK | n/a | n/a | 4,29% |
| Akciové fondy | | | | | 34,54% |
| Conseq Invest Akcie Nové Evropy B | Středoevropský region | CZK | -3,77% | -3,77% | 4,77% |
| FF - Latin America Fund I | Latinská Amerika | USD | 6,49% | 8,22% | 1,68% |
| FF - Emerging Asia Fund I | Asie (bez Japonska) | USD | 0,00% | 1,63% | 1,53% |
| BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I | Asie (bez Japonska) | EUR | 1,46% | 1,19% | 1,52% |
| FF - America Fund I | Spojené Státy | USD | -1,24% | 0,37% | 1,52% |
| Templeton Asian Growth Fund I | Asie (bez Japonska) | USD | -1,11% | 0,50% | 1,51% |
| Franklin Mutual U.S. Value Fund I | Spojené Státy | USD | -2,40% | -0,81% | 1,49% |
| BGF World Mining I2 | Globální | USD | 0,54% | 2,18% | 1,41% |
| Franklin Gold and Precious Metals Fund I | Globální | USD | -8,39% | -6,90% | 1,36% |
| NN (L) European Equity I | Evropa | EUR | -5,05% | -5,30% | 1,09% |
| BNP Paribas Europe Equity I | Evropa | EUR | -5,49% | -5,74% | 1,09% |
| Templeton Asian Smaller Companies Fund I | Asie (bez Japonska) | USD | -0,56% | 1,06% | 1,08% |
| BNP Paribas Europe Small Cap I | Evropa | EUR | -6,61% | -6,86% | 1,08% |
| BNP Paribas US Small Cap I | Spojené Státy | USD | -0,32% | 1,30% | 1,05% |
| BGF European Equity Income Fund I2 | Evropa | EUR | -4,01% | -4,26% | 1,03% |
| Franklin Mutual European Fund I | Evropa | EUR | -4,46% | -4,71% | 1,02% |
| CS (Lux) Equity Canada QB | Severní Amerika | USD | -4,07% | -2,51% | 1,00% |
| LOYS Aktien Europa I | Evropa | EUR | -7,91% | -8,15% | 0,97% |
| LOYS Premium Dividende I dis | Evropa | EUR | -7,73% | -7,97% | 0,95% |
| BNP Paribas US Multi-Factor Equity I | Spojené Státy | USD | -3,81% | -2,24% | 0,92% |
| FF - Australian Diversified Equity Fund I | Austrálie | USD | -1,01% | 0,60% | 0,91% |
| Allianz China A-Shares WT | Čína | USD | -4,94% | -3,39% | 0,88% |
| BNP Paribas Japan Equity I | Japonsko | JPY | 1,27% | -0,62% | 0,76% |
| FF - Japan Growth Fund I | Japonsko | JPY | 3,03% | 1,11% | 0,74% |
| Schroder ISF Emerging Asia | Asie (bez Japonska) | USD | -2,31% | -0,72% | 0,73% |
| Amundi Funds US Pioneer Fund I2 | Severní Amerika | USD | -5,94% | -4,41% | 0,65% |
| Allianz China A Opportunities PT10 | Čína | USD | -3,87% | -2,30% | 0,45% |
| Templeton Frontier Markets Fund I | Ostatní rozvíjející se trhy | USD | 3,96% | 5,65% | 0,43% |
| Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I | Japonsko | JPY | 1,23% | -0,66% | 0,32% |
| Allianz Japan Equity WT (JPY) | Japonsko | JPY | 1,51% | -0,38% | 0,32% |
| HSBC GIF Turkey Equity I | Turecko | EUR | 28,93% | 28,59% | 0,28% |
| OSTATNÍ | | | | | -1,06% |

