

## ERGO pojišťovna

# ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC BŘEZEN 2024

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



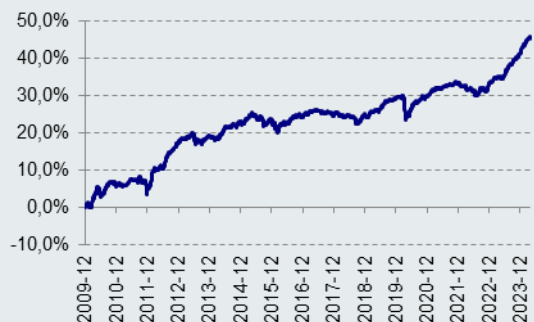
## Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **197,1503**  
Výkonnost za poslední měsíc **3,21 %**



## Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **172,2320**  
Výkonnost za poslední měsíc **1,65 %**



## Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **145,7385**  
Výkonnost za poslední měsíc **0,57 %**

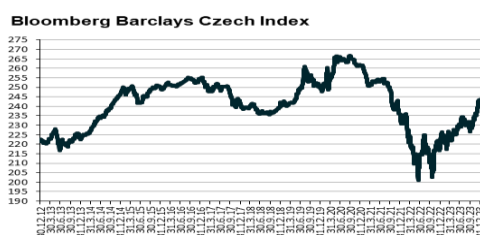
## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

### DLUHOPISY – USA, EMU

V březnu nedošlo na americké výnosové křivce k žádným výraznějším čistým pohybům: desetiletý výnos byl koncem března navlas stejný (4,2 %) jako na jeho začátku, na krátkém konci dvouletý výnos vyrostl o cca 10 b.b. na 4,6 %. V Eurozóně jsme také nezaznamenali žádné výraznější pohyby, v důsledku slabších růstových dat i náznaků ECB, že sazby začne brzy snižovat, výnosy však mírně poklesly: na dvouleté splatnosti o 5 b.b. na 2,85 %, na desetileté o 10 b.b. na 2,3 %.

### DLUHOPISY ČR

**Česká výnosová křivka v březnu stejně jako v únoru ignorovala vývoj v zahraničí a výnosově narostla.** Opatrná ČNB, která naznačuje, že sazby sice snižovat bude, ale pomaleji, než čeká trh, poslala výnosy mírně výš: dvouletý výnos vzrostl o 15 b.b. na 3,8 %, desetiletý se růstem o 20 b.b. vrátil zpátky nad 4 %.



### DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

#### Polské dluhopisy

**Vývoj na polské křivce byl v březnu úplně stejný jako v ČR:** dvouleté výnosy vzrostly o 15 b.b. na 5,15 %, desetiletý výnos stoupl o 20 b.b. (na 5,45 %).

#### Ukrajinské dluhopisy

Ukrajinské státní dluhopisy v UAH v březnu cenově stagnovaly či mírně rostly. Dolarové státní dluhopisy pak pokračovaly v únorovém růstu v důsledku spekulací o zveřejnění návrhu na restrukturalizaci cizoměnového ukrajinského státního dluhu pod taktovkou IMF a před uplynutím dříve domluveného dvouletého prodloužení splatnosti. Z cen okolo 20-25 % nominální hodnoty se již od února setrvale posouvaly na dosah 40 % úrovně. Scénáře, implikované DSA programem Mezinárodního měnového fondu, ukazují varianty restrukturalizace od téměř sto procentního odepsání cizoměnového dluhu po cca 40 %. Je zde nicméně vysoká citlivost na vstupní parametry, zejména v podobě úrovně HDP, nastaveného cílového poměru dluhu a celkové výpůjční potřeby a dluhové služby. Objem restrukturalizovatelného zahraničního dluhu je cca 28,5 mld USD (20 % celkového dluhu). Trh se aktuálně kloní spíše k mírnější a postupné variantě s prodloužením splatnosti a redukcí kuponových plateb.

#### Firemní dluhopisy

Tzv. total return index (TRI) koncem března v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce narostl jenom mírně (+0,4 %, stejně jako v předcházejících měsících); u jejich spekulativních protějšků se nijak meziměsíčně nezměnil.

V případě dolarových instrumentů došlo jak u investičních, tak u spekulativních dluhopisů k růstu, a to o 1,6 % resp. o 1,2 %. Důvodem obecně příznivého vývoje v segmentu firemních dluhopisů byl neutuchající zájem investorů o rizikovější aktiva, optimismus ohledně ekonomického vývoje a firemních výsledků v nejbližších letech a snaha zafixovat si vyšší obligační výnosy.

Kreditní prémie investičních i spekulativních instrumentů denominovaných v EUR po překvapivém poklesu v únoru (-8,5 % resp. -6,9 %) pokračovaly v tomto trendu i v březnu, kdy poklesly o 1,8 % resp. 2,7 %.

## Globální trhy

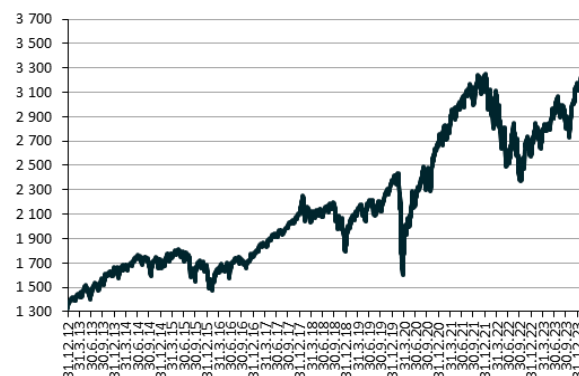
Akciovým trhům se v březnu dařilo díky neklesající vlně pozitivního sentimentu ohledně budoucího vývoje a očekávání tzv. „soft landingu“, tedy snížení inflace bez způsobení recese. Evropská centrální banka i FED ponechaly základní sazby beze změny (americký FED už na svém pátém zasedání v řadě). Trh se tak více věnoval projevům některých centrálních bankéřů, kteří naznačili, že snižování sazeb nebude tak

rychlé, jak se ještě začátkem roku předpokládalo. To koresponduje se smíšenými inflačními daty - core inflace sice nadále klesá, ale headline inflace mírně vzrostla a to především díky sektoru služeb. I přesto americký akciový index S&P 500 přidal za měsíc 3,1 %. Obecně se nejvíce dařilo sektoru základních materiálