

PROFI INVEST, JUNIOR INVEST, TOP INVEST

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC
SRPEN 2022

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	1
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

□ DLUHOPISY – USA, EMU

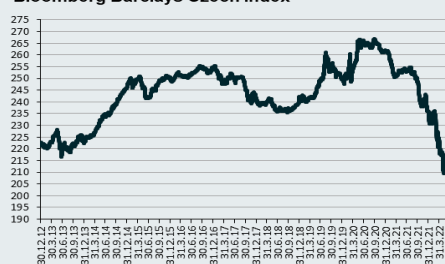
Na obou březích Atlantiku došlo po červenci plným obav, že utahování měnové politiky centrálních bank vyvolá recesi, která inflaci stlačí k jejich cíli, a že tedy sazby rychle opět zamíří dolů, v srpnu k opětovnému nárůstu výnosů. Tomu napomohla zejména jednoznačná vyjádření vedení amerického Fedu, že 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.

Bloomberg Barclays Czech Index



□ 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

Firemní dluhopisy

vláda se snaží včas řešit tlak na výdajovou stránku rozpočtu po dobu probíhající války, a proto zahájila otevřenou komunikaci s dluhopisovými věřiteli.

Shora popsany vývoj na trhu vládních dluhopisů, jmenovitě znovuobnovený růst bezrizikových výnosů v očekávání dalšího utahování měnových politik, se odrazil 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 zatelný růst o 0,1%. Kreditní prémie 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. 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 opravek 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 PROFI INVEST

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci poklesla o 1,46 %. 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. Nejhůře dopadly evropské trhy, kde se k ještě většímu vyjádření centrálních bank přidává ještě energetická krize. Záporné výkonnosti se nevyhnuly ani americké trhy. Rozvíjejícím se trhům se vedlo lépe, přičemž nejlepšími výsledky 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 reálného 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 oslabila. 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. měna	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					11,01%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK			10,82%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,59%	0,59%	0,19%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					4,02%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,40%	0,40%	2,41%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,80%	0,80%	1,61%
Dluhopisové fondy - ostatní					3,01%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,63%	1,63%	1,37%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,82%	-0,82%	1,17%
BGF Asian High Yield Bond I2	Asie (bez Japonska)	USD	2,55%	4,22%	0,47%
Fondy alternativních investic					4,74%
Conseq realitní	Česká republika	CZK			4,74%
Akciové fondy					79,25%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-3,77%	-3,77%	11,15%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	6,49%	8,22%	3,77%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	1,46%	1,19%	3,49%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,00%	1,63%	3,46%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,11%	0,50%	3,45%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-2,40%	-0,81%	3,42%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-1,24%	0,37%	3,42%
BGF World Mining I2	Globální	USD	0,54%	2,18%	3,16%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-8,39%	-6,90%	3,12%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-6,61%	-6,86%	2,54%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-5,49%	-5,74%	2,54%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	-5,05%	-5,30%	2,52%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,56%	1,06%	2,46%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-0,32%	1,30%	2,43%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-4,46%	-4,71%	2,36%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-4,01%	-4,26%	2,34%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-7,73%	-7,97%	2,25%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-7,91%	-8,15%	2,25%
CS (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-4,07%	-2,51%	2,24%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-3,81%	-2,24%	2,10%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-1,01%	0,60%	2,03%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-3,87%	-2,30%	1,76%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	3,03%	1,11%	1,72%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	1,27%	-0,62%	1,72%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-2,31%	-0,72%	1,67%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-5,94%	-4,41%	1,50%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-4,94%	-3,39%	1,32%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	3,96%	5,65%	0,96%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	1,51%	-0,38%	0,74%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	1,23%	-0,66%	0,73%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	28,93%	28,59%	0,62%
OSTATNÍ					-2,04%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci poklesla o 0,22 %. 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 trhům se vedlo lépe, přičemž nejlepšími výsledky 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 reálného 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.

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 oslabila. Na eurových 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					21,89%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	9,49%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,59%	0,59%	12,40%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					33,19%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,40%	0,40%	19,89%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,80%	0,80%	13,29%
Dluhopisové fondy - ostatní					7,82%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,63%	1,63%	3,57%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,82%	-0,82%	3,08%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-0,95%	0,66%	1,17%
Fondy alternativních investic					4,59%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,59%
Akciové fondy					33,53%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-3,77%	-3,77%	4,76%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	6,49%	8,22%	1,61%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	1,46%	1,19%	1,48%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,00%	1,63%	1,47%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,11%	0,50%	1,47%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-2,40%	-0,81%	1,46%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-1,24%	0,37%	1,46%
BGF World Mining I2	Globální	USD	0,54%	2,18%	1,19%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-8,39%	-6,90%	1,18%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-6,61%	-6,86%	1,08%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-5,49%	-5,74%	1,08%
NN (L) European Equity I	Evropa	EUR	-5,05%	-5,30%	1,07%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,56%	1,06%	1,05%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-0,32%	1,30%	1,03%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-4,01%	-4,26%	1,01%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-4,46%	-4,71%	1,01%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-7,73%	-7,97%	0,96%
CS (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-4,07%	-2,51%	0,96%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-7,91%	-8,15%	0,95%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-3,81%	-2,24%	0,91%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-1,01%	0,60%	0,87%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-3,87%	-2,30%	0,78%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	1,27%	-0,62%	0,74%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	3,03%	1,11%	0,73%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-2,31%	-0,72%	0,72%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-5,94%	-4,41%	0,64%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-4,94%	-3,39%	0,53%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	3,96%	5,65%	0,41%
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%	0,27%
OSTATNÍ					-1,02%

Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,42 %. 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.

