

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ŘÍJEN 2023

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **172,1593**
Výkonnost za poslední měsíc **-2,10 %**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **159,2164**
Výkonnost za poslední měsíc **-0,45 %**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **140,0919**
Výkonnost za poslední měsíc **0,42 %**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

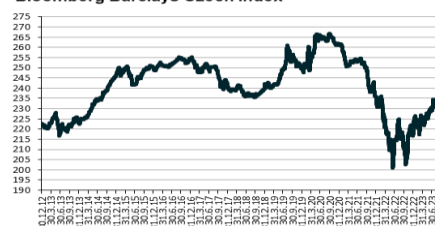
DLUHOPISY – USA, EMU

V říjnu pokračoval na americké výnosové křivce vývoj ze září, tj. bear steepening. Na krátkém konci výnosy zůstaly sice v podstatě bez změny lehce nad 5 %, na střední části i na dlouhém konci však dále vzrostly: tříleté výnosy o 12 b.b. na 4,8 %, pětileté o 17 b.b. na 4,9 % a desetileté o více než 20 b.b. na 4,90 %. V Eurozóně byl vývoj odlišný, když celá křivka poklesla: na krátkém konci o 20 b.b. na 3 %, na dlouhém o 10 b.b. na 2,8 %. Důvodem byla zejména slabší makroekonomická data.

DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka v říjnu korigovala svůj růst ze září. Na krátkém (dvouletém) konci výnosy poklesly zpátky na 5,3 %, čímž více než eliminovaly růst ze září, na dlouhém konci pak mírným poklesem o 10 b.b. klesly na 4,75 %. Hlavním faktorem byl vývoj v zahraničí, i když na krátkém konci sehrála jistou roli domácí měnová politika (spekulace na letošní snížení sazeb).

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Vývoj na polské křivce byl oproti vývoji v Eurozóně či v ČR opět, podobně jako v září, odlišný: dvouleté výnosy v říjnu narostly o cca 20 b.b. (na 5,2 %), na dlouhém konci o zhruba 15 b.b. poklesly (na 5,75 %).

Ukrajinské dluhopisy

Ceny ukrajinských státních dluhopisů korigovaly předchozí pokles a v průběhu října zvolna stoupaly. Adaptace tamní ekonomiky, postupné uvolnění měnových restrikcí i měnově politických podmínek (pokračující snižování sazeb v reakci na klesající inflaci) spolu s růstem devizových rezerv centrální banky a setrvalou podporou zahraničí dávají prostor pro růst cen státních dluhopisů.

Firemní dluhopisy

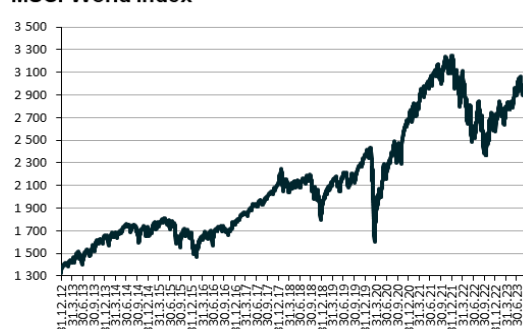
Tzv. total return index (TRI) koncem října v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce mírně narostl (0,4 %), u spekulativních protějšků došlo k mírnému poklesu (o 0,3 %). V případě dolarových instrumentů byly pohyby větší a v opačném směru: u investičních došlo v říjnu potření v řadě k poklesu (po 1,2 % v srpnu a 3,4 % v září o 2,5 %), u spekulativních ke druhému poklesu v řadě (po zářijových -1,2 % v říjnu o 1,3 %). Kreditní prémie ve 4Q22 výrazně poklesly (dohromady o skoro 70 % u spekulativních a o 40 % u investičních) a jejich pokles pokračoval i v prvních sedmi měsících letošního roku (o 20 % resp. 25 %). Nakonec se tento trend obrátil až s tím, jak trh koncem léta 2023 začal trochu centrálním bankám naslouchat a v důsledku toho přehodnocovat svůj výhled na rychlý pokles sazeb: za srpen až říjen vyrostly prémie spekulativních dluhopisů o více než 18 % a u investičních o více než 26 %.

