

## ERGO pojišťovna

## ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC PROSINEC 2023

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



### Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **188,8050**  
Výkonnost za poslední měsíc **4,16 %**



### Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **167,0273**  
Výkonnost za poslední měsíc **2,52 %**



### Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **143,0040**  
Výkonnost za poslední měsíc **1,42 %**

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

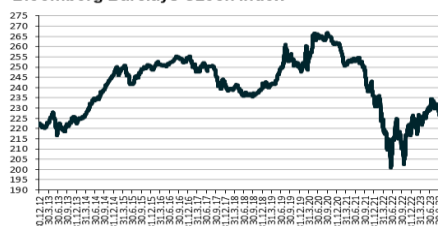
### DLUHOPISY – USA, EMU

V prosinci pokračoval na americké výnosové křivce vývoj z listopadu, tj. pokles výnosů živěný očekáváním, že inflace je již definitivně minulostí, že sazby Fedu jsou již na vrcholu a že rychle zamíří směrem dolů. Výsledkem vymizení tržního přesvědčení ze září a října, že sazby budou „delší dobu vysoko“, byl pokles výnosů na krátkém konci, jež po listopadovém poklesu o 40 b.b. dosáhl v prosinci dalších 40 b.b.; dvouleté výnosy tak koncem roku 2023 poklesly na 4,25 %. Na delším konci byly poklesy v listopadu o 55 b.b. a v prosinci o 45 b.b. na dnešních 3,9 %.

### DLUHOPISY ČR

**Česká výnosová křivka v prosinci výrazně klesla.** Na krátkém (dvouletém) konci výnosy klesly o téměř jeden procentní bod s tím, jak ČNB zahájila cyklus snižování sazeb: dvouletý výnos, který byl ještě koncem listopadu 5,6 %, klesl koncem roku 2023 na 4,65 %. Na desetileté splatnosti byl pokles také znatelný, a to ze 4,3 % koncem listopadu na 3,8 % koncem prosince.

Bloomberg Barclays Czech Index



### DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

#### Polské dluhopisy

**Vývoj na polské křivce byl kvalitativně stejný jako jinde:** dvouleté výnosy v prosinci klesly o 35 b.b. na 5,05 %, na desetileté splatnosti tomu pak vlivem dalších umírněných inflačních dat bylo stejně (-30 b.b. na 5,2 %).

#### Ukrajinské dluhopisy

Ofenziva ukrajinské armády s nástupem zimy a v souvislosti s problémy s dostatkem munice v podstatě skončila. Po prvotním odražení ruského útoku v roce 2022 mělo Rusko dostatek času na vybudování masivních obranných opevnění (aktuální délka přesahuje 5 tis. km). Jejich udržení či zpomalení ukrajinského postupu bylo ale dosaženo jen za cenu velkých ruských ztrát. Z pohledu osvobození území a zejména naplnění očekávání západních spojenců jde o neúspěch. Z pohledu vyčerpání ruské armády byla ofenziva bezprostředně úspěšná, nicméně dlouhodobá početní výhoda je na straně agresora, který si může dovolit dlouhodobě udržovat konflikt a využívat nejednoty západu a klesající podpory veřejnosti.

Rusko aktuálně kontroluje cca 109,000 km<sup>2</sup> (18 % Ukrajiny), na vrcholu invaze v březnu 2022 šlo o 25 %. 40 % z toho nicméně tvoří území, obsazená již v letech 2014-2015.

Současný stav je tak velmi podobný, jako po agresi v r.2014. Přes zimu se očekávají útoky Ruska za strategickou infrastrukturu a civilní cíle, v 2024 nový tlak Ruska a případná odpověď ukrajinské armády, která prozatím ze západní techniky nenasadila vše. Bez další podpory (zejména letecké a raketové/dělostřelecké převahy) bude ale těžký posun vpřed. Ukrajinské státní dluhopisy v USD v prosinci mírně cenově klesly. Proti cenám okolo 30 % nominální hodnoty zakončily rok zhruba na úrovni 27 %. Instrumenty v UAH naopak mírně rostly či stagnovaly.

#### Firemní dluhopisy

Tzv. total return index (TRI) koncem prosince v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce narostl jenom mírně (+0,4 %, stejně jako mezi říjnem a září či listopadem a říjnem), u spekulativních protějšků došlo k většímu růstu (o 2,6 %), rovněž srovnatelnému s listopadem (+2,7 %). V případě dolarových instrumentů byly pohyby větší: u investičních došlo v listopadu k výraznému růstu TRI o 7,5 %, který pak pokračoval i v prosinci (+4,9 %). U spekulativních dluhopisů listopadový růst TRI (+4,6 %), který vymazal předchozí poklesy (celkem o 2,3 % v předchozích 3 měsících), také pokračoval i v prosinci (+3,8 %). Kreditní prémie, které v srpnu-září na evropských investičních, resp. spekulativních instrumentech vzrostly o 26 % resp. 18 %, v listopadu a v prosinci rovněž zamířily dolů, a to celkem o 32 % resp. 31 %.

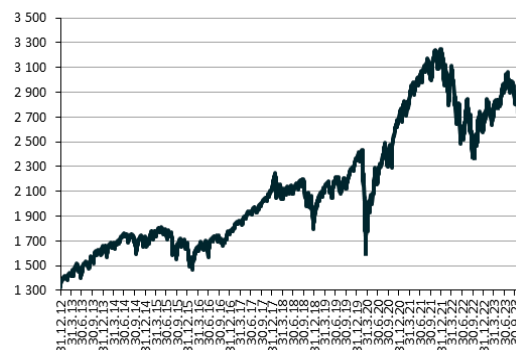
## Globální trhy

Poslední měsíc uplynulého roku byl pro akciové trhy vyspělých zemí výrazně pozitivní. Na základě příchodících makroekonomických a inflačních dat začala vyprchávat obava z mantry FEDu ohledně „higher for longer“, tedy vysokých úrokových sazeb po delší dobu, což vedlo k postupnému výraznému poklesu požadovaných dluhopisových výnosů. Tento vývoj na dluhopisových trzích byl pozitivně přijat na akciových trzích, když si například americký index S&P 500 meziměsíčně připsal kladných 4,4 %, technologický index NASDAQ pak +5,5 %. Nejlépe se však vedlo společnostem s malou tržní kapitalizací, které jsou více citlivé na úrokové sazby (index Russell 2000 +12,1 %). Obdobný příběh se odehrával i na trzích Západní Evropy, kde si celoevropský široký index DJ STOXX 600 připsal +3,8 %.

Klesající dluhopisové výnosy měly pozitivní vliv také na ceny akcií středoevropských společností. Nejvyšší zhodnocení si připsaly maďarské (index BUX +4,7 %) a rumunské (index BET +4,5 %) trhy. Dařilo se především společnostem ze spotřebitelského (Allegro, LPP, Dino Polska) a bankovního (OTP Bank, Bank Pekao, Moneta, PKO BP) sektoru. Premiantem však byl málo likvidní Magyar Telekom (+15,6 %), u něhož dochází k výraznému zlepšování ziskových ukazatelů. V průběhu prosince oznámila skupina COLT CZ akvizici tradičního českého výrobce malometrážní munice Sellier & Bellot, což zapadá do jejich dlouhodobé strategie expanze v nejen klíčovém segmentu ručních palných zbraní, ale i v souvisejících odvětvích.

Akcíím na rozvíjejících se trzích se také dařilo, v prosinci souhrnný index MSCI Emerging Markets USD připsal 3,7 %, za celý rok 2023 pak lehce přes 7%. Výrazně tak celkově zaostaly za rozvinutými trhy. Hlavní podíl na tomto výsledku mají čínské akcie, které i v prosinci opět ztrácely – index CSI300 odepsal -1,9 %, akcie v Hong-Kongu skončily „jen“ na nule. Za hlavní důvody můžeme označit nejistou vládní politiku, stav realitního sektoru a geopolitická rizika. Ostatním asijským trhům se dařilo o poznání lépe, především díky technologickým titulům. Indické akcie připsaly téměř 8%, korejské 4,7 % a taiwanské 3,5 %. Výborný rok zakončily akcie v Latinské Americe, nejvýznamnější brazilský trh (+5,4 %) podporoval slušný ekonomický růst, rychle klesající inflace a pokračující snižování úrokových sazeb.

MSCI World Index



## STRUKTURA PORTFOLIÍ

### Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolio v tomto měsíci vzrostla o 4,16 %. V závěru roku se ceny akcií na vyspělých trzích podívaly opět výše. Makroekonomická data posílila přesvědčení, že FED brzy přistoupí ke snížení sazeb. Dařilo se pak především společně s malou tržní kapitalizací. Mírné ztráty zaznamenalo pouze Japonsko. Zisky připisoval i středoevropský region, zejména Maďarsko. Rozvíjející se trhy za vyspělými zaostávaly, nicméně i zde akcie poskočily vzhůru. Výjimku tvořila jen Čína, kterou stále svírají problémy ohledně nemovitostního sektoru, zpomalující ekonomiky a geopolitického napětí.

V průběhu prosince jsme v portfoliu neprovedli žádné změny.

Koruna oslabila vůči dolaru i euru. Efekt měnového zajištění byl tedy negativní.

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>9,65%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,22%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,93%	0,93%	7,43%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>4,90%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	1,40%	1,40%	3,16%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	1,54%	1,54%	1,73%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>3,98%</b>
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,83%	1,83%	1,45%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,93%	2,68%	0,89%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,32%	0,32%	0,89%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	2,88%	3,63%	0,75%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>2,46%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,46%
<b>Akciové fondy</b>					<b>79,01%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	5,13%	5,13%	11,80%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	12,32%	13,14%	5,01%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	2,22%	2,97%	3,88%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	9,00%	9,80%	3,33%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	0,65%	2,45%	3,21%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,15%	1,89%	3,14%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	10,77%	11,58%	3,09%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	5,76%	6,54%	3,04%
BGF World Mining I2	Globální	USD	7,35%	8,14%	3,00%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	4,14%	4,90%	2,95%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	1,58%	2,33%	2,94%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	4,61%	6,48%	2,51%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	2,66%	4,50%	2,48%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	5,76%	7,65%	2,45%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	3,22%	5,07%	2,37%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	3,40%	5,25%	2,37%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-2,96%	-2,25%	2,27%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	8,66%	10,61%	2,13%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	7,39%	9,31%	2,01%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	6,81%	7,59%	1,93%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	4,13%	4,89%	1,89%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	3,21%	3,97%	1,79%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	5,26%	6,03%	1,79%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	5,11%	5,88%	1,67%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-0,49%	4,40%	1,59%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-0,38%	4,52%	1,59%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	7,13%	7,92%	1,42%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	0,74%	5,69%	0,68%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	-1,62%	3,22%	0,65%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>0,01%</b>

## Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolio v tomto měsíci vzrostla o 2,52 %. V závěru roku se ceny akcií na vyspělých trzích podívaly opět výše. Makroekonomická data posílila přesvědčení, že FED brzy přistoupí ke snížení sazeb. Dařilo se pak především společnostem s malou tržní kapitalizací. Mírné ztráty zaznamenalo pouze Japonsko. Zisky připisoval i středoevropský region, zejména Maďarsko. Rozvíjející se trhy za vyspělými zaostávaly, nicméně i zde akcie poskočily vzhůru. Výjimku tvořila jen Čína, kterou stále svírají problémy ohledně nemovitostního sektoru, zpomalující ekonomiky a geopolitického napětí.

Dluhopisová složka přispěla pozitivní výkonností.

V průběhu prosince jsme v portfoliu neprovedli žádné změny.

Koruna oslabila vůči dolaru. Efekt měnového zajištění byl tedy negativní.

