

## ERGO pojišťovna

## ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC LISTOPAD 2023

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH .....	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ .....	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ .....	8



### Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **181,2575**  
Výkonnost za poslední měsíc **5,28 %**



### Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **162,9231**  
Výkonnost za poslední měsíc **2,33 %**



### Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **141,0022**  
Výkonnost za poslední měsíc **0,65 %**

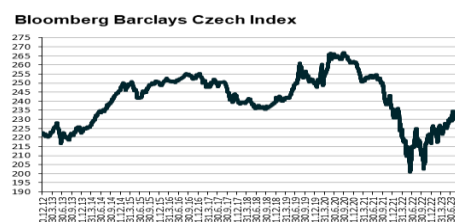
## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

### DLUHOPISY – USA, EMU

V listopadu se vývoj na americké výnosové křivce oproti říjnu a září otočil, a celá křivka zamířila dolů. Na krátkém konci výnosy poklesly o 40 b.b. (tj., lehce pod 4,7 %), na střední části i na dlouhém konci byl pokles ještě větší, zhruba o 60 b.b., pětileté výnosy tak poklesly na 4,25 %, sedmileté i desetileté lehce nad 4,3 %. Důvodem byla rychle sílící očekávání investorů, že nad inflací je vyhráno a že nás již brzo čeká pokles sazeb Fedu. V Eurozóně byl vývoj obdobný, i zde celá křivka poklesla, byť v menším rozsahu než v USA: na krátkém konci klesly německé výnosy o 20 b.b. na 2,8 %, na dlouhém o 35 b.b. na 2,45 %.

### DLUHOPISY ČR

**Česká výnosová křivka v listopadu zvýšila svůj sklon.** Na krátkém (dvouletém) konci výnosy narostly poté, co ČNB sazby nesnížila, zpátky na 5,6 %, na delším konci vlivem slabších růstových i inflačních dat zhruba o 30 b.b. poklesly: sedmiletý i desetiletý výnos se tak dostal na 4,3 %.



### DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

#### Polské dluhopisy

**Vývoj na polské křivce byl podobný jako v ČR:** dvouleté výnosy v listopadu s tím, jak polská centrální banka už dále sazby nesnižovala, mírně narostly (+20 b.b. na 5,4 %), na desetileté splatnosti pak vlivem umírněných inflačních dat mírně (asi o 15 b.b. na 5,5 %) poklesly.

#### Ukrajinské dluhopisy

Kombinace výrazně slabších výsledků ukrajinské protiofenzívy, stále evidentnější patová situace na bojišti, nového konfliktu mezi Hamásem a Izraelem společně se snahou republikánů podmínit hlasování o dalších finančních změnách v národní imigrační politice vedly ke zhoršení sentimentu směrem k ukrajinským státním dluhopisům a výraznému ochlazení dalších očekávání.

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 podporou zahraničí dávají sice prostor pro růst cen státních dluhopisů, situace nicméně není ani zdaleka přespříliš 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 protiofenzíva ukrajinské armády v podstatě skončila s nástupem zimy a zaostala za očekáváním některých západních zemí. S prodlužující se dobou trvání konfliktu se začíná více projevovat možnost Ruska posílat na frontu stále nové vojáky, klesající podpora pro další boje na straně ukrajinského národa a schopnost Ruska udržovat zákopovou válku s minimálním postupem, ale s velkými ztrátami. Ceny ukrajinských státních dluhopisů tak v listopadu stagnovaly či klesaly.

#### Firemní dluhopisy

Tzv. total return index (TRI) koncem listopadu v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce narostl jenom mírně (+0,4 %, stejně jako mezi říjnem a září), u spekulativních protějšků došlo k většímu růstu (o 2,7 %). V případě dolarových instrumentů byly pohyby (vzhledem k vývoji na americké křivce vcelku pochopitelně) větší: u investičních došlo v listopadu k přerušení (a umazání) série poklesů v předchozích 3 měsících (-1,2 % v srpnu, -3,4 % v září a -2,5 % v říjnu): TRI vzrostl o 7,5 %. U spekulativních dluhopisů listopadový růst TRI (+4,6 %) rovněž vymazal předchozí poklesy (celkem o 2,3 % v předchozích 3 měsících). Kreditní prémie, které v srpnu-září na evropských investičních, resp. spekulativních instrumentech vzrostly o 26 % resp. 18 %, v listopadu rovněž zamířily dolů, a to o 21 % resp. 17 %.