AKCIE

Globální trhy

Akciové trhy si již třetím měsícem v řadě připsaly menší ztráty. Index MSCI World meziměsíčně -3 %, americký index S&P 500 -2,1 % a evropský index DJ STOXX 600 -3,7 %. Obecně s příchozími různorodými makro daty docházelo k růstu požadovaných výnosů na dluhopisech, což se negativně projevilo na výkonnosti akciových trhů. Zároveň se do popředí zpráv dostala geopolitická

MSCI World Index



rizika, zvláště na Blízkém východě. Ceny ropy tak byly velice volatilní s těžce odhadnutelným propisem do budoucí inflace. To naopak přispělo k vyšší poptávce po zlatě, jehož cena meziměsíčně povyskočila o +7,3 %. I přesto, s ohledem na přichozí inflační čísla, ponechala jak americká tak evropská centrální banka základní úrokové sazby beze změny. Americká výsledková sezóna prozatím vyznívá opět lépe než byly původní odhady analytiků. Daří se i velice sledovanému bankovnímu sektoru, který těží z vysokých úrokových sazeb. Výsledky tzv. „Magické sedmičky“ a to Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia a Tesla byly ve většině případů pozitivním překvapením.

Slabost rozvinutých trhů měla velice malý vliv na dění ve středoevropském regionu. Prim hrála polská akciová burza, která silně reagovala jak na předvolební dění tak na skutečné výsledky parlamentních voleb, po kterých by měla mít navrch dřívější opozice. Složení vlády však nebude jednoduché, krátké nebo vyvalou otázkou bude kooperace se současným prezidentem Dudou. Při scénáři sestavení vlády opozicí tak můžeme očekávat výrazné personální změny v státem ovládaných společnostech, změny v médiích, soudnictví, zásahů do chodů společností nebo obnovený příliv peněz z evropských fondů. Pozitivně tak výrazně reagovaly především polostátní společnosti jako banky PKO, PEKAO, pojišťovna PZU nebo energetická společnost PKN Orlen. Veliký otazník vyvstává s plány ohledně rozdělení polských utilit na čisté a špinavé zdroje. Polský akciový trh (index WIG30) si za měsíc říjen připsal impresivních +11,2 %. Kladné zhodnocení si připsala také pražská burza (index PX +1,3 %). S rostoucími dluhopisovými výnosy se dařilo především akciím bank, naopak po slabších číslech hospodaření se nedařilo akciím Pilulka (-48 %). Mírně zápornou výkonnost si připsal rumunský trh (index BET -0,8 %). I tam se dařilo akciím bank BRD a Banca Transilvania, zbylé akciové tituly již předvedly nesourodé výkonnostní představení.

Rovněž akciím na rozvíjejících se trzích se nedařilo, souhrnný index MSCI Emerging Markets USD odepsal téměř 4 %, když všechny hlavní trhy skončily v mínusu pod tlakem rostoucích úrokových měr a obav možné eskalace konfliktu v Izraeli. Čínským akciím nepomohla ani lepší ekonomická data, ani ohlášená schůzka Biden-Xi. Sentiment nadále táhne dolů především stav realitního sektoru či absence přesvědčivé reakce vlády. Akcie v Indii či na Taiwanu taktéž poklesly, i když přeci jen o něco méně. Opačným případem jsou korejské akcie (-7,6 %), kde v obavách o odbyt výrazně propadly technologické tituly. Výprodeje se nevyhnuly ani trhům v Latinské Americe, brazilské akcie odepisovaly 3 %, mexické potom 3,5 %.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolio v tomto měsíci poklesla o 2,10 %. Ztráty se akciovým tržím nevyhnuly ani v říjnu, a to především kvůli zhoršujícím se makroekonomickým datům a obavám z hlubší recese. Nejistotu rozdmýchala také eskalace konfliktu na Blízkém východě. FED i ECB nechaly sazby na stejné úrovni a uhasily zbytky nadějí na rychlý pokles sazeb ještě v tomto roce. Čína táhla dolů rozvíjející se trhy, přetrvávají zde obavy ohledně nemovitostního sektoru. Dařilo se naopak středoevropskému regionu, kde připisovaly zisky polské akcie po tamních parlamentních volbách.

Atraktivní výnosy nás vedly ke zvýšení zastoupení lokálních dluhopisů v portfolio na úkor krátkodobých investic.