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	1,90%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,93%	0,93%	16,54%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>37,23%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	1,40%	1,40%	24,20%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	1,54%	1,54%	13,03%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>10,97%</b>
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,83%	1,83%	3,40%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	2,88%	3,63%	2,77%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,93%	2,68%	2,59%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,32%	0,32%	2,21%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>2,46%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,46%
<b>Akciové fondy</b>					<b>30,81%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	5,13%	5,13%	4,58%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	12,32%	13,14%	1,97%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	2,22%	2,97%	1,52%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	9,00%	9,80%	1,34%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	10,77%	11,58%	1,21%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	1,58%	2,33%	1,21%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	5,76%	6,54%	1,17%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	0,65%	2,45%	1,17%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	4,14%	4,90%	1,17%
BGF World Mining I2	Globální	USD	7,35%	8,14%	1,16%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,15%	1,89%	1,15%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	4,61%	6,48%	0,99%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	3,40%	5,25%	0,97%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	2,66%	4,50%	0,97%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	3,22%	5,07%	0,97%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	6,81%	7,59%	0,93%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	5,76%	7,65%	0,90%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-2,96%	-2,25%	0,88%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	7,39%	9,31%	0,78%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	8,66%	10,61%	0,75%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	3,21%	3,97%	0,73%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	4,13%	4,89%	0,69%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	5,26%	6,03%	0,67%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	5,11%	5,88%	0,66%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	7,13%	7,92%	0,59%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	-0,49%	4,40%	0,56%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	-0,38%	4,52%	0,55%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	0,74%	5,69%	0,29%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	-1,62%	3,22%	0,28%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>0,08%</b>

## Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 1,42 %. Zpomalující americká inflace vede trhy k optimismu a přesvědčení, že FED brzy přistoupí ke snížení úrokových sazeb. Výnosy amerických i evropských dluhopisů na tento vývoj reagují poklesem (růst cen). Výrazný posun dolů po celé křivce zaznamenaly i výnosy českých státních dluhopisů poté, co ČNB v prosinci zahájila dlouho očekávané snižování úrokových sazeb.

V průběhu prosince jsme v portfoliu neprovedli žádné změny.

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>26,86%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,63%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,93%	0,93%	25,23%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>57,83%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	1,40%	1,40%	37,58%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	1,54%	1,54%	20,26%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>10,44%</b>
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,83%	1,83%	3,24%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	2,88%	3,63%	2,64%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,93%	2,68%	2,47%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,32%	0,32%	2,09%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>2,50%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,50%
<b>Akciové fondy</b>					<b>2,47%</b>
Goldman Sachs III Emerg.Markets Eq. Income I	Globální rozvíjející se trhy	USD	5,58%	6,35%	0,72%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	5,13%	5,13%	0,39%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	3,22%	5,07%	0,22%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	2,66%	4,50%	0,21%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	4,14%	4,90%	0,20%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	5,76%	6,54%	0,19%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	12,32%	13,14%	0,16%
Goldman Sachs III Japan Equity (Former NN) I	Japonsko	JPY	0,22%	5,15%	0,11%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	1,58%	2,33%	0,10%
BGF World Mining I2	Globální	USD	7,35%	8,14%	0,09%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	10,77%	11,58%	0,08%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,10%</b>