## Globální trhy

Po třech měsících negativního zhodnocení si akciové trhy v listopadu připsaly velmi slušné zhodnocení. Index vyspělých trhů MSCI World přidal meziměsíčně 8 %, index S&P500 7,8 % a NASDAQ dokonce 8,7 %. Z vyspělých trhů zůstala pozadu Evropa, která si připsala skromnější ale také slušné meziměsíční zhodnocení 6,4 %. Velmi silný růst akcií prakticky napříč všemi regiony byl tažen především

inflačními daty. Jak v USA tak v Evropě bylo jasně patrné polevování inflačních tlaků a to dokonce ještě ve větší míře, než jak byla nastavená očekávání ekonomických expertů. Trhy tak nyní předpokládají, že cyklus utahování měnových politik je už u svého konce a s klesající inflací budou moci centrální bankéři přistoupit k pozvolnému snižování sazeb. Následkem toho byl pokles výnosů u státních dluhopisů, což pozitivně působilo na růst akciových trhů. Za námi je také celá výsledková sezóna, která vyzněla opět celkově o něco lépe než jaké byly odhady analytiků. Největších pozitivní překvapení na americkém trhu dosáhly sektory spotřebního zboží, komunikací a finančních služeb.

Po dobrých výsledcích z přechozích měsíců v porovnání s rozvinutými trhy si tento měsíc připsal středoevropský region o něco slabší zhodnocení. Prim opět hrála polská akciová burza (+ 6 %), která nadále těžila z pozitivního sentimentu po tamních parlamentních volbách. Očekává se, že dřívější opozici se podaří sestavit novou vládu, která už podepsala koaliční smlouvu a bude mít většinu v nově složeném parlamentu. Od nové vlády se pak očekávají výraznější personální změny v státě ovládaných společnostech, změny v médiích, soudnictví, menší množství 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. V listopadu se nejvíc dařilo polským retailerům společností CCC a Pepco, které korigovaly ztráty z předchozích měsíců. Český index PX připsal pouze 1,5 %, když se nejlépe dařilo společnosti Pilulka, která je ovšem za letošní rok ve ztrátě přesahující 60 %. Dále se dařilo bance Erste, která přidala 8 %. Pozitivní zhodnocení zaznamenal také rumunský akciový trh (index BET 3,2 %).

Akcíím na rozvíjejících se trzích se také v dařilo, těžily z pozitivního globálního sentimentu a zaznamenaly nejlepší měsíc v roce, když souhrnný index MSCI Emerging Markets připsal 7,9 %. Čínské akcie však nadále zaostávají, nejisté vyhlídky druhé největší ekonomiky světa, problémy realitního sektoru a nedostatečná podpora vlády – to vše nadále odrazuje investory od větších nákupů. Domácí akcie (A-Shares) skončily dokonce ve ztrátě 2,1 %, burza v Hong-Kongu pak odepsala 0,4 %. Ostatní asijské trhy však připisovaly zisky. Technologické tituly pomohly korejským (+11,3 %) a taiwanským (+9 %) akciím, slušné zhodnocení zaznamenaly i akcie v Indii (+4,9 %). Posilující domácí měny a klesající inflace pomohly k růstu akciím v Latinské Americe (celkový index +13 % v USD). Brazílské trhy nadto podpořila tamní centrální banka, jež dále snížila úrokové sazby.

MSCI World Index



## STRUKTURA PORTFOLIÍ

### Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci vzrostla o 5,28 %. Pozitivní vývoj inflačních dat vyslal akcie vyspělých trhů vzhůru. Jak v USA, tak v Evropě se již další růst sazeb neočekává a investoři již vyhlíží první snižování sazeb v příštím roce. Výsledky společností za třetí kvartál dále zmírily obavy z hluboké recese. Zisky si připisovalo i Japonsko a středoevropský region v čele s Polskem, kde se pomalu formuje nová vláda. Obecně se dařilo i rozvíjejícím se trhům, černou ovci byla pouze Čína, kde akcie vzrostly jen mírně.

