

## ERGO pojišťovna

# ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC LEDEN 2024

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



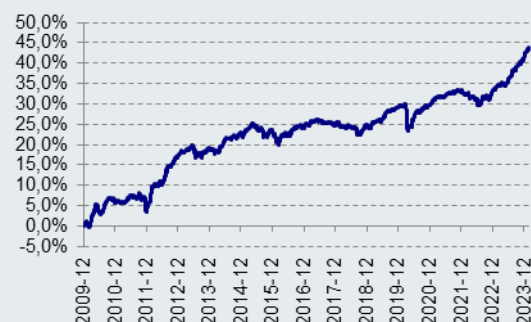
## Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **187,0270**  
Výkonnost za poslední měsíc **-0,94 %**



## Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **167,1974**  
Výkonnost za poslední měsíc **0,10 %**



## Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **143,8548**  
Výkonnost za poslední měsíc **0,59 %**

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

### DLUHOPISY – USA, EMU

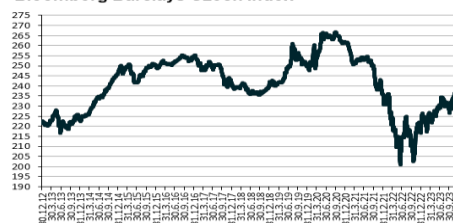
V lednu se na americké výnosové křivce nic zvláštního nestalo. Výnosy na krátkém konci byly koncem ledna skoro úplně stejné jako koncem prosince, byť v rámci měsíce jsme byli svědky volatility v rozsahu  $\pm 15$  b.b. Na konci ledna dvouleté výnosy zůstaly kolem 4,2 %, desetileté kolem 3,9 %.

V Eurozóně byl vývoj také nepříliš zajímavý: po listopadovém i prosincovém výrazném poklesu (-20 b.b. resp. -40 b.b.) zůstaly v lednu výnosy na krátkém konci neměnné na 2,4 %, na dlouhém konci po dvou předchozích měsících poklesu o cca 40 b.b. v každém z nich v lednu výnosy lehce vyrostly (o zhruba 15 b.b. na 2,15 %).

### DLUHOPISY ČR

**Česká výnosová křivka v lednu výrazně zvýšila svůj sklon.** Na krátkém (dvouletém) konci výnosy klesly oproti prosinci o 55 b.b. na 4,1 % s tím, jak trh začal pod vlivem vyjádření některých centrálních bankéřů (Holub, Frait) vyhlížet větší (půlprocentní) snížení sazeb ČNB na únorovém zasedání. Dlouhý konec naopak lehce (+10 b.b.) vzrostl nad 3,8 %, ovlivňován primárně vývojem na zahraničních obligačních trzích.

Bloomberg Barclays Czech Index



### DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

#### Polské dluhopisy

**Vývoj na polské křivce nebyl příliš zajímavý:** dvouleté výnosy v lednu poklesly o 15 b.b. na 4,9 %, podpořeny investorským konsensem pokračujícího snižování úrokových sazeb v CEE regionu. Na desetileté splatnosti zůstaly výnosy bez větší změny 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 lednu cenově stagnovaly na úrovních 20-30 % nominální hodnoty.

#### Firemní dluhopisy

Tzv. total return index (TRI) koncem ledna v případě korporátních dluhopisů investičního i spekulativního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce narostl jenom mírně (+0,5 %). V případě dolarových instrumentů se nic nestalo: u investičních došlo po výrazném růstu v listopadu (7,5 %) a prosinci (4,9 %) k de facto stagnaci (-0,2 %). U spekulativních dluhopisů listopadový růst TRI (+4,6 %), který vymazal předchozí poklesy (celkem o 2,3 % v předchozích 3 měsících) a který pokračoval i v prosinci (+3,8 %), se v lednu zastavil (-0,2 %). Kreditní prémie spekulativních instrumentů denominovaných v EUR po výrazném listopadovém i prosincovém poklesu v lednu mírně vzrostly (+5,6 %), podobně jako tomu bylo u eurových instrumentů investičního stupně (+3,7 %).

