

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ÚNOR 2024

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



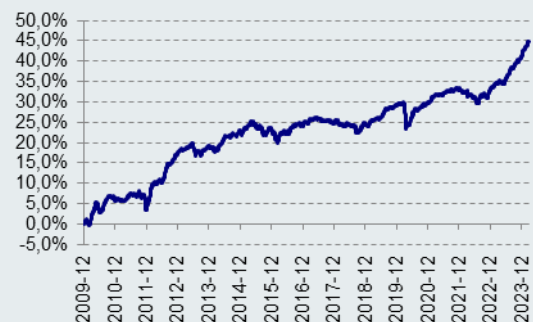
Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **191,0177**
Výkonnost za poslední měsíc **2,13 %**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **169,4443**
Výkonnost za poslední měsíc **1,34 %**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **144,9192**
Výkonnost za poslední měsíc **0,74 %**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

V únoru došlo na trhu amerických vládních dluhopisů k růstu požadovaných výnosů. Krátký konec výnosové křivky (resp. dvouletá splatnost) vzrostl o cca 30 b.b. na 4,6 %, v rámci dlouhodobých splatností (10 let) pak o cca 20 b.b. na 4,25 %. Důvodem byla makroekonomická (růstová, inflační) data, která trhy přesvědčila, že se snižováním sazeb to nebude letos až tak horké, jak to původně (ještě v prosinci) investoři konsensuálně viděli.

V Eurozóně byl vývoj, při absenci významnějších vlastních kurzotvorných faktorů, podobný. Německý dvouletý státní výnos vzrostl o cca 40 b.b. na 2,9 %, desetiletý o 15 b.b. na 2,4 %).

DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka v únoru ignorovala vývoj v zahraničí a za současného zvyšování svého sklonu poklesla. Mírná lednová inflace, jež byla v únoru zveřejněna, společně s půlprocentním únorovým poklesem sazeb ČNB vedla k poklesu krátkého konce o 60 b.b. na 3,65 %. Na dlouhém konci byl pokles samozřejmě menší, jen zhruba o 10 b.b. na 3,9 %, a to i díky výše zmíněnému vývoji na světových oblihačních trzích.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

Vývoj na polské křivce byl v únoru nadprůměrně stabilní: dvouleté výnosy vzrostly o 6 b.b. na 5 %, desetileté naopak o 6 b.b. poklesly (na 5,3 %). Vedle v současnosti neměnné měnové politiky a vývoje výnosů v zahraničí (růst) se pozitivně projevoval zesílený zájem jak zahraničních, tak domácích institucionálních investorů.

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 km² (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 agresí 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 a na mnoha místech bude docházet spíše ke snahám Ruska o postup vpřed. Ukrajinské státní dluhopisy v UAH v únoru cenově stagnovaly či mírně vyklesávaly. Dolarové státní dluhopisy pak od poloviny měsíce začaly cenově růst v důsledku spekulací o zveřejnění návrhu na restrukturalizaci cizoměnového ukrajinského státního dluhu pod taktovkou IMF a před uplynutím dříve domluveného dvouletého prodloužení splatnosti.

Firemní dluhopisy

Tzv. total return index (TRI) koncem února v případě korporátních dluhopisů investičního i spekulativního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce narostl jenom mírně (shodně po +0,4 %). V případě dolarových instrumentů se nic nestalo: u investičních došlo po výrazném růstu v listopadu (7,5 %) a prosinci (4,9 %) a faktické lednové stagnaci (-0,2 %) v únoru jen k mírnému poklesu (-2 %), jež reflektoval růst výnosů na křivce vládních dluho-

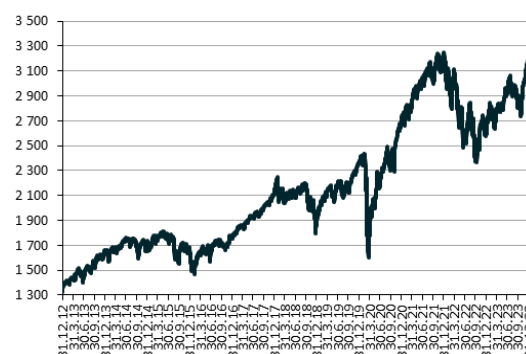
pisů. U spekulativních dluhopisů jsme se po výrazných pohybech v listopadu (+4,6 %) a v prosinci (+3,8 %) ani v lednu (-0,2 %) ani v únoru (+0,2 %) žádných větších změn nedočkali. Kreditní prémie investičních i spekulativních instrumentů denominovaných v EUR po růstu v lednu (+3,7 % resp. +5,6 %) v únoru opětovně a poměrně výrazně klesly (-8,5 % resp. -6,9 %).

