

Ostrava, 19.10. 2023

**Czech Investment Services s.r.o.**

Tel: +420 597 578 393

**Kvartální report k 30.09. 2023****Moventum Plus Aktiv – Balancované portfolio Evropa – střešní fond****(LU0326454708)****Vážený kliente,**

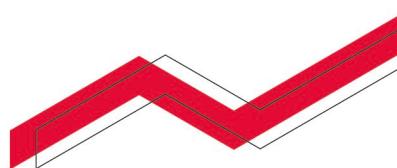
třetí čtvrtletí bylo charakterizováno dalším zvyšováním úrokových sazeb centrálními bankami. Nová mantra „vyšší déle“ způsobila růst výnosů státních dluhopisů, a tím i depresivní náladu akciových investorů. Vyšší úrokové sazby ovlivnily zejména růstové společnosti. Ve velkých částech světa v současnosti fouká vítr tváří v tvář výrobnímu sektoru. Protože se spotřebitelé během pandemie museli vzdát více služeb než zboží, mají nyní více zadržovanou poptávku po cestování, jídle v restauracích a dalších službách. Výsledkem je neobvyklý rozdíl mezi silnou poptávkou po službách a výraznou slabostí ve výrobě. Kromě toho mnoho společností využilo konce úzkých míst dodavatelského řetězce k vytvoření zásob vstupů a hotových výrobků. Tváří v tvář slábnoucí poptávce nyní opět snižují své zásoby. Zatím se tedy méně vyrábí, než prodává.

Na obou stranách Atlantiku se ekonomické podmínky liší. Navzdory energickému obratu Fedu na úrokových sazbách se americká ekonomika drží lépe, než se očekávalo. Přestože trh práce ztrácí na síle, ukazuje se jako odolný. Díky prudkému poklesu inflace roste i reálná kupní síla spotřebitelů. To podporuje náladu spotřebitelů utrácet. Mezitím trhy sázejí na hladké přistání americké ekonomiky. Naproti tomu v eurozóně se ekonomika vyvíjí jen pomalu. Pokles ekonomické aktivity zesílí, zejména v průmyslovém sektoru. Spotřebitelská důvěra a maloobchodní tržby také nenabírají na síle. Nejnovější údaje o podnikatelské důvěře alespoň naznačují stabilizaci. Zatím však nadále převládá stagflace a Německo jako největší ekonomika eurozóny se ukazuje jako brzda. Alespoň se zdá, že inflace se ubírá správným směrem. Jádrová inflace překvapivě prudce klesla na 4,5 %, ale to ještě nedává ECB volný průchod k provádění její úrokové politiky. V Číně nadále dominují přetravávající problémy na

**Investice bez zbytečných nákladů****Czech Investment Services s.r.o.**

client@cz-in.cz

www.cz-in.cz



trhu s nemovitostmi. Pokus o postupnou deflaci beznadějně předluženého sektoru se ukazuje obtížnější, než se čekalo. Zdá se však, že indexy maloobchodních tržeb a nákupních manažerů se v poslední době stabilizovaly na nízkých úrovních.

Evropská centrální banka během čtvrtletí zvýšila svou klíčovou úrokovou sazbu celkem o 50 bazických bodů na 4,5 %, a to navzdory slabé ekonomice. Na poslední tiskové konferenci zaznělo, že očekává, že bude od nynějška schopna držet úrokové sazby na konstantní úrovni po delší dobu. Americká centrální banka zvýšila v červenci svou klíčovou úrokovou sazbu o 25 bazických bodů a v srpnu Bank of England o 25 bazických bodů. Fed na svém zářijovém zasedání pozastavil další úpravu sazeb, ale naznačil, že sazby budou muset zůstat vyšší déle ve světle robustnější ekonomicke aktivity, než se očekávalo, a tvrdošíjně inflace. Ekonomicke údaje poukazovaly na mírné zpomalení trhu s bydlením v důsledku nárůstu nákladů na půjčky. Trhy práce na druhé straně zůstaly silné. S novými prognózami HDP Fedu se zvýšila pravděpodobnost dalšího zvýšení sazeb na začátku listopadu. Zdá se však, že i zde bylo postupně dosaženo vrcholu úrokové sazby.

V tomto prostředí všechna portfolia Moventum vykázala za čtvrtletí negativní výkonnost. Strana s pevným příjmem těžila ze své kratší doby trvání a expozice vůči strategiím blízkým peněžnímu trhu a také z alokace úvěrů. Na straně akcií těžila portfolia Moventum z vylepšené šířky trhu, což také podpořilo portfolia, která byla široce diverzifikovaná napříč sektory a investičními styly.

### **Vývoj Moventum Plus Aktiv – Balancované portfolio Evropa**

2023	6 měsíců	1 rok	3 roky	5 let
1,42	-0,66	5,68	0,00	-0,25

Údaje jsou v procentech, počítané dle metody BVI.

Výnosy z minulosti nejsou zárukou budoucích výnosů.

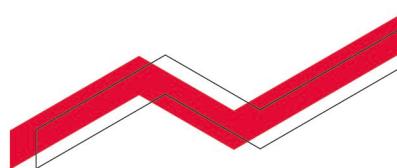
Zdroj: Moventum S.C.A.

### **Investice bez zbytečných nákladů**

**Czech Investment Services s.r.o.**

client@cz-in.cz

www.cz-in.cz



## Změny v alokaci aktiv

V **akciovém** segmentu provádíme následující změny ve vážení tříd aktiv. Vzhledem k chmurným vyhlídkám růstu, zejména v Evropě, bude váha dále snižována. Sníží se také váha na rozvíjejících se trzích, které trpí slabostí Číny. Na druhou stranu se zvýší expozice na japonském akciovém trhu. Tamní společnosti těží ze slabého jenu, mají příznivé valuace a centrální banka nadále nepodnikne žádné kroky ke zvýšení úrokových sazeb. Na stylové úrovni se zvyšuje expozice vůči „růstovému“ segmentu, např. prostřednictvím technologického a zdravotnického sektoru, který by měl těžit z poklesů úrokových sazeb na kapitálovém trhu, které očekáváme v souvislosti se síticím ekonomickým zpomalením.

Podobně zůstává nadváha v sektoru komunikačních služeb, zatímco spotřebitelský cyklický sektor zůstává vzhledem k napjatým spotřebitelským rozpočtům výrazně podvážený. Snížená expozice malým a středním společnostem v předchozím čtvrtletí a silnější zaměření na velké a velké společnosti zůstanou v recesním prostředí na místě.

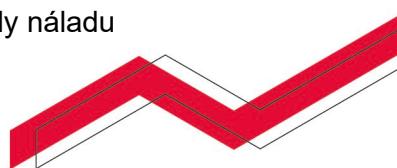
V sektoru **s pevným výnosem** provádíme následující změny ve třídě aktiv. Budou postupně pokračovat úpravy zahájené v předchozích čtvrtletích. Na jedné straně se dále zvýší úroková citlivost (durace) a na druhé straně se sníží expozice v úvěrovém segmentu ve prospěch bezpečných státních dluhopisů. Vzhledem k rostoucímu riziku recese a souvisejícímu možnému snížení úrokových sazeb dává další zvýšení durace směrem k úrovni benchmarku dokonalý smysl. Pokračující struktura inverzních úrokových sazeb a atraktivní úrovně výnosů na krátkém konci však také hovoří pro pokračující expozici této části výnosové křivky.

Proto jsou portfolia umisťována pomocí tzv. „barbell“ strategie. Vzhledem k tomu, že rizikové prémie podnikových dluhopisů, jak investičního stupně, tak vysokého výnosu, odražejí obtížné ekonomické prostředí pouze v omezené míře, snižujeme naši expozici a posilujeme váhu bezpečných státních dluhopisů.

## Změny ve výběru fondů

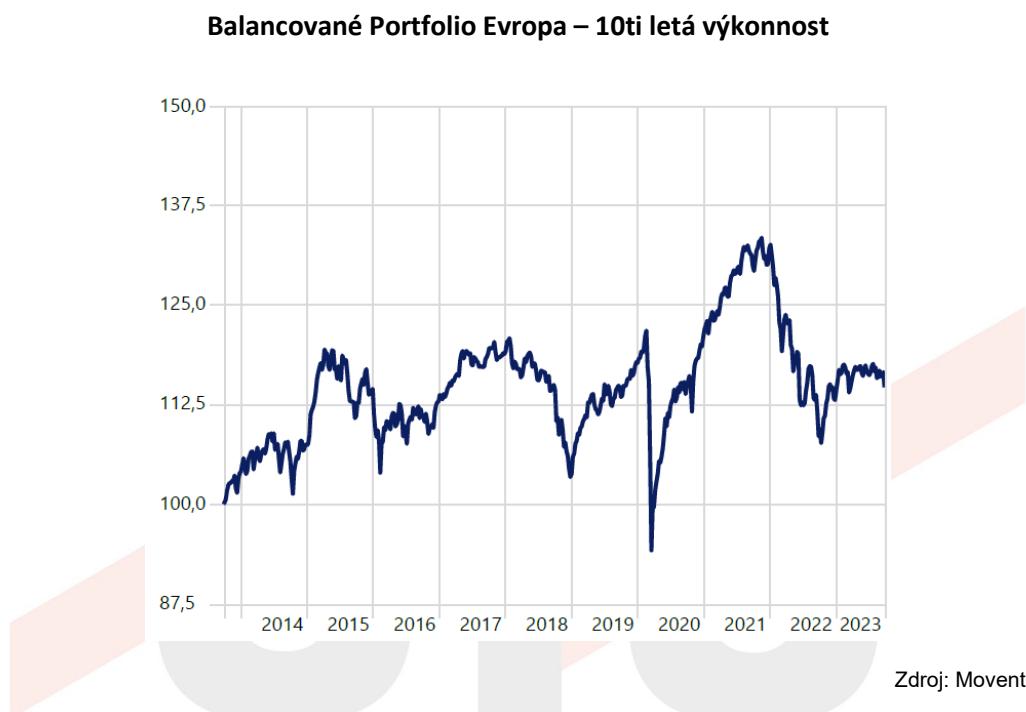
Pokračující zvyšování úrokových sazeb centrálními bankami a nová mantra „vyšší déle“ způsobily ve třetím čtvrtletí růst výnosů státních dluhopisů a negativně ovlivnily náladu

## Investice bez zbytečných nákladů



akciových investorů.

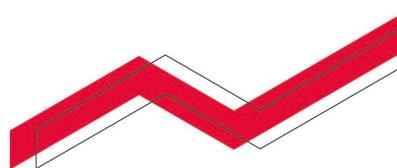
Zejména růstové společnosti trpí vyššími úrokovými sazbami. I když je recese ještě dlouhá, reálná ekonomika vykazuje stále více známek slabosti a je pravděpodobně jen otázkou času, kdy ekonomika sklouzne do „opravdové“ recese.



Na straně akcií v amerických fondech vyměníme **americké akcie Dodge&Cox za Franklin Templeton Hodnota ClearBridge**. Oba fondy jsou hodnotové strategie, ale produkt Franklin Templeton má nižší váhu ve finančním sektoru a jeho celkové sektorové umístění lépe odpovídá našemu současnemu pohledu na svět. Kromě toho management zaujímá pragmatický přístup ke své interpretaci „hodnoty“ a také nakupuje akcie v sektorech, které nejsou obvykle spojeny s „hodnotou“, pokud se objeví zajímavé investiční příležitosti.

Vyměňujeme také index-tracking **BNY Mellon Dynamic US Equity** za aktivně spravovaný **GQG Partners US Equity**. GQG Partners byla založena v roce 2016 Rajivem Jainem. Předtím byl řadu let CIO a vedoucím akcií společnosti Vontobel Asset Management v USA, kde dosahoval vynikajících výsledků v různých strategiích. Uplatňuje se přístup „růst kvality“, který neignoruje valuace a investuje také do „hodnotových“ sektorů v případě výrazného

## Investice bez zbytečných nákladů



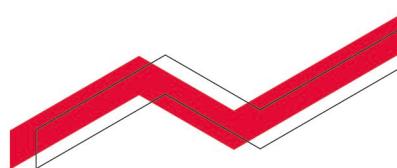
nadhodnocení (energie výstavby od poloviny roku 2021, snížení IT v roce 2022, IT přestavěno od března 2023). V současnosti jsou převáženy zejména sektory zdravotnictví a technologií. Pro udržení vyváženého poměru hodnoty a růstu je ve všech portfoliích zvýšena váha fondu defenzivní hodnoty **Heptagon Yacktman US Equity**. Aby bylo možné doladit expozici sektoru, **Amundi IS MSCI USA SRI PAB** bude navýšen v portfoliu Growth a **Comgest Growth America** v portfoliu Defensive.

**Váha jednotlivých tříd aktiv ve střešním fondu Moventum Plus Aktiv – Balancované portfolio Evropa**

Třída aktiv	Neutral	3. kvartál 2023	4. kvartál 2023	Změna
Akcie - Evropa Large Caps	36%	37,50%	37,50%	
Akcie - Evropa Small Caps	12%	12,50%	12,50%	
Akcie - Emerging Markets Europe	2%	0,00%	0,00%	
Akcie - Příležitosti	2%	0,00%	0,00%	
Dluhopisy - Euro High Grade	25%	25,00%	25,00%	
Dluhopisy - Euro Speciality	10%	7,00%	7,00%	
Dluhopisy - Euro High Yield/Emerging Markets	5%	18,00%	18,00%	
Hotovost	0%	0,00%	0,00%	

V sektoru „Europe Large Caps“ byl **Brook European Focus** před změnou čtvrtletí vyměněn za **Comgest Growth Europe**. V případě fondu Brook existují dočasná omezení obchodování z důvodu migrace na nový SICAV, kterému jsme se nechtěli vystavovat. V evropském fondu se Comgest řídí defenzivním přístupem „růst kvality“ se zaměřením na velké společnosti se stabilními růstovými obchodními modely. Fond je řízen týmovým přístupem a těží zejména ze zkušeností Franze Weise, který se jeho správou zabývá od roku 2005. Pro zpřesnění defenzivní struktury portfolií je fond alokován také do Defenzivního a Balanced portfolia. Na opakto prozáváme dynamičtější a silněji zaměřený na střední kapitál **Comgest Growth Europe Opportunities**, který byl přidělen pouze do portfolia Balanced Europe Portfolio.

**Investice bez zbytečných nákladů**



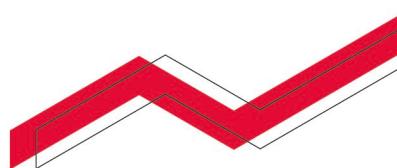
Aby bylo možné realizovat požadované snížení expozice v Evropě, **Carmignac Grande Evropa** se snižuje ve všech portfoliích a **Robeco QI European Conservative Equities** v portfoliích Defenzivní, Balanced a Balanced Europe. Pro vyvážení růstových a hodnotových fondů je **strategická hodnota JPM Europe** mírně zvýšena v portfoliích Balanced, Balanced Europe, Dynamic a Growth. Aby bylo možné upravit expozice zemí ve Švýcarsku a Spojeném království, provádějí se selektivní úpravy vah pro **Axa Switzerland** a **State Street UK Indexový fond**.

Expozice na japonském akciovém trhu byla zvýšena zvýšením váhy již alokovaného **japonského Large-Cap akcií Alma Eikoh** ve všech portfoliích. Snížení expozice na rozvíjejících se trzích se provádí snížením akcií **Robeco Asia-Pacific Equities** ve všech portfoliích. Redwheel **Global Emerging Markets** se bude prodávat pouze v defenzivním portfoliu. V rámci segmentu Příležitostí nejsou prováděny žádné úpravy.

Na straně pevných příjmů je snížení expozice s vysokým výnosem realizováno prodejem úvěru **M&G Sustainable Total Return Credit** v portfoliu High Yield / Emerging Markets. Stejně tak **Corum Butler European High Yield** bude snížen ve všech portfoliích. V dynamickém portfoliu bude **Pareto Nordic Cross Credit** snížen.

V segmentu „Dluhopisové fondy High Grade“ vyměníme **Allianz SDG Euro Credit** za **T. Rowe Price Euro Corporate Bond**. Zaměření SDG poměrně silně omezuje investiční vesmír fondu Allianz, zatímco T. Rowe Price může jednat flexibilněji a volněji. Kromě toho má jako fond podle článku 8 také minimální kvótu udržitelných investic. Aby bylo možné financovat zvýšení **vládního dluhopisu BlueBay Investment Grade Euro Government Bond**, a tím rozšířit expozici vůči bezpečným státním dluhopisům, **Zantke Euro Corporate Dluhopisy** jsou sníženy ve všech portfoliích a **Bantleon Yield Plus** pouze v Defenzivním portfoliu. Prodloužení doby trvání bude v případě potřeby implementováno snížením **DWS Floating Rate Notes**.

V portfoliu Balanced Europe nahrazuje fond **BayernInvest Renten Europa** neuspokojivý **Carmignac Flexible Bond**, který byl přidělen do segmentu speciálních dluhopisů. Fond BayernInvest na rozdíl od svého názvu investuje výhradně do dluhopisů denominovaných v eurech se zaměřením na státní dluhopisy a možností přidání podnikových dluhopisů investičního stupně. Fond již řadu let spravuje Gerd Rendenbach (dříve Pioneer Total Return) a vyznačuje se především velmi aktivním řízením trvání a úvěrové/periferní expozice.