## Globální trhy

Výkonnost akciových trhů v lednu byla rozdílná. Dařilo se vyspělým trhům, zvláště těm americkým, index S&P 500 si meziměsíčně připsal + 1,6 %. K dobré výkonnosti indexu z velké části přispěla úzká skupina akcií tzv „magická sedmička“ největších společností. Příchozí slušná makroekonomická data naznačovala „lehké přistání“ bez výrazného propadu hospodářské aktivity. Zároveň od některých členů bankovní rady zazněl mírné holubičí nádechy ohledně budoucího nastavení úrokových sazeb FEDu. Slušné zisky si tak připsaly růstové společnosti nebo komodity. Cena ropy rostla na základě událostí v oblasti rudého moře a dronového útoku na rafinérii v Rusku. Na to pozitivně reagovaly akcie energetických společností. Při ponechání základní úrokové sazby ECB na 4 procentních bodech si také pozitivní zhodnocení +1,4 % připsal evropský index DJ STOXX 600.

MSCI World Index



Výkonnost středoevropských trhů byla rozdílná. Většina indexů si připsala pozitivní zhodnocení, avšak největší a nejlikvidnější místní trh, Polsko – index WIG30, skončil 2,4 % v mínusu. Mezi důvody bylo uzavírání zisků z dobrého předešlého roku a negativní lednový sentiment na rozvíjejících se trzích obecně. Se ztrátami skončil především segment spotřebitelského zboží a těžarů uhlí a mědi. Relativně dobrou ziskovost vykázaly bankovní tituly (Erste Bank, Komerční banka, Banca Transilvania, OTP, PEKAO,...) v celém regionu. PX index pražské burzy si připsal +2,8 %, v plusu skončily všechny akciové tituly až na akcie ČEZ (-9,2 %), které jsou při současných cenách silové elektřiny a emisních povolenek na evropských trzích nadhodnocené a jedinou omezující pro současnou vyšší cenu akcií jsou spekulace na korporátní akci ze strany státu. Kladné zhodnocení si připsaly také burzy v Budapešti (index BUX +5,7 %) a Bukurešti (index BET +0,9 %).

Akcie na rozvíjejících se trzích v prvním měsíci v roce ztrácely, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD odepal 4,7 %, a nenavázaly tak na růst na konci minulého roku. Lví podíl, jak už bývá v posledních měsících zvykem, na tom měly opět čínské akcie (Hong-Kong -9,2 %, index CSI300 -6,3 %). Investoři se nadále obávají, že růst čínské ekonomiky nebude v budoucnu tak robustní, navíc realitní sektor, který byl vždy motorem růstu, se stále potýká v problémech. Tržní sentiment je z těchto důvodů nadále negativní, nepomohlo ani celkem překvapivé snížení minimálních rezerv pro čínské banky. Mnohem lépe se dařilo indickým a taiwanským akciím. Indie se postupně pro mnohé investory stává zajímavou strategickou alternativou vůči Číně. Akciím v Latinské Americe se nedařilo, a to především díky poklesu v Brazílii. Investoři vybírali zisky, trend nezvratila ani relativně slušná ekonomická data a pokračující snižování úrokových sazeb.

## STRUKTURA PORTFOLIÍ

### Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolio v tomto měsíci poklesla o 0,94 %. Vyspělé trhy v lednu přispěly smíšenou výkonností. Dařilo se především největším americkým i evropským společnostem, malé firmy naopak zaostávaly. Výrazně vzrostly japonské akcie, tamější ekonomika se na rozdíl od většiny světa zatím nepotýká s vysokou inflací, navíc tokijská burza podniká kroky ke zlepšení corporate governance. Rozvíjející se trhy poklesly, k čemuž přispěla především Čína. Přetrvávající problémy tamní ekonomiky a geopolitická nejistota způsobují dlouhodobý odliv zahraničních investorů.

V průběhu ledna jsme v portfoliu neprovedli žádné změny.