AKCIE

Globální trhy

Akciovým trhům se ve většině případů dařilo. Japonský akciový trh (Nikkei 225 meziměsíčně +7,9 %) dosáhl historických maxim. V USA zveřejnilo výsledky hospodaření 5 společností z „magické sedmičky“, které buď překonaly nebo byly blízko odhadům analytiků. I když trh posouvá odhady začátku snižování úrokových sazeb Fedem dále, zveřejněné měkké indikátory jako např. index nákupních manažerů (PMI) naznačil expanzi budoucí aktivity a většina trhu tak nyní očekává „měkké ekonomické přistání“ - tedy pozitivní ekonomický růst s inflací pod kontrolou. Americký index S&P 500 si meziměsíčně připsal +5,3 %. O něco méně zaostaly evropské akcie (index DJ STOXX 600 +1,8 %). Důvodem byla záporná výkonnost UK akcií (index FTSE 250 -1,6 %), které reagovaly na zveřejněná čtvrtletní HDP data ukazující spadnutí tamní ekonomiky do recese.

MSCI World Index



Akciovým obchodovaným na burzách střeoevropského regionu se dařilo. Nejvyšší výkonnost si připsal největší a nejlikvidnější polský trh (index WIG30 +6,4 %). Dobrá ekonomická tamní data a silný spotřebitel vedly k růstu především bankovního (Santander Bank, PEKAO SA, PKO BP) a spotřebitelského (CCC, LPP, Eurocash) sektoru. Nedařilo se utilitám, u nichž stále nevíme jak či případně zda dojde k rozdělení na čisté a špinavé zdroje. Na pražské burze (index PX +0,3 %) se dařilo Komerční bance a Monetě, u nichž se očekává výplata štědré dividendy. Naopak vůbec se nedařilo akciím ČEZ (meziměsíčně -8 %), jež se dostaly pod prodejní tlak z důvodu vyklesávání cen silové elektřiny a emisních povolenek. V Rumunsku (index Bet +2,4 %) se také dařilo akciím bank (BRD a Transilvania) a zároveň akciím těžaře ropy a plynu Petrom.

Akciovým na rozvíjejících se trzích se rovněž dařilo, souhrnný index MSCI Emerging Markets USD připsal 4,6 %. Nejlépe si vedly asijské trhy v čele s Čínou (CSI300 + 9,35 %, Hong-Kong +6,6 %). Příchozí ekonomická data z čínské ekonomiky byla lepší než se čekalo (např. turistické výdaje během čínského Nového roku překonaly před-covidové úrovně), vláda dále podpořila realitní sektor a investoři začínají vyhlížet světlejší zítřky. Dařilo se výrobcům čipů v Koreji a Taiwanu. Indické akcie zaostávaly (+1 %). Turecké akcie povyskočily výše (+6,6 %), nicméně oslabující lira sebrala investorům část výnosů. Slabší měsíc si vybrali akcie v Latinské Americe (MSCI Latin Amerika USD -0,5 %).

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci vzrostla o 2,13 %. V únoru se většině akciových trhů dařilo. V USA ceny akcií rostly vlivem dobrých kvartálních výsledků největších amerických firem. Evropské trhy připisovaly nižší zhodnocení vlivem zhoršujících se makroekonomických dat z Německa a Velké Británie. Velmi vysoký nárůst cen zaznamenaly akcie v Japonsku. Rozvíjející se trhy táhla vzhůru po dlouhé době Čína, kde vláda ohlásila pomoc tamnímu nemovitostnímu sektoru.

V průběhu února jsme v portfoliu výrazně zvýšili zastoupení akcií na úkor krátkodobých investic. V rámci akciové složky jsme zvýšili zastoupení středoevropských fondů a přidali fond zaměřený na Velkou Británii. Do portfolia jsme znovu přidali i turecký fond.