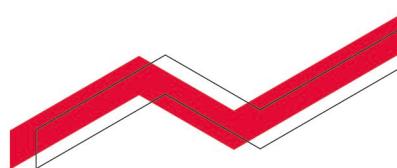


V segmentu „Dluhopisové speciality“ váha tří fondů **Algebris Global Credit Opportunities**, **Allianz Strategic Bond** a **Carmignac Credit** jsou navýšeny ve všech portfoliích. Na jedné straně to zvyšuje úrokovou citlivost, zejména prostřednictvím fondu Allianz, a na druhé straně se s fondy pružněji umísťujeme v úvěrovém segmentu, zejména prostřednictvím produktů Algebris a Carmignac. Obecně tam nadále vidíme příležitosti díky vysokým absolutním výnosům, ale s ohledem na rizika recese dáváme přednost produktům, které mohou flexibilně působit v různých segmentech dluhopisového trhu.

## Výhled

Minulé zvýšení dlouhodobých i reálných úrokových sazeb má negativní dopad na ocenění všech dlouhodobých aktiv. Centrální banky zůstávají restriktivní, ale vrcholu úrokových sazeb bude pravděpodobně brzy dosaženo. Zvýšené stahování likvidity pravděpodobně prozatím omezí ocenění akciového trhu. Odhady firemních zisků, které byly dosud optimistické, by se mohly stále dostat pod tlak kvůli varovným předstihovým ukazatelům, vyšším úrokovým sazbám a zvýšeným cenám ropy. Ekonomická data vykazují rostoucí známky slabosti, přičemž rizika zpomalení růstu jsou v současnosti větší v Evropě než v USA. Výhled evropské ekonomiky utvářejí dvě velmi odlišné síly. S klesající inflací, stabilním trhem práce a vyšším růstem mezd na jedné straně rostou reálné příjmy spotřebitelů, což se v létě projevilo i na bujném cestovním ruchu. Na druhou stranu výrobní sektor zůstává uvězněn v recesi. Slabá globální poptávka po zboží a korekce zásob dopadají zvláště tvrdě na země jako Německo, které se specializují na export zboží. Americká ekonomika se i přes prudké zpřísnění měnové politiky stále ukazuje překvapivě robustní. Nyní je pravděpodobné měkké přistání pro ekonomiku. To zase snižuje pravděpodobnost výrazného snížení úrokových sazeb ze strany Fedu v nadcházejícím roce, což by bylo nezbytné pro stimulaci ekonomiky v případě vážné recese. Ani další letošní zvýšení úrokových sazeb nelze zcela vyloučit. Počínající zpomalení na trhu práce, obnovení splácení studentských půjček a eroze přebytečných úspor v důsledku pandemie však představují rizika poklesu soukromé spotřeby. Dopad vyšších úrokových sazeb se zatím ukazuje tlumenější než v minulých cyklech, protože dodatečné Corona-Savings a dlouhodobé, nízkonákladové firemní financování z posledních let stále zmírňují zátěž. Tyto efekty ale nejsou udržitelné. Od Číny nelze očekávat podporu globální ekonomiky kvůli přetrvávajícím strukturálním problémům.

## Investice bez zbytečných nákladů



V této souvislosti je výhled růstu zejména pro Evropu utlumený. Rozvíjející se trhy trpí slabostí Číny. Japonský akciový trh naopak těží z pozitivního vývoje domácí ekonomiky a slabého jenu, který podporuje export.

V segmentu s pevným výnosem by mělo být výhodné zvýšit úrokovou citlivost (duraci) po nedávném růstu výnosů. To se týká především bezpečných státních dluhopisů, které těží z poklesu úrokových sazeb v případě zpomalení ekonomiky. Inverzní výnosová křivka však v současnosti odměňuje investory za trpělivé čekání i v segmentu krátkých splatností. Kombinace očekávaných pohybů výnosů a průběžných úroků nabízí celkově pozitivní výhled zisku. Rizikové přirážky u podnikových dluhopisů investičního stupně, ale také vysoký výnos v současnosti dostatečně neodrážejí riziko recese. S rostoucí tendencí je proto v tomto rizikovém segmentu na místě opatrnost.

S pozdravem,

Asset Management Team  
Moventum S.C.A.