Koruna oslabila vůči dolaru i vůči 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>9,22%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,64%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,72%	0,72%	7,58%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>4,91%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,62%	0,62%	3,19%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,95%	0,95%	1,72%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>4,42%</b>
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,50%	1,50%	1,60%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	2,29%	4,85%	1,01%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,24%	-0,24%	0,96%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	0,58%	3,09%	0,84%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>2,68%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	0,50%	0,50%	2,68%
<b>Akciové fondy</b>					<b>79,29%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	1,71%	1,71%	11,77%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-2,01%	0,44%	4,69%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-6,26%	-3,92%	4,05%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-3,30%	-2,67%	3,39%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,86%	-2,48%	3,33%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-4,09%	-1,69%	3,24%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-8,10%	-5,80%	3,01%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	0,46%	2,97%	3,00%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-0,34%	2,15%	3,00%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-4,27%	-1,88%	2,99%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-5,77%	-3,42%	2,98%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	0,52%	1,17%	2,61%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	3,29%	3,96%	2,51%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	0,88%	1,53%	2,48%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	0,51%	1,16%	2,44%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	0,42%	1,07%	2,44%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-9,46%	-7,20%	2,28%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-0,79%	1,69%	2,13%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-1,45%	-0,81%	1,94%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-0,22%	0,43%	1,92%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,43%	1,03%	1,88%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	3,64%	6,23%	1,82%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,92%	0,53%	1,79%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	1,93%	4,48%	1,61%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	7,90%	5,97%	1,59%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	7,98%	6,05%	1,59%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	1,89%	4,44%	1,34%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	1,15%	-0,66%	0,74%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	3,82%	1,96%	0,72%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,50%</b>

## Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci vzrostla o 0,10 %. Vyspělé trhy v lednu přispěly smíšenou výkonností. Dařilo se především největším americkým i evropským společnostem, malé firmy naopak zaostávaly. Výrazně vzrostly japonské akcie, tamější ekonomika se na rozdíl od většiny světa zatím nepotýká s vysokou inflací, navíc tokijská burza podniká kroky ke zlepšení corporate governance. Rozvíjející se trhy poklesly, k čemuž přispěla především Čína. Přetrvávající problémy tamní ekonomiky a geopolitická nejistota způsobují dlouhodobý odliv zahraničních investorů.

Dluhopisová složka přispěla pozitivní výkonností, především pak rizikové asijské dluhopisy.

V průběhu ledna 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>18,33%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,85%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,72%	0,72%	16,48%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>37,01%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,62%	0,62%	24,03%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,95%	0,95%	12,98%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>11,00%</b>
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,50%	1,50%	3,36%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	0,58%	3,09%	2,73%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	2,29%	4,85%	2,57%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,24%	-0,24%	2,34%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>2,62%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	0,50%	0,50%	2,62%
<b>Akciové fondy</b>					<b>31,26%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	1,71%	1,71%	4,51%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-2,01%	0,44%	1,80%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-6,26%	-3,92%	1,55%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-0,34%	2,15%	1,27%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-4,27%	-1,88%	1,26%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-4,09%	-1,69%	1,24%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-3,30%	-2,67%	1,21%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-8,10%	-5,80%	1,20%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-5,77%	-3,42%	1,19%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-4,86%	-2,48%	1,19%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	0,46%	2,97%	1,14%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	3,29%	3,96%	1,07%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	0,51%	1,16%	1,04%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	0,52%	1,17%	1,04%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-0,79%	1,69%	1,00%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	0,42%	1,07%	0,97%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	0,88%	1,53%	0,95%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-9,46%	-7,20%	0,87%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-0,22%	0,43%	0,83%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-1,45%	-0,81%	0,79%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,43%	1,03%	0,74%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,92%	0,53%	0,72%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	3,64%	6,23%	0,69%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	7,98%	6,05%	0,63%
Allianz Japan Equity WT (JPY )	Japonsko	JPY	7,90%	5,97%	0,62%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	1,93%	4,48%	0,62%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	1,89%	4,44%	0,51%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	1,15%	-0,66%	0,31%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	3,82%	1,96%	0,30%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,23%</b>

## Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,59 %. Americká výnosová křivka se v průběhu ledna příliš nezměnila, podobný vývoj zaznamenaly i výnosy v eurozóně. Jak FED, tak ECB zatím udržují úrokové míry na stávajících vysokých úrovních.