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
Krátkodobé investice					6,20%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,61%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,47%	0,47%	4,58%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					4,83%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,49%	0,49%	3,13%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,55%	0,55%	1,70%
Dluhopisové fondy - ostatní					4,25%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,14%	1,14%	1,59%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,44%	1,44%	0,96%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,80%	3,98%	0,94%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-0,41%	1,73%	0,76%
Fondy alternativních investic					2,63%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,63%
Akciové fondy					82,28%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	3,94%	3,94%	12,77%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	5,76%	8,03%	4,78%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	4,64%	6,88%	3,96%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	4,84%	6,84%	3,20%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	4,33%	6,57%	3,17%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-6,21%	-4,20%	3,03%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-7,29%	-5,30%	3,00%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-1,09%	1,03%	2,99%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	3,02%	5,23%	2,97%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	2,54%	4,74%	2,95%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	1,30%	3,47%	2,89%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	0,26%	2,17%	2,75%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	2,49%	4,45%	2,54%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	9,30%	11,64%	2,48%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	0,81%	2,73%	2,45%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	2,84%	4,80%	2,44%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	1,85%	3,79%	2,41%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	0,66%	2,82%	1,86%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	5,01%	7,26%	1,82%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	4,45%	6,69%	1,81%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-1,14%	0,75%	1,80%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	n/a	n/a	1,80%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-3,84%	-2,00%	1,77%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	3,06%	5,27%	1,70%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	5,07%	5,58%	1,65%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	3,52%	4,03%	1,62%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	12,26%	14,67%	1,48%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	4,95%	7,20%	1,40%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	2,49%	4,45%	1,34%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	4,48%	4,99%	0,76%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	5,80%	6,32%	0,69%
OSTATNÍ					-0,18%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci vzrostla o 1,34 %. V únoru se většinou akciových trhů dařilo. V USA ceny akcií rostly vlivem dobrých kvartálních výsledků největších amerických firem. Evropské trhy připisovaly nižší zhodnocení vlivem zhoršujících se makroekonomických dat z Německa a Velké Británie. Velmi vysoký nárůst cen zaznamenaly akcie v Japonsku. Rozvíjející se trhy táhla vzhůru po dlouhé době Čína, kde vláda ohlásila pomoc tamnímu nemovitostnímu sektoru.

Dluhopisová složka přispěla mírně pozitivní výkonností.

V průběhu února jsme v portfoliu výrazně zvýšili zastoupení akcií na úkor krátkodobých investic.

V rámci akciové složky jsme zvýšili zastoupení střeoevropských fondů a přidali fond zaměřený na Velkou Británii. Do portfolia jsme znovu přidali i turecký fond.

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
Krátkodobé investice					13,66%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,94%
Conseq Invest Konzervativní A	Střeoevropský region	CZK	0,47%	0,47%	11,72%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					37,37%
Conseq Invest Dluhopisový B	Střeoevropský region	CZK	0,49%	0,49%	24,29%
Conseq korporátních dluhopisů A	Střeoevropský region	CZK	0,55%	0,55%	13,08%
Dluhopisové fondy - ostatní					11,17%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,14%	1,14%	3,44%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-0,41%	1,73%	2,75%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,80%	3,98%	2,64%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,44%	1,44%	2,34%
Fondy alternativních investic					2,60%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,60%
Akciové fondy					35,34%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Střeoevropský region	CZK	3,94%	3,94%	5,44%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	5,76%	8,03%	2,06%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	4,64%	6,88%	1,64%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	4,84%	6,84%	1,37%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	4,33%	6,57%	1,37%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	3,02%	5,23%	1,31%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-6,21%	-4,20%	1,30%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-7,29%	-5,30%	1,29%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	1,30%	3,47%	1,29%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	2,54%	4,74%	1,28%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	-1,09%	1,03%	1,23%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	2,84%	4,80%	1,11%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	0,26%	2,17%	1,11%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	9,30%	11,64%	1,09%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	2,49%	4,45%	1,08%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	1,85%	3,79%	1,06%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	0,81%	2,73%	1,06%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	0,66%	2,82%	1,02%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-1,14%	0,75%	0,83%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	5,01%	7,26%	0,78%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-3,84%	-2,00%	0,76%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	3,06%	5,27%	0,75%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	4,45%	6,69%	0,73%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	n/a	n/a	0,72%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	5,07%	5,58%	0,65%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	3,52%	4,03%	0,64%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	12,26%	14,67%	0,61%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	2,49%	4,45%	0,58%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	4,95%	7,20%	0,54%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	5,80%	6,32%	0,32%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	4,48%	4,99%	0,32%
OSTATNÍ					-0,13%

Konzervativní portfolio

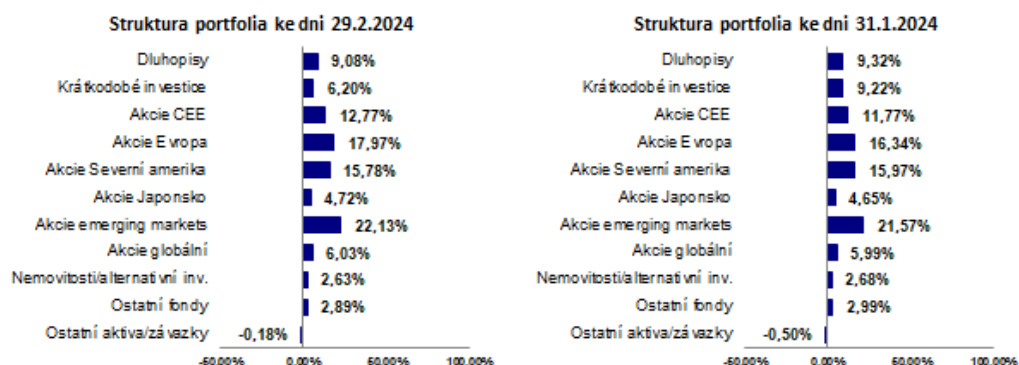
Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,74 %. Výnosy amerických dluhopisů v únoru vzrostly (ceny poklesly). Na vině byla především růstová makroekonomická data, která sice ukázala odolnost americké ekonomiky, oddalují však začátek snižování úrokových sazeb kvůli obavám z návratu vysoké inflace. Vývoj dluhopisů v eurozóně byl obdobný, zde jsou makroekonomická data horší, nicméně ECB se snižováním sazeb stále vyčkává. Výnosy českých dluhopisů naopak poklesly, kvůli prvnímu snížení sazeb ze strany ČNB o 50 b.b.

V průběhu února jsme v portfoliu výrazně zvýšili zastoupení akcií na úkor krátkodobých investic. V rámci akciové složky jsme zvýšili zastoupení středoevropských fondů a přidali fond zaměřený na Velkou Británii.

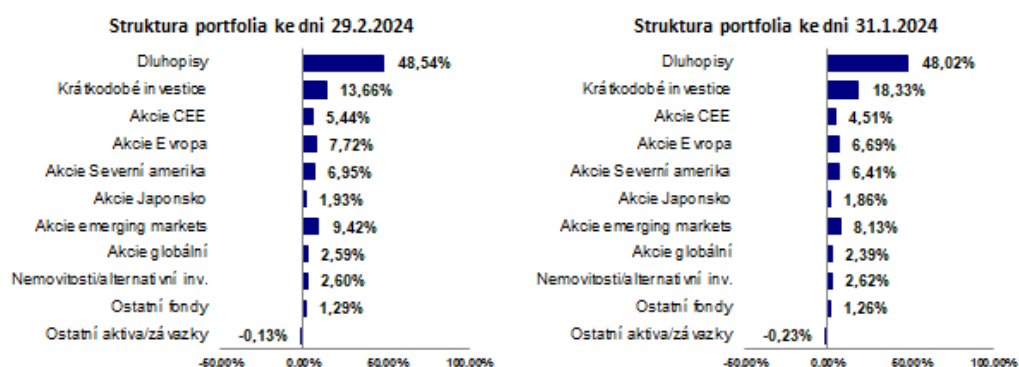
Žádná z cizoměnových pozic nepřesáhla hranici 1,5 mil. Kč, od které zajišťujeme měnové riziko.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					26,86%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,05%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,47%	0,47%	24,81%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					57,85%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,49%	0,49%	37,59%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,55%	0,55%	20,26%
Dluhopisové fondy - ostatní					10,47%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,14%	1,14%	3,23%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-0,41%	1,73%	2,61%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,80%	3,98%	2,48%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,44%	1,44%	2,15%
Fondy alternativních investic					2,24%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,24%
Akciové fondy					2,75%
Goldman Sachs III Emerg.Markets Eq. Income I	Globální rozvíjející se trhy	USD	5,24%	7,50%	0,76%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	3,94%	3,94%	0,44%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	0,81%	2,73%	0,31%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	1,85%	3,79%	0,28%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	3,02%	5,23%	0,17%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	2,54%	4,74%	0,17%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	5,76%	8,03%	0,15%
Goldman Sachs III Japan Equity (Former NN) I	Japonsko	JPY	7,89%	8,42%	0,14%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	1,30%	3,47%	0,10%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-6,21%	-4,20%	0,08%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-7,29%	-5,30%	0,08%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	n/a	n/a	0,06%
OSTATNÍ					-0,18%