Konzervativní portfolio

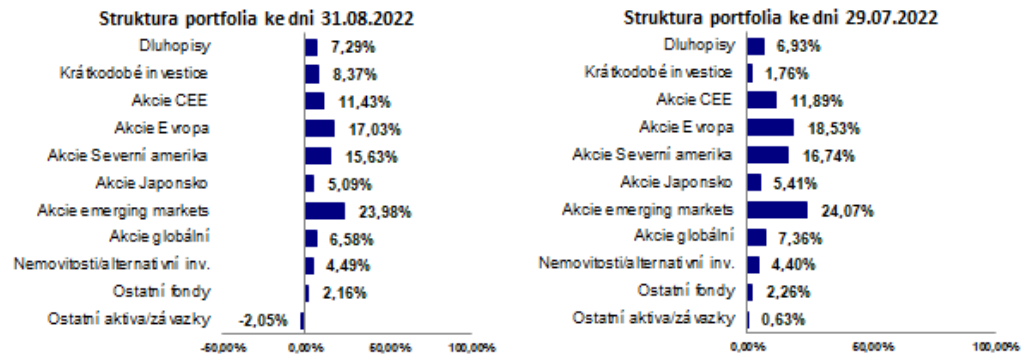
Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,54 %. Dluhopisové trhy taktéž ovlivnilo zasedání v Jackson Hole, po jestřábích vyjádřeních šéfa FEDu se výnosy amerických dluhopisů posunuly výše na všech splatnostech. Výnosy v Evropě také zamířily vzhůru, neboť i ECB se jasně postavila za další utahování monetární politiky. ČNB se na srpnovém rozhodla ponechat sazby na stávající úrovni, což vyústilo v pokles výnosů na krátkém konci křivky, na dlouhém konci se však výnosy dostaly naopak výše. V našem portfoliu se dařilo zejména fondu vysoce úročených dluhopisů a dluhopisům střední Evropy.

V průběhu srpna jsme snížili zastoupení akcií v portfoliu a vybrali tak zisky z červencového růstu. Očekáváme snížení zisků společností vlivem rostoucích úrokových sazeb a nižší kupní síly domácností.

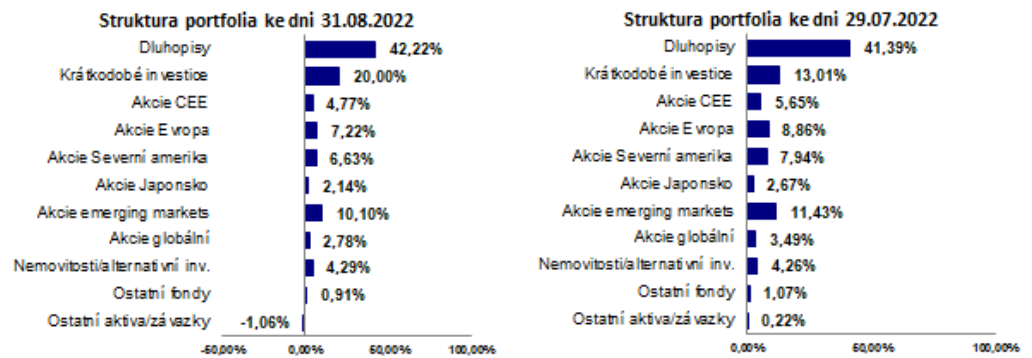
Žádná z cizoměnových pozic nepřesáhla hranici 1,5 mil. Kč, od které zajišťujeme měnové riziko.

| Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu | | MTD Výkonnost | | | |
|--|------------------------------|---------------|-----------|------------------|---------------------|
| Název fondu | Teritoriální zaměření | Zákl. měna | v z. měně | v měně portfolia | Rozložení portfolia |
| Krátkodobé investice | | | | | 30,91% |
| Peníze a peněžní ekvivalenty | | CZK | n/a | n/a | 2,53% |
| Conseq Invest Konzervativní A | Středoevropský region | CZK | 0,59% | 0,59% | 28,38% |
| Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia | | | | | 53,62% |
| Conseq Invest Dluhopisový B | Středoevropský region | CZK | 0,40% | 0,40% | 32,10% |
| Conseq korporátních dluhopisů A | Středoevropský region | CZK | 0,80% | 0,80% | 21,52% |
| Dluhopisové fondy - ostatní | | | | | 7,59% |
| Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A | Globální rozvíjející se trhy | CZK | 1,63% | 1,63% | 2,68% |
| Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A | Globální rozvíjející se trhy | CZK | -0,82% | -0,82% | 2,57% |
| BGF Asian High Yield Bond I2 | Asie (bez Japonska) | USD | 2,55% | 4,22% | 1,19% |
| PIMCO GIS Income Fund I | Globální | USD | -0,95% | 0,66% | 1,16% |
| Fondy alternativních investic | | | | | 4,23% |
| Conseq realitní | Česká republika | CZK | n/a | n/a | 4,23% |
| Akciové fondy | | | | | 3,71% |
| NN (L) Emerging Markets High Dividend I | Globální rozvíjející se trhy | USD | 1,08% | 2,73% | 1,07% |
| Conseq Invest Akcie Nové Evropy B | Středoevropský region | CZK | -3,77% | -3,77% | 0,50% |
| Franklin Mutual European Fund I | Evropa | EUR | -4,46% | -4,71% | 0,39% |
| BNP Paribas Europe Equity I | Evropa | EUR | -5,49% | -5,74% | 0,39% |
| FF - America Fund I | Spojené Státy | USD | -1,24% | 0,37% | 0,30% |
| Franklin Mutual U.S. Value Fund I | Spojené Státy | USD | -2,40% | -0,81% | 0,29% |
| NN (L) Japan Equity I | Japonsko | JPY | 1,75% | -0,15% | 0,23% |
| BGF World Mining I2 | Globální | USD | 0,54% | 2,18% | 0,15% |
| Franklin Gold and Precious Metals Fund I | Globální | USD | -8,39% | -6,90% | 0,15% |
| FF - Australian Diversified Equity Fund I | Austrálie | USD | -1,01% | 0,60% | 0,14% |
| BNP Paribas US Small Cap I | Spojené Státy | USD | -0,32% | 1,30% | 0,10% |
| OSTATNÍ | | | | | -0,07% |

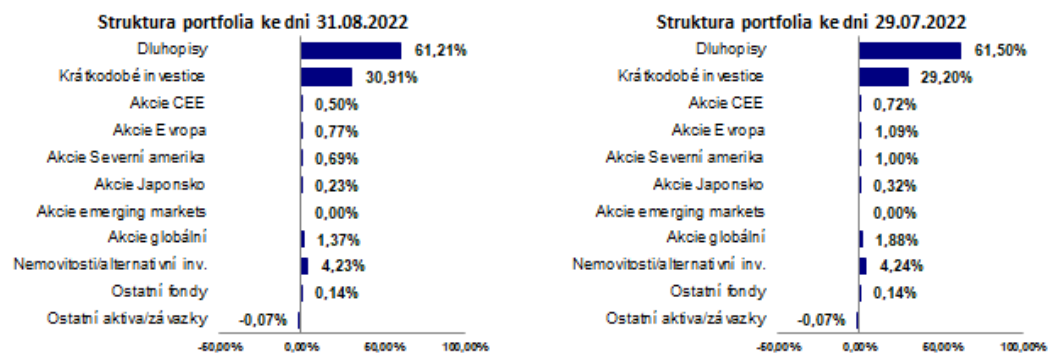
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Co se týče výhledů domácího obligačního trhu, vnímáme nadále převahu faktorů či rizik tlačících na ještě pokračující, byť již pravděpodobně ne tak dramatický, růst českých dluhopisových výnosů, a to primárně v segmentu delších splatností.

Zaprvé je zde extrémní emisní aktivita vlády. V červnu představená rozpočtová strategie ČR plánuje na další roky deficity přesahující 300 mld. korun ročně a je možné, že to bude kvůli neadresnému charakteru pomoci (s energiemi atd.) ještě více. O nabídku dluhopisů se tak trh bát nemusí a lze očekávat, i s ohledem na dlouhodobou strategii Ministerstva financí, převahu nových emisí delších splatností. S pokračujícím zadlužováním samozřejmě roste i kreditní riziko.

Zadruhé, Česká republika je nechvalným „premiátem“ EU v jádrové inflaci. I když se Bankovní rada v srpnu rozhodla pro stabilitu sazeb (a i kní se dostala poměrně nestandardními manipulacemi s modelem), domníváme se, že realita velmi vysoké inflace, napjatého trhu práce, obrovských strukturálních deficitů a růstu mezd daleko přesahujícího růst produktivity práce nakonec zvítězí a sazby ještě zamíří nahoru.

Zatřetí, poptávkové tlaky jsou vysoké i v zahraničí a FED i Eurozóna utahují měnovou politiku. Je sice možné, že velké centrální banky pojedou v módu stop/go, ale trend k výrazně přísnější politice přetrvává. To bude pro regionální měny negativní; ze slabosti jejich měn totiž pak plyne dodatečný tlak na centrální banky a jejich sazby.

Technickým faktorem proti růstu domácích sazeb je domácí bankovní sektor nacházející se ve výrazném přebytku likvidity (a tudíž schopen absorbovat i výrazně velké nové emise dluhopisů bez větších problémů). Dalším, fundamentálním, důvodem by následně mohla být hlubší a trvalejší ekonomická recese (minimálně v Evropě), která by pomohla zchladit současné silné (a zabydlující se) inflační tlaky. To ale v tuto chvíli nevnímáme jako pravděpodobný bezprostřední scénář. Proto se nadále domníváme, že české dluhopisy zejména delších splatností budou ještě dále výnosově růst a že jejich cenové dno jsme prozatím neviděli.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

I polské dluhopisy mají ještě potenciál k dalšímu růstu výnosů, byť v jejich případě se domníváme, že výnosově atraktivní úrovně jsou již nadohled. Inflace je však prozatím velmi vysoko, zlotý zůstává slabý, polská vláda svými anti-inflačními balíčky prohlubuje deficit (a tudíž zvyšuje nabídku dluhopisů). Výnosová křivka by se proto měla v dalších měsících přiblížit k červnovým maximům, kde již bude dle našeho názoru atraktivní pro postupné budování pozic v dluhopisech středních a delších splatností.

Pokračování války se pro ukrajinskou ekonomiku stává stále více vyčerpávající. Frontová linie se v uplynulých dvou měsících výrazněji neposunula a celý konflikt se dostává do zamrzlé fáze. V posledních týdnech nicméně zesílila distribuce finančních prostředků pro ukrajinskou vládu a dochází k plnému zapojení materiální podpory. Ta pomáhá ukrajinské armádě postupně budovat strategickou převahu a umožňuje pozvolné přípravy na protiútok. Zejména ničení muničních skladů a zásobovací infrastruktury zastavilo jakýkoliv postup ruské armády a snížilo intenzitu útoků, přičemž ruská aktivita se soustředí vesměs na udržení pozic a budování obrany. Západ je nadále silně zaměstnán dopady energetické krize, vyplývající ze snížených či přerušovaných dodávek plynu, což narušuje soustředění na bezproblémové a rychlé uskutečnění podpory. S blížící se zimou energetická nouze ještě zesílí, což bude živit populistické strany, erodovat politickou soudržnost Evropy a nahrávat snaze Ruska o vyřešení situace a vylepšovat jeho vyjednávací pozici.

Měny

U kurzu **eura proti dolaru** se domníváme, že se Evropě podaří současnou energetickou krizi zvládnout (asi za cenu regulace, ale jinak to nejde), že ECB bude muset být v utahování v budoucnu agresivnější než Fed a že očekávání toho, kam se sazby dostanou, budou růst u ECB rychleji než u Fedu. Protože je to právě (očekávané) relativní nastavení měnových politik, které nejvíce v minulosti hýbalo kurzem, myslíme si, že do konce roku dojde k návratu kurzu nejméně nad 1,05.

Poté, co ČNB v posledních měsících **koruně** za cenu mnoha miliard EUR bránila oslabit, se trh na nějakou dobu od spekulantů sázejících na oslabení koruny pročistil. I tak si však myslíme, že pro letošek má koruna svá maxima (z ledna: 24,20) již za sebou. Čekáme, že růst sazeb v USA a v Eurozóně bude pokračovat a že naopak Bankovní rada ČNB bude nějakou chvíli otálet s dalším utažením měnové politiky, i když bude zřejmé, že je potřeba. Proto očekáváme, že koruna letos již neposílí a spíše ze stávajících hodnot zamíří postupně k 25. Ostatně, pohled na forint nebo zlotý indikuje, že nad 25 a spíše u 25,50 by koruna již dnes byla, kdyby jí nedávno v cestě nestála ČNB; v obou zemích jsou přítom sazby podobné či vyšší než v ČR.

Polský zlotý je v horší situaci než česká koruna – za války, která je Polsku mnohem blíží než třeba ČR, bude silnější úroveň jenom vyhlížet, ve výraznější oslabování mu budou bránit pouze selektivní zásahy NBP. Až v případě míru a znovuoživení tržní důvěry v cenovou stabilitu (tj., až když se začne zlepšovat inflační výhled) vidíme prostor k tomu, aby svou roli sehrál úrokový diferencál a aby zlotý posílil. Vzhledem k dalšímu očekávanému nárůstu eurových sazeb / výnosů tak letos nevidíme prostor pro výraznější posílení, než je ke 4,60, s mnohem vyšší pravděpodobností však zůstane zlotý ještě slabší.

Maďarský forint je sice nyní měna s daleko nejvyšším úročením, ale blízkost Orbánova režimu Rusku na pozadí ruské agrese na Ukrajině budou pro forint i nadále negativní. I v případě uklidnění čekáme v nejlepším návrat mezi 360 a 380 forintů za euro. V situaci pokračujících rozepří s EU zůstane forint ještě slabší, tj. v nejlepším mezi 390 a 400 forinty za euro, spíše pak na horní straně tohoto pásma.

Globální akciové trhy

Akciové trhy na současných úrovních zaceňují mnohá očekávaná rizika. Dále bude záležet na tom, kdy dojde k ukončení bojů a uklidnění situace na Ukrajině. Dopady na ekonomické vazby mezi Evropou, Ukrajinou a Ruskem budou značné, což poskytne příležitosti pro mnohé společnosti. Klesající kupní síla domácností, očekávané zpomalení/poklesy ekonomik, vyšší úrokové sazby a nadále zpřetrhané dodavatelské řetězce povedou krátkodobě k poklesu zisků jednotlivých společností. Razance ekonomického zpomalení a dopad na ziskovost společností je velice těžko v tuto dobu odhadnutelná, avšak výrazná část tohoto scénáře je již, po propadech dluhopisů a akcií, zaceněna. I tentokrát věříme, že po slabším období nakonec vyjdou ekonomiky, domácnosti i akciové trhy z dlouhodobého hlediska silnější a zdravější než tomu bylo před krizí. V budoucích měsících očekáváme korekci cen plynu i elektřiny. K poklesu cen elektřiny povede ukončení oprav některých francouzských jaderných elektráren, splavnost Rýna, lepší vodní situace u norských a rumunských vodních elektráren nebo zkrátka více větru, kterého bylo v srpnu málo. Ceny plynu vyklesají z extrémně vysokých úrovní z důvodu „naplněnosti“ zásobníků s plynem v EU, pokračujících dalších dodávek plynu ze zemí mimo Rusko, dostavění dvou LNG terminálů v Německu do konce roku a hlavně propad spotřeby plynu ze strany domácností a firem. To by mohlo přispět k uklidnění nyní volatilní a nejisté situace.

Mnoho akcií spadlo bezdůvodně pod své vnitřní hodnoty a tak preferujeme aktivní výběr akcií před pasivním zainvestováním. Domácnosti si v průběhu dvou let vytvořily solidní úspory, ty se však budou v následujících měsících zmenšovat na úkor rostoucích cen komodit, energií, potravin a jiného zboží. Dopady do jednotlivých ekonomik a společností budou individuální. Lépe by si tak mohla vést, od Evropy, vzdálenější americká ekonomika. Evropa naopak může ve střednědobém horizontu získat ze stahování výroby z „rizikovějších“ regionů, přičemž zároveň bude docházet k novým potřebným investicím v mnoha sektorech. Z toho bude těžit také region střední Evropy, který je stále co se týká výrobní nákladů levným regionem.

Anne-Françoise Blüher

Adam Šperl

Lukáš Masák

Portfolio managers