V průběhu listopadu jsme v portfoliu zvýšili podíl akcií i dluhopisů na úkor krátkodobých investic. Navýšení akcií směřovalo především do amerických společností s malou tržní kapitalizací, jejichž valuace jsou v současnosti velmi nízké. U dluhopisů stále pozorujeme atraktivní výnosy a potenciál vysokého zhodnocení s blížícím se poklesem úrokových sazeb.

Koruna výrazně posílila vůči dolaru, do menší míry i vůči euru. Efekt měnového zajištění byl pozitivní.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>9,10%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,43%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,66%	0,66%	7,67%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>5,03%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,73%	0,73%	3,25%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,78%	0,78%	1,78%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>4,07%</b>
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,56%	0,56%	1,49%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,91%	-0,91%	0,92%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	3,95%	-0,19%	0,90%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	3,99%	-0,15%	0,75%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>2,57%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,57%
<b>Akciové fondy</b>					<b>77,70%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	4,08%	4,08%	11,70%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	8,94%	4,60%	4,62%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	5,21%	1,02%	3,93%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	1,96%	0,84%	3,26%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	7,09%	2,82%	3,21%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	13,59%	9,06%	3,16%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	12,66%	8,17%	3,00%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	7,88%	3,58%	2,97%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	6,22%	1,99%	2,93%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	9,13%	4,78%	2,89%
BGF World Mining I2	Globální	USD	6,69%	2,44%	2,89%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	5,39%	4,23%	2,47%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	7,39%	6,21%	2,46%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	1,00%	-3,03%	2,41%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	8,57%	7,38%	2,37%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	8,09%	6,90%	2,35%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	6,36%	5,19%	2,34%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	7,33%	6,15%	2,01%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	7,64%	6,46%	1,92%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	8,31%	3,99%	1,87%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	10,37%	5,97%	1,87%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	8,94%	4,60%	1,79%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	2,74%	-1,35%	1,76%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	7,22%	2,95%	1,65%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	3,60%	1,88%	1,59%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	4,34%	2,60%	1,58%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	9,93%	5,55%	1,37%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	8,62%	6,81%	0,67%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	6,11%	4,34%	0,66%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>1,54%</b>

## Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci vzrostla o 2,33 %. Pozitivní vývoj inflačních dat vyslal akcie vyspělých trhů vzhůru. Jak v USA, tak v Evropě se již další růst sazeb neočekává a investoři již vyhlížejí první snižování sazeb v příštím roce. Výsledky společností za třetí kvartál dále zmírnily obavy z hluboké recese. Zisky si připsovalo i Japonsko a střeoevropský region v čele s Polskem, kde se pomalu formuje nová vláda. Obecně se dařilo i rozvíjejícím se trhům, černou ovčí byla pouze Čína, kde akcie vzrostly jen mírně.

Výnosy dluhopisů na dlouhém konci výrazně poklesly (ceny vzrostly).

V průběhu listopadu jsme v portfoliu zvýšili podíl akcií i dluhopisů na úkor krátkodobých investic. Navýšení akcií směřovalo především do amerických společností s malou tržní kapitalizací, jejichž valuace jsou v současnosti velmi nízké. U dluhopisů stále pozorujeme atraktivní výnosy a potenciál vysokého zhodnocení s blížícím se poklesem úrokových sazeb.