Koruna dále oslabovala vůči dolaru i vůči euru. Efekt měnového zajištění byl záporný.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfolio		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolio	Rozložení portfolio
Krátkodobé investice					11,54%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,56%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,69%	0,69%	9,98%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolio					5,25%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,50%	0,50%	3,40%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,52%	0,52%	1,86%
Dluhopisové fondy - ostatní					3,87%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,10%	0,10%	1,56%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,63%	1,63%	0,98%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,47%	0,26%	0,79%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	-0,75%	-0,02%	0,54%
Fondy alternativních investic					2,69%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	0,70%	0,70%	2,69%
Akciové fondy					76,01%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	6,31%	6,31%	11,83%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-3,63%	-2,93%	4,07%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-2,81%	-1,93%	3,30%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,51%	-3,81%	3,29%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-6,41%	-5,73%	3,26%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-3,12%	-2,41%	3,18%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-2,51%	-1,80%	3,16%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	0,54%	1,28%	2,92%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-6,25%	-5,56%	2,90%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-7,00%	-6,32%	2,73%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-5,02%	-4,33%	2,52%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	-2,27%	-1,39%	2,35%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-6,27%	-5,42%	2,33%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-4,48%	-3,62%	2,32%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-3,35%	-2,48%	2,26%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-6,66%	-5,98%	2,23%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-5,64%	-4,95%	2,19%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-4,02%	-3,15%	2,18%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-1,28%	-0,56%	2,00%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-6,92%	-6,08%	1,96%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-3,86%	-3,16%	1,90%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-5,42%	-4,57%	1,87%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,98%	-4,28%	1,78%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-5,53%	-4,84%	1,68%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-1,74%	-2,16%	1,56%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-2,49%	-2,91%	1,55%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-3,25%	-2,54%	1,37%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	-2,36%	-2,78%	0,67%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	-2,26%	-2,68%	0,66%
OSTATNÍ					0,64%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci poklesla o 0,45 %. Ztráty se akciovým tržím nevyhnuly ani v říjnu, a to především kvůli zhoršujícím se makroekonomickým datům a obavám z hlubší recese. Nejistotu rozdmýchala také eskalace konfliktu na Blízkém východě. FED i ECB nechaly sazby na stejné úrovni a uhasily zbytky nadějí na rychlý pokles sazeb ještě v tomto roce. Čína táhla dolů rozvíjející se trhy, přetrvávají zde obavy ohledně nemovitostního sektoru. Dařilo se naopak středoevropskému regionu, kde připisovaly zisky polské akcie po tamních parlamentních volbách.

Dluhopisová složka propad akciové mírně pozitivní výkonností.

Atraktivní výnosy nás vedly ke zvýšení zastoupení lokálních dluhopisů v portfoliu na úkor krátkodobých investic.

Koruna dále oslabovala vůči dolaru. Efekt měnového zajištění byl záporný.

Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	MTD Výkonnost		
			v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					21,91%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,28%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,69%	0,69%	20,62%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					38,02%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,50%	0,50%	24,44%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,52%	0,52%	13,58%
Dluhopisové fondy - ostatní					10,23%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,10%	0,10%	3,48%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,63%	1,63%	2,33%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,47%	0,26%	2,29%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-1,11%	-0,39%	1,08%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	-0,75%	-0,02%	1,04%
Fondy alternativních investic					2,57%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	0,70%	0,70%	2,57%
Akciové fondy					27,05%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	6,31%	6,31%	4,39%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-3,63%	-2,93%	1,34%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-2,81%	-1,93%	1,19%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-6,41%	-5,73%	1,17%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,51%	-3,81%	1,15%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-2,51%	-1,80%	1,15%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-3,12%	-2,41%	1,12%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	0,54%	1,28%	1,00%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-6,25%	-5,56%	0,96%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-7,00%	-6,32%	0,94%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-5,64%	-4,95%	0,86%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-4,02%	-3,15%	0,82%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-6,27%	-5,42%	0,82%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	-2,27%	-1,39%	0,82%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-6,66%	-5,98%	0,80%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-5,02%	-4,33%	0,79%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-3,35%	-2,48%	0,78%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-4,48%	-3,62%	0,77%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-1,28%	-0,56%	0,70%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-5,42%	-4,57%	0,70%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,98%	-4,28%	0,68%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-3,86%	-3,16%	0,66%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-6,92%	-6,08%	0,66%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-5,53%	-4,84%	0,63%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-1,74%	-2,16%	0,55%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-2,49%	-2,91%	0,54%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-3,25%	-2,54%	0,54%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	-2,36%	-2,78%	0,27%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	-2,26%	-2,68%	0,27%
OSTATNÍ					0,21%