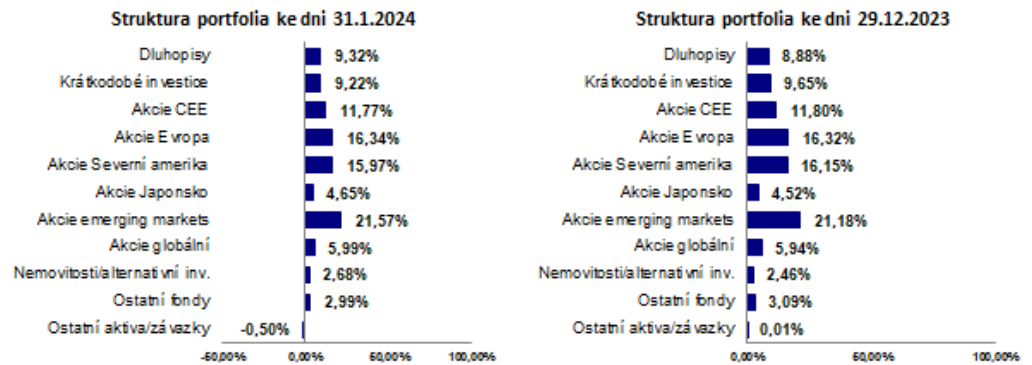
Výnosy českých státních dluhopisů na krátkém konci poklesly kvůli komentářům některých členů bankovní rady o výraznějším snížení sazeb v únoru.

V průběhu ledna jsme v portfoliu neprovedli žádné změny.

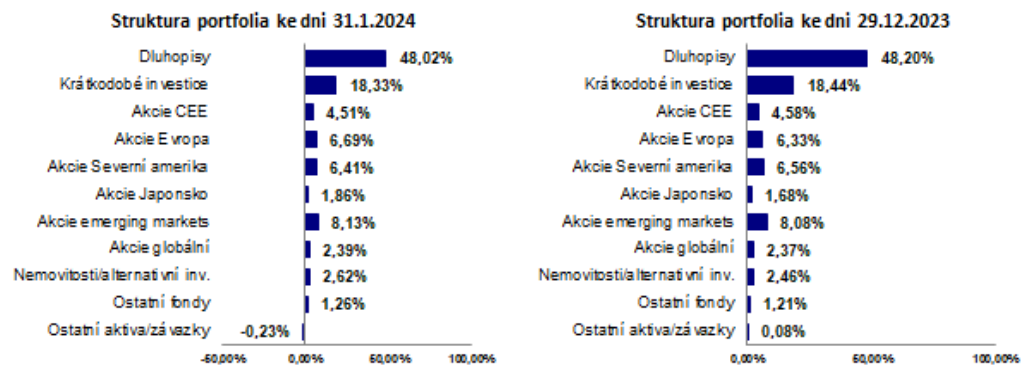
Žádná z cizoměnových pozic nepřesáhla hranici 1,5 mil. Kč, od které zajišťujeme měnové riziko.

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>23,54%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,39%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,72%	0,72%	22,15%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>50,68%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,62%	0,62%	32,92%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,95%	0,95%	17,76%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>9,12%</b>
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,50%	1,50%	2,82%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	0,58%	3,09%	2,29%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	2,29%	4,85%	2,15%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,24%	-0,24%	1,86%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>13,44%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	0,50%	0,50%	13,44%
<b>Akciové fondy</b>					<b>3,37%</b>
Goldman Sachs III Emerg.Markets Eq. Income I	Globální rozvíjející se trhy	USD	0,75%	3,27%	0,61%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-8,10%	-5,80%	0,50%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-5,77%	-3,42%	0,49%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	-4,27%	-1,88%	0,41%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	1,71%	1,71%	0,33%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	0,52%	1,17%	0,22%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	0,51%	1,16%	0,21%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-0,34%	2,15%	0,16%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	0,46%	2,97%	0,16%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-2,01%	0,44%	0,14%
Goldman Sachs III Japan Equity (Former NN) I	Japonsko	JPY	5,70%	3,81%	0,13%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,14%</b>

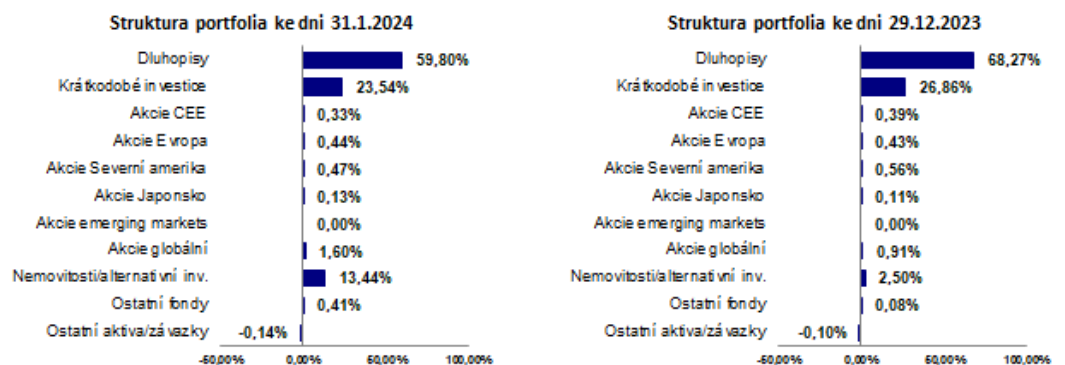
## □ DYNAMICKÉ PORTFOLIO



## □ VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



## □ KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### České dluhopisy

Na jedné straně nadále trvá vnitřní (rozpočtová) i vnější nerovnováha i smršťující se úrokový diferenciál, což jsou faktory působící proti poklesu českých výnosů. Naproti tomu došlo 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 3,5 p.b.). Dle nás bude hodně záviset na tom, jak velkému přecenění v lednu 2024 dojde, což nastaví hladinu pro úroveň spotřebitelské inflace v letošním roce, ale rizika jsou spíše ve směru omezenějšího poklesu sazeb ČNB v roce 2024, než jaké věští trh. Pro další výraznější pokles delších výnosů tak v nejbližším pololetí nevidíme prostor, naopak čekáme u desetiletých výnosů návrat nad hladinu 4 %.

### Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

V Polsku centrální banka po předvolebním snížení měnověpolitické sazby již v současnosti dále nesnižuje – stále napjatý trh práce, silný růst mezd a ve čtvrtém čtvrtletí i urychlující jádrová inflace způsobily, že si dává s úpravami měnové politiky pauzu. To se podepisuje i na výnosech, které zůstávaly relativně stabilní. S obnovením cyklu snižování sazeb, nejspíš koncem 1. čtvrtletí, lze čekat mírný pokles výnosů, na dlouhém konci v první polovině roku do pásma 4,8 – 5 %.

Prim nyní hraje politický vývoj. Nové americké financování bylo prozatím odsunuto v důsledku vnitropolitických neshod. Evropské peníze byly naopak i přes prvotní nesouhlas Maďarska odblokovány a dojednány byly i nové dodávky munice. Mezinárodní měnový fond již před koncem roku 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 průlomům (v ostrém kontrastu se souběžnými vyjádřeními prezidenta Zelenského, který pat nevidí a jednání odmítá). Kapacitní i politické zdroje západu tak narážejí 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 setrvávání kurzu v pásmu 1,05-1,10.

**Fundamentálně je česká koruna i dále 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 do pásma 25-25,50 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 hodnoty 4,30-4,35 vidíme jako maximum možného. Pokud se někam v příštích měsících vydá, pak dle nás na mírně 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 příchodními 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 základ-



ních úrokových sazeb. V roce 2024 nás čeká také mnoho důležitých voleb a s tím spojených geopolitických tenzích. V lednu proběhly volby na Taiwanu a tak se čeká na „nelehké“ jmenování nové vlády, 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*