Koruna výrazně posílila vůči dolaru. Efekt měnového zajištění byl pozitivní.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>18,44%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,64%
Conseq Invest Konzervativní A	Střeoevropský region	CZK	0,66%	0,66%	16,80%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>37,62%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Střeoevropský region	CZK	0,73%	0,73%	24,46%
Conseq korporátních dluhopisů A	Střeoevropský region	CZK	0,78%	0,78%	13,15%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>11,01%</b>
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,56%	0,56%	3,42%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	3,99%	-0,15%	2,74%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	3,95%	-0,19%	2,59%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,91%	-0,91%	2,26%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>2,53%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,53%
<b>Akciové fondy</b>					<b>29,82%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Střeoevropský region	CZK	4,08%	4,08%	4,46%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	8,94%	4,60%	1,78%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	5,21%	1,02%	1,52%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	13,59%	9,06%	1,25%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	12,66%	8,17%	1,21%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	1,96%	0,84%	1,17%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	7,09%	2,82%	1,15%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	6,22%	1,99%	1,14%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	7,88%	3,58%	1,13%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	9,13%	4,78%	1,11%
BGF World Mining I2	Globální	USD	6,69%	2,44%	1,10%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	5,39%	4,23%	0,95%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	7,39%	6,21%	0,95%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	6,36%	5,19%	0,95%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	8,09%	6,90%	0,94%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	1,00%	-3,03%	0,93%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	10,37%	5,97%	0,89%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	8,57%	7,38%	0,86%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	7,64%	6,46%	0,73%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	8,94%	4,60%	0,72%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	7,33%	6,15%	0,69%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	8,31%	3,99%	0,67%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	2,74%	-1,35%	0,65%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	7,22%	2,95%	0,64%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	9,93%	5,55%	0,56%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	3,60%	1,88%	0,55%
Allianz Japan Equity WT (JPY )	Japonsko	JPY	4,34%	2,60%	0,54%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	8,62%	6,81%	0,28%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	6,11%	4,34%	0,28%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>0,58%</b>

## Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,65 %. Výnosy evropských i amerických vládních dluhopisů výrazně poklesly (ceny vzrostly), a to především na dlouhém konci. Za poklesem výnosů stojí především data o zpomalující inflaci. Jak v USA, tak v Evropě se již další růst sazeb neočekává a investoři již vyhlížejí první snižování sazeb v příštím roce. České dluhopisy se na krátkém konci dočkaly růstu výnosů poté, co ČNB nepřistoupila ke snížení sazeb, na dlouhém konci však následovaly zahraniční vývoj a poklesly.

V průběhu listopadu jsme v portfoliu zvýšili podíl akcií i dluhopisů na úkor krátkodobých investic. Navýšení akcií směřovalo především do amerických společností s malou tržní kapitalizací, jejichž valuace jsou v současnosti velmi nízké. U dluhopisů stále pozorujeme atraktivní výnosy a potenciál vysokého zhodnocení s blížícím se poklesem úrokových sazeb.

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

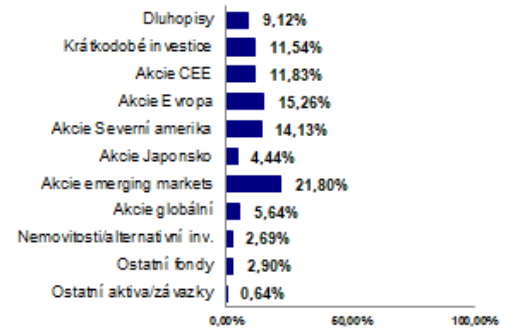
Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
<b>Krátkodobé investice</b>					<b>26,99%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,64%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,66%	0,66%	25,35%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>57,81%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,73%	0,73%	37,58%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,78%	0,78%	20,23%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>10,36%</b>
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,56%	0,56%	3,23%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	3,99%	-0,15%	2,58%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	3,95%	-0,19%	2,44%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,91%	-0,91%	2,11%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>2,54%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,54%
<b>Akciové fondy</b>					<b>2,36%</b>
Goldman Sachs III Emerg.Markets Eq. Income I	Globální rozvíjející se trhy	USD	6,81%	2,55%	0,68%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	4,08%	4,08%	0,38%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	8,09%	6,90%	0,21%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	5,39%	4,23%	0,20%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	6,22%	1,99%	0,19%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	7,88%	3,58%	0,18%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	8,94%	4,60%	0,15%
Goldman Sachs III Japan Equity (Former NN) I	Japonsko	JPY	5,81%	4,05%	0,11%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	12,66%	8,17%	0,10%
BGF World Mining I2	Globální	USD	6,69%	2,44%	0,09%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	9,13%	4,78%	0,07%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,07%</b>

## DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 30.11.2023

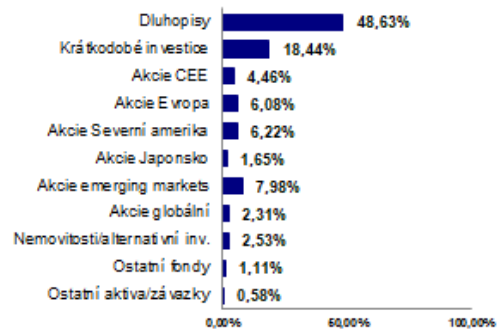


Struktura portfolia ke dni 31.10.2023

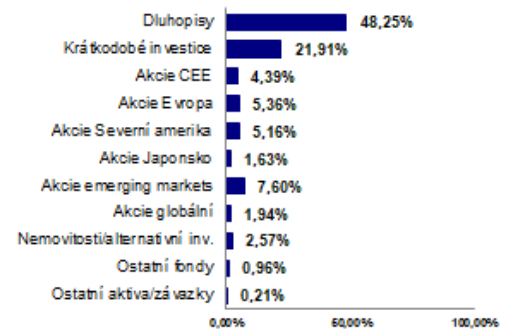


## VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 30.11.2023

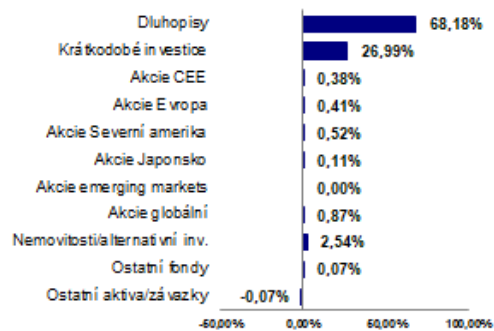


Struktura portfolia ke dni 31.10.2023



## KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 30.11.2023



Struktura portfolia ke dni 31.10.2023



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### České dluhopisy

Na jedné straně nadále trvá výrazná vnitřní (rozpočtová) i vnější nerovnováha i smršťující se úrokový diferenciál, což jsou oba faktory působící proti poklesu českých výnosů. 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 bude hodně záviset od toho, k jak velkému přecenění v lednu 2024 dojde, ale dle nás jsou rizika spíše ve směru menšího poklesu sazeb ČNB v příštím roce, než jaké očekává trh. Pro výraznější pokles delších výnosů tak v nejbližším pololetí nevidíme prostor, čekáme tak u desetiletých výnosů oscilaci zhruba mezi 4 % a 4,75 %.

### 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, což je ostatně vidět i z posledních čísel o maloobchodě a z říjnové a listopadové inflace. Zatím se tak, zdá se, potvrzuje naše očekávání z minulého měsíce, 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.

V případě Ukrajiny dochází dále ke zpomalení přísunu zahraniční pomoci (uvolnění prostředků IMF je naplánováno v listopadu/prosinci). 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. Probíhající konflikt Izraele a Hamasu pak třídí pozornost i další západní aktivitu.

Sílí tak hlasy o nutnosti začít mírová vyjednávání. Ukrajinský generál Zaluzhnyi shrnul minulý měsíc současný stav jako pat, bez možnosti jedné strany k průlomů (v ostrém kontrastu se souběžnými vyjádřeními prezidenta Zelenského, který pat nevidí a jednání odmítá). Kapacitní i politické zdroje západu tak 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** se na našem očekávání nic nemění, nadále vidíme jako fundamentálně (tj., vzhledem k očekávanému vývoji měnových politik ECB a Fed-u) odůvodnitelné setrvání kurzu zhruba v pásnu 1,05-1,10.

**Fundamentálně je česká koruna stále zralá na oslabení** – disharmonické vnitřní i vnější vztahy či 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 (4,35) vidíme jako maximum možného. Pokud se někam v příštích měsících vydá, pak dle nás 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 z krátkodobého hlediska mírně negativní pohled, když v následujících měsících očekáváme zvýšenou volatilitu z důvodu vyšších dluhopisových výnosů a geopolitických rizik. 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 přírážku. 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 snižování 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*