Konzervativní portfolio

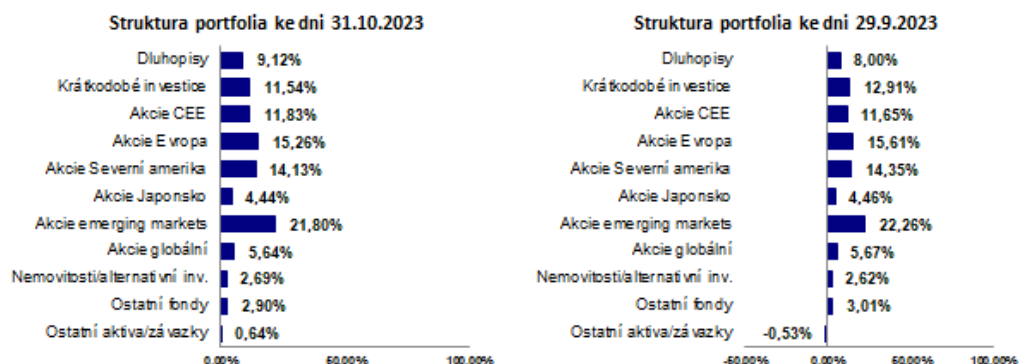
Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,42 %. Výnosy amerických dluhopisů se na dlouhém konci křivky dočkaly nárůstu (pokles cen). Neoblomný FED ponechal sazby beze změny a dluhopisové výnosy se přizpůsobují prostředí, ve kterém budou sazby delší dobu vysoké. Výnosy v Eurozóně naopak poklesly kvůli negativním makroekonomickým datům. Vývoj v Evropě ovlivnil i české dluhopisy, jejichž výnosy také poklesly.

Atraktivní výnosy nás vedly ke zvýšení zastoupení lokálních dluhopisů v portfoliu na úkor krátkodobých investic.

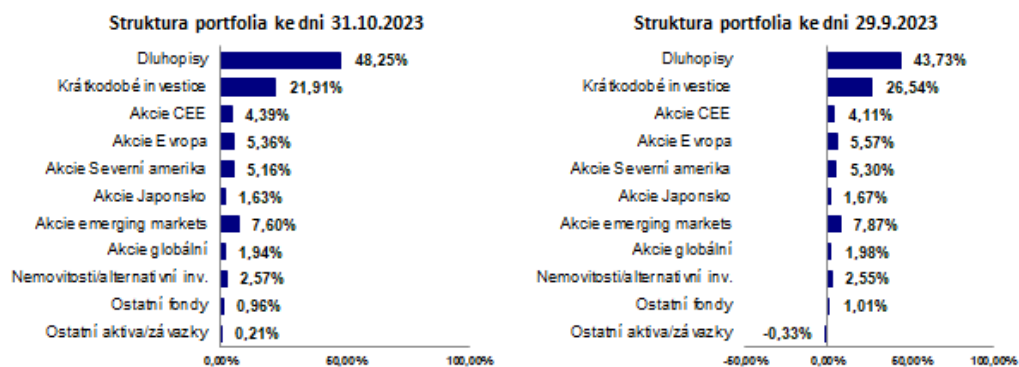
Žádná z cizoměnových pozic nepřesáhla hranici 1,5 mil. Kč, od které zajišťujeme měnové riziko.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					28,56%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,71%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,69%	0,69%	26,85%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					57,24%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,50%	0,50%	37,03%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,52%	0,52%	20,20%
Dluhopisové fondy - ostatní					9,36%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,10%	0,10%	3,23%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,63%	1,63%	2,14%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,47%	0,26%	2,02%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-1,11%	-0,39%	1,00%
PIMCO GIS Global Real Return Fund I	Globální	USD	-0,75%	-0,02%	0,97%
Fondy alternativních investic					2,54%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	0,70%	0,70%	2,54%
Akciové fondy					2,35%
Goldman Sachs III Emerg.Markets Eq. Income I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-4,04%	-3,34%	0,52%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	6,31%	6,31%	0,43%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-3,35%	-2,48%	0,25%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-4,48%	-3,62%	0,23%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-2,51%	-1,80%	0,19%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-3,12%	-2,41%	0,18%
Goldman Sachs III Japan Equity (Former NN) I	Japonsko	JPY	-3,06%	-3,48%	0,14%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-6,25%	-5,56%	0,12%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-6,66%	-5,98%	0,10%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	0,54%	1,28%	0,09%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-7,00%	-6,32%	0,09%
OSTATNÍ					-0,04%

DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Na jedné straně nadále trvá výrazná vnitřní (rozpočtová) i vnější nerovnováha, která by měla ze strany investorů vést k penalizaci české vlády a která by tudíž měla bránit poklesu výnosů. Podobným směrem působí růst sazeb v zahraničí. S tím, jak trh začal věřit, že centrální banky myslí svá slova o „vysokých sazbách po delší dobu“ vážně, tlačí to samozřejmě na výnosy v dalších zemích, ČR nevyjímaje. Navíc, smršťující se úrokový diferenciel by měl cet.par. tlačit kurz koruny na slabší úroveň, a tudíž působit opět proti poklesu českých sazeb.

Naproti tomu došlo v posledních měsících k výraznému zpomalení inflační dynamiky v jádrové složce, což vyvolává očekávání, že je na dohled začátek snižování sazeb ČNB, kterýžto proces bude dle trhu rychlý (trh čeká pokles sazeb v ročním horizontu o cca 2,5 p.b.). Dle nás však toto inflační zpomalení vzhledem k tempu růstu mezd, síle trhu práce a fiskální politice nemusí znamenat, že se inflace setrvale vrátí ke dvouprocentnímu cíli. Pro výraznější a setrvalý pokles delších výnosů tak v nejbližším pololetí nevidíme prostor, a to nakonec i proto, že zahraniční výnosy zůstanou prozatím vysoké.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Ani v Polsku dle nás inflační problém vyřešen není (nejnižší nezaměstnanost v historii, dvouciferné tempo růstu mezd, uvolněná fiskální politika) a uvolnění sazeb bylo předčasné. Dle nás je dost dobře možné, že dojde k opětovnému urychlení inflace, což společně s tím, jak vysoko setrvávají zahraniční výnosy, limituje, stejně jako u nás, výhled na znatelnější pokles výnosů v nejbližším pololetí.

Adaptace ukrajinské ekonomiky, postupné uvolnění měnových restrikcí i měnově politických podmínek (pokračující snižování sazeb v reakci na klesající inflaci) spolu s růstem devizových rezerv centrální banky a setrvalou podporou zahraničí dávají prostor pro růst cen ukrajinských státních dluhopisů.

Situace nicméně není ani zdaleka příliš optimistická. Na celém území Ukrajiny nadále pokračují raketové útoky a to nejen na strategickou, ale i na civilní infrastrukturu. Finanční pomoc a celková podpora západu prozatím neustává. Za rok 2022 se částka pohybovala okolo 30 mld. USD. Pro letošní rok je v současné chvíli naplánováno již cca 42 mld. USD zahraniční pomoci a byl schválen nový program Mezinárodního měnového fondu. Jakákoliv obnova bude ale otázkou mnoha let či spíše desetiletí. Postupně realizovaná protiofenziva ukrajinské armády sice probíhá výrazně pomalejším tempem, než bylo očekáváno, nicméně dochází k prvotním úspěchům a prolomení ruských obranných linií. Celkový postup je ale za očekáváním některých západních zemí a s prodlužující se dobou trvání konfliktu se začíná více projevovat možnost Ruska posílat na frontu stále nové vojáků a klesající podpora pro další boje na straně ukrajinského národa.

V říjnu došlo ke zpomalení přísunu zahraniční pomoci (uvolnění prostředků IMF je naplánováno v listopadu). V US klesá podpora veřejnosti i shoda politiků. Vnitropolitická debata okolo odvrácení amerického dluhového stropu vedla ke stopce pro uvolnění dalšího amerického financování. Historická změna na postu předsedy Sněmovny reprezentantů dále komplikuje jednání a ochotu pro další automatické financování. Probíhají konflikty Izraele a Hamasu pak třetí pozornost i další západní aktivitu.

Sílí tak hlasy o nutnosti začít mírová vyjednávání. Ukrajinský generál Zaluzhnyi shrnul současný stav jako pat, bez možnosti jedné strany k průlomu (v ostrém kontrastu se souběžnými vyjádřeními Zelenského, který pat nevidí a jednání odmítá). Kapacitní i politické zdroje západu ale naráží na svoje limity. Stejně tak se bez výraznějšího postupu bude těžko obhajovat další pokračování konfliktu, který stojí životy spousty ukrajinských vojáků a de facto trvá od roku 2014.