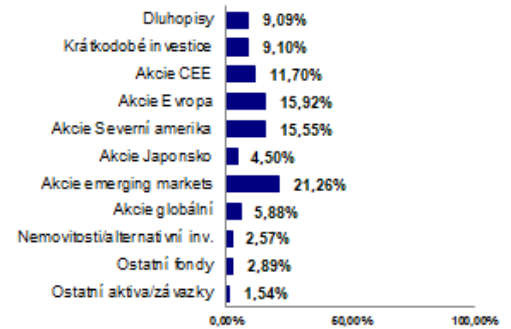


## DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 29.12.2023

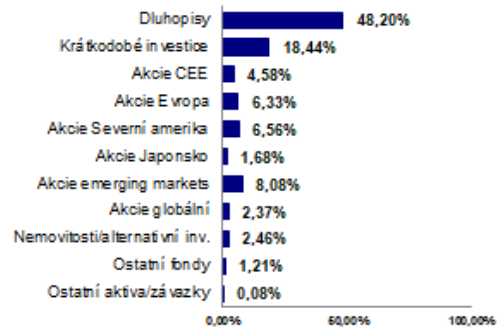


Struktura portfolia ke dni 30.11.2023

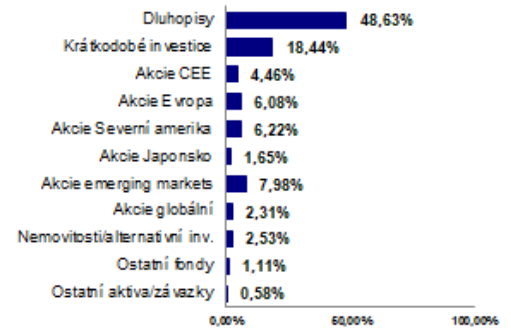


## VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 29.12.2023

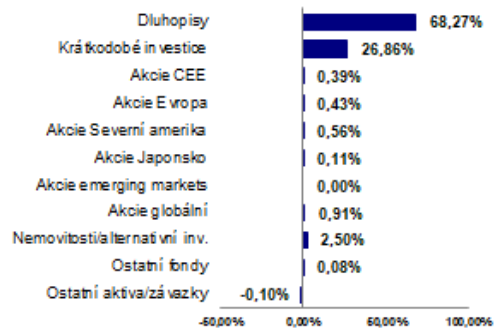


Struktura portfolia ke dni 30.11.2023

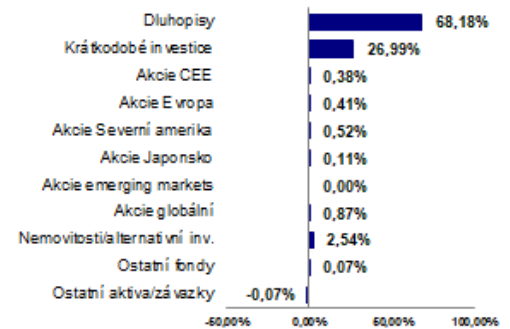


## KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 29.12.2023



Struktura portfolia ke dni 30.11.2023



## 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 tempo snižování sazeb ČNB bude rychlé (trh čeká pokles sazeb v ročním horizontu o cca 3 p.b.). Dle nás bude hodně záviset na tom, k jak velkému přecenění v lednu 2024 dojde, ale rizika jsou spíše k menšímu poklesu sazeb ČNB v roce 2024, než jaké věští trh. Pro výraznější pokles delších výnosů tak v nejbližším pololetí nevidíme prostor, čekáme tak u desetiletých výnosů návrat nad 4 %.

### 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.

Na Ukrajině prim nyní hraje politický vývoj. Nové americké financování bylo prozatím odsunuto v důsledku vnitropolitických neshod. Evropské peníze jsou zablokovány ze strany Maďarska. Mezinárodní měnový fond vydal aktualizaci navazujícího programu pro Ukrajinu v rámci analýzy udržitelnosti státního dluhu. Zpřísnění klíčových parametrů by mohlo vést kromě prodloužení splatnosti dluhopisů i k odložení kupónových plateb, nicméně vše v závislosti na poválečném vývoji ekonomiky.

Sílí tak hlasy o nutnosti začít mírová vyjednávání. Ukrajinský generál Zaluzhnyi shrnul před koncem roku současný stav jako pat, bez možnosti jedné strany k průlomu (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 v pásmu 1,05-1,10.

**Fundamentálně je česká koruna stále zralá na oslabení** – neduživý růst ekonomiky, disharmonické vnitřní i vnější vztahy či klesající úrokový diferenciál 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 sebrala 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 (4,30-4,35) 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

Po uplynulých růstových měsících na akciových trzích jsme nyní z krátkodobého hlediska mírně negativní. V následujících měsících očekáváme zvýšenou volatilitu spojenou s pohyby na požadovaných dluhopisových výnosech, geopolitickými riziky a příchozími makroekonomickými daty. Několik měsíců s vyššími úrokovými sazbami si již u některých společností a spotřebitelích vybírá svou daň, což představuje pro centrální banky velice složitou situaci při balancování mezi ekonomickou aktivitou a inflačními tlaky. To s velice důležitým následným nastavením základních úrokových sazeb. V roce 2024 nás čeká také mnoho důležitých voleb a s tím spojených



geopolitických tenzích. V lednu se jedná o volby na Taiwanu, na jaře v Rusku a v listopadu pak v USA. Sociální nepokoje vzrůstají ve většině zemí, tažené dezinformacemi a různými populisty.

Mnoho společností se již přenastavila na vyšší 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 cen komodit a energií. Z toho bude těžit také region střední Evropy, který je stále, co se týká výrobních nákladů, levným regionem. Navíc pozitivní momentum očekáváme po nedávných polských parlamentních volbách, které by mohly pomoci k uvolnění financí z evropských fondů. 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 v minulých měsících, 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.

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