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 oslabila. Na eurových 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					31,57%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	7,42%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,59%	0,59%	24,15%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					53,15%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,40%	0,40%	31,82%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,80%	0,80%	21,33%
Dluhopisové fondy - ostatní					7,38%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,63%	1,63%	3,37%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,82%	-0,82%	2,89%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-0,95%	0,66%	1,13%
Fondy alternativních investic					4,54%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	4,54%
Aktiové fondy					3,61%
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	1,08%	2,73%	1,05%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-3,77%	-3,77%	0,49%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-4,46%	-4,71%	0,38%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-5,49%	-5,74%	0,38%
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%	0,14%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-8,39%	-6,90%	0,14%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-0,32%	1,30%	0,11%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-1,01%	0,60%	0,09%
OSTATNÍ					-0,25%

Portfolio Nových ekonomik

Hodnota portfolia Nových ekonomik tento měsíc poklesla o 0,15 %. Rozvíjejícím se trhů se vedlo lépe než vyspělým, přičemž nejlepších výsledků dosáhlo Turecko po dalším snížení úrokových sazeb. Dařilo se také Latinské Americe, a to zejména díky Brazílii, která dále těží ze zvýšených cen komodit. Slušnou výkonností se může pochlubit také Indie. Naopak Čína pokračovala i přes oznámení vládní podpory v propadu, zde panují obavy z dalších lockdownů a nejistota ohledně zdraví realitního sektoru.

Dluhopisová složka působila na výkonnost portfolia negativně.

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 oslabila. Na eurových 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					13,35%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	10,36%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,59%	0,59%	2,99%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					4,99%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,80%	0,80%	4,99%
Dluhopisové fondy - ostatní					4,95%
Templeton Asian Bond Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,89%	-0,29%	1,51%
Templeton Emerging Markets Bond Fund I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-1,37%	0,24%	1,50%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,63%	1,63%	1,20%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,82%	-0,82%	0,73%
Fondy alternativních investic					3,53%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,53%
Akciové fondy					75,54%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-3,77%	-3,77%	12,42%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	-4,94%	-3,39%	7,86%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,56%	1,06%	6,12%
BNP Paribas India Equity I	Indie	USD	3,37%	5,05%	5,37%
NN (L) Greater China Equity I	Čína	USD	-2,98%	-1,40%	4,86%
Schroder ISF Latin American I	Latinská Amerika	USD	5,17%	6,88%	4,51%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	6,49%	8,22%	4,37%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	1,46%	1,19%	3,76%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,00%	1,63%	3,71%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,11%	0,50%	3,69%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-2,31%	-0,72%	3,09%
BGF World Mining I2	Globální	USD	0,54%	2,18%	2,96%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-8,39%	-6,90%	2,93%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	3,96%	5,65%	2,23%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-3,87%	-2,30%	2,21%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	28,93%	28,59%	1,44%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-5,49%	-5,74%	0,70%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-4,46%	-4,71%	0,70%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	1,75%	-0,15%	0,50%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-1,24%	0,37%	0,36%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-2,40%	-0,81%	0,34%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	n/a	n/a	0,28%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-0,32%	1,30%	0,26%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-6,61%	-6,86%	0,25%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-3,81%	-2,24%	0,23%
CS (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-4,07%	-2,51%	0,22%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-5,94%	-4,41%	0,17%
OSTATNÍ					-2,37%

□ DYNAMICKÉ PORTFOLIO



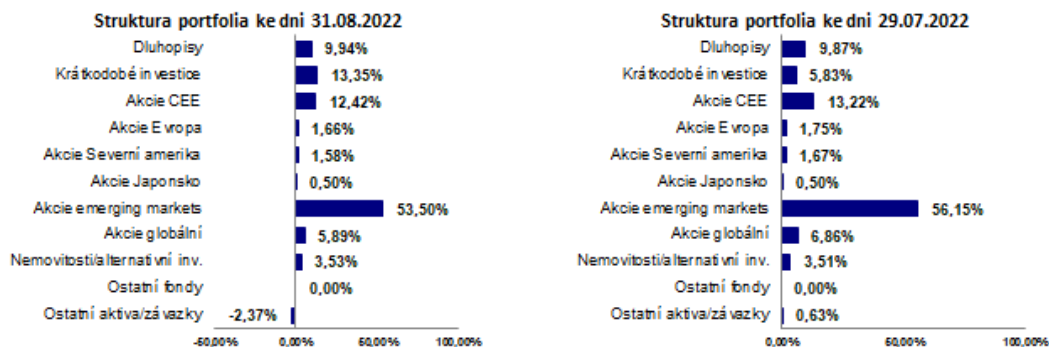
□ VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



□ KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PORTFOLIO NOVÝCH EKONOMIK



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.

Zprv je zde extrémní emisní aktivita vlády. V červnu představená rozpočtová strategie ČR plánuje na další roky deficitů přesahující 300 mld. korun ročně a je možné, že to bude kvůli neadresnému charakteru pomoci (s energiemi atd.) ještě více. O nabídce 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 „premiantem“ EU v jádrové inflaci. I když se Bankovní rada v srpnu rozhodla pro stabilitu sazeb (a i když 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 krizí 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 utážením 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 přitom sazby podobné či vyšší než v ČR.

Polský zlotý je v horší situaci než česká koruna – za války, která je Polsku mnohem blíže než třeba ČR, bude silnější úroveň jenom vyhlížet, ve výraznějších oslabování mu budou bránit pouze selektivní zásahy NBP. Až v případě míru a znovuobnovení tržní důvěry v cenovou stabilitu (tj., až když se začne zlepšovat inflační výhled) vidíme prostor k tomu, aby svou roli sehrál úrokový diferenciál 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, zacenená. 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

terminálu 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