Ratingová agentura Fitch očekává pokračování konfliktu i v roce 2024 a i přes dobře se vyvíjející ekonomické fundamenty předpokládá prodloužení současných opatření pro ukrajinský státní dluh či nové návrhy na podobu další restrukturalizace.

Měny

U kurzu **eura proti dolaru** jsme i na konci října na spodní hraně pásma, které vidíme jako fundamentálně odůvodnitelné vzhledem k očekávanému vývoji měnových politik ECB a Fed-u. Ačkoliv je možné, že se dostaneme i pod tuto hranici, myslíme, že rozdíl v očekávaném vývoji

měnových politik Fed-u a ECB je moc malý na to, aby v nejbližším roce setrval v chýli kurz z pásma 1,05-1,10.

Fundamentálně je česká koruna stále zralá na oslabení – disharmonické vnitřní i vnější vztahy, zahraniční sazby na vysokých úrovních po delší dobu nejsou tím, co by mělo korunu tlačit na silnější úroveň, spíše naopak. Čekáme však také, že ČNB bude chtít výraznějšímu oslabení zabránit. Koruna tak dle nás oslabí maximálně na 25 korun za euro.

Polský zlotý nemá pevné makroekonomické základy, a navíc mu centrální banka bere i berličku v podobě úrokových sazeb, které jsou dnes již jen velmi lehce nad sazbami v USA. Dle nás tak zlotý zůstává zranitelný a současné hodnoty (4,40) vidíme jako maximum možného. Pokud se někam v příštích měsících vydá, pak dle nás jednoznačně na slabší úroveň.

Maďarský forint také nemá žádný důvod posilovat: úrokový diferenciál se smršťuje, politika vůči EU zůstává konfrontační, růst ekonomiky je slabý, deficit běžného účtu (5 % HDP) i rozpočtu (>5 %) velký. Podobně jako u zlotého, pokud se dočkáme výraznějšího pohybu, pak směrem ke slabším úrovním.

Globální akciové trhy

Na akciové trhy máme nadále z krátkodobého hlediska mírně negativní pohled, když v následujících měsících očekáváme zvýšenou volatilitu menším růstem dluhopisových výnosů a zvýšenými geopolitickými riziky. Rizik spojených se stále vysokou inflací, nižší kupní silou domácností, slabší ekonomickou situací některých podniků, vysokými úrokovými sazbami, růstem mezd, geopolitikou, atd je nadále spousta. Postupem času se však ekonomické subjekty adaptují na vyšší úrokové sazby a mnoho zmíněných rizik se bude pozvolna zaceňovat do hodnot akcií.

Většina společností se již přenastavila na vysoké úrokové sazby, přičemž se jim skrze zisky daří snižovat zadlužení, tím pádem kontrolovat úrokové náklady. Ziskové marže jsou tak stále silné, k čemuž přispívá silný trh práce a pokračující růst mezd. Hodnotově se akciové trhy obchodují na různých úrovních, přičemž každý region reflektuje specifickou rizikovou přírůžku. Proto máme na jednotlivé akciové trhy různá výkonnostní očekávání. Delší období s vysokými úrokovými sazbami by však měl negativní vliv na ocenění akcií.

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 výrazným snížením nákladů v podobě komodit a energií. Z toho bude těžit také region střední Evropy, který je stále, co se týká výrobních nákladů, levným regionem. CEE region si již prošel prvotním šokem růstu úrokových sazeb, ze kterého budou těžit kapitálově silné banky. Americké akcie nyní těží z boomu okolo umělé inteligence (AI) a na ní napojených společností jako Nvidia, Microsoft, Google, ... Dle nás je však současná akciová rally přehnaná a v následujících měsících dojde k určité korekci. Zbylé sektory jsou dle nás hodnoceny více atraktivně, jelikož se ve většině případů nepodílely na růstu akciových indexů od začátku roku, přičemž se obchodují na zajímavých úrovních. Nadále však věříme hodnotově levnějším akciím obchodovaným v Evropě a rozvíjejících se trzích. Asie zažije, po současné ekonomické „slabosti“, oživení. Při obecně vyšších úrokových sazbách očekáváme zvýšenou volatilitu akciových trhů, čehož budou lépe využívat aktivní manažeři fondů než indexově orientované pasivní strategie. Éra nulových úroků a levných peněz je za námi. Tomu se musí přizpůsobit i investiční strategie.

*Anne-Françoise Blüher
Adam Šperl
Lukáš Masák
Portfolio managers*