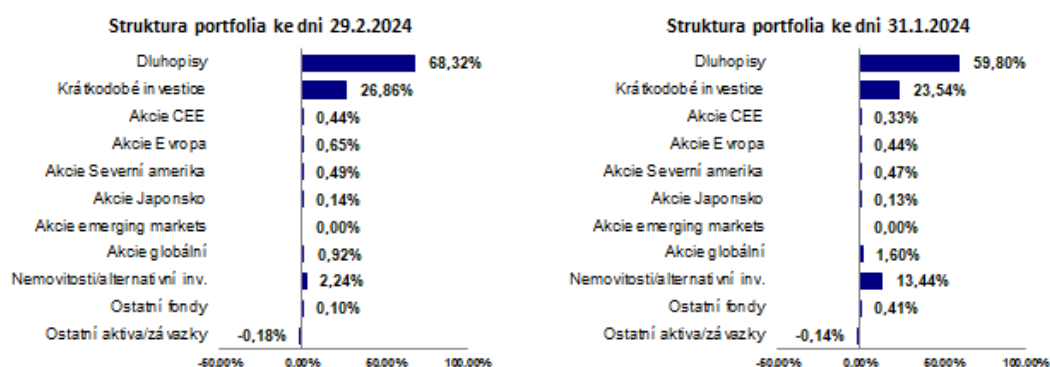
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Relativně mírná lednová inflace ve spojitosti se slabým ekonomickým růstem (ekonomika je na úrovni roku 2019) dále posílila tržní očekávání na rychlý pokles sazeb. Naproti tomu však klesající úrokový diferencál oslabuje korunu, což ČNB vyhodnocuje jako pro-inflační riziko a krotí komentáři členů Bankovní rady trh v jeho očekáváních na uvolnění měnové politiky. Nadto se ČNB nechce vrátit do éry velmi nízkých sazeb z minulé dekády. K tomu je potřeba připočítat stále velký deficit rozpočtu, který zvyšuje emisi dluhopisů. Dohromady to dle nás dává obrázek výnosů mezi 3,5 % a 4 % jak na krátkém, tak na dlouhém konci. Prostor pro další pokles požadovaných výnosů (růst cen dluhopisů) proto nevidíme, výnosová křivka by se postupně měla navrátit na (alespoň) mírně vyšší úroveň a zároveň zvyšovat svůj sklon – posun vzhůru by tak měl být vyšší v segmentech delších splatností.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

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

Prim na Ukrajině stále hraje politický vývoj. Nové americké financování bylo prozatím odsunuto v důsledku vnitropolitických neshod. Evropské peníze byly naopak i přes prvotní nesouhlas Maďarska odblokovány, dojednány byly i nové dodávky munice a zdá se, že zejména shoda o navýšení muničního zásobování je v Evropě velmi silná. 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 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 setrvávání kurzu v pásmu 1,05 - 1,10.

Fundamentálně je česká koruna nyní zhruba na úrovních, kde bychom ji vzhledem k výhledu úrokových sazeb, neduživému růstu ekonomiky a fiskální politice čekali. Respektive, šlo by čekat i další oslabení (ke 26), ale předpokládáme, že mu bude ČNB bránit buďto tím, že zvolní skutečné tempo snižování sazeb anebo že bude intervenovat na její podporu. Proto čekáme pohyb v pásmu kolem 25,50.

Polský zlotý nemá pevné makroekonomické základy, a navíc mu centrální banka sebrala minulý rok na podzim berličku v podobě (vyšších) úrokových sazeb, které jsou dnes již jen velmi lehce nad sazbami v USA. V případě tržních turbulencí proto zlotý zůstává zranitelný. Na druhou stranu, do zad bude zlotému foukat díky znovuobnovenému přísunu evropských dotací, jež byly v době předchozí vlády PiS částečně pozastaveny na základě sporů s Evropskou komisí.

Maďarský forint nemá příliš důvodů posilovat: úrokový diferencál se smršťuje, politika vůči EU zůstává konfrontační, růst ekonomiky je slabý, deficit běžného účtu (5 % HDP) i rozpočtu (> 5 %) velký. Pokud se tedy dočkáme výraznějšího pohybu, pak dle našeho názoru směrem ke slabším úrovním.

Globální akciové trhy

Po uplynulých růstových měsících na akciových trzích jsme nyní z krátkodobého hlediska neutrální. V následujících měsících očekáváme zvýšenou volatilitu spojenou s pohyby na požado-

vaných 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 nastavováním základních úrokových sazeb. V roce 2024 nás čeká také mnoho důležitých voleb a s tím spojených geopolitických tenzí. 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 nadále pozitivní momentum očekáváme po nedávných polských parlamentních volbách, které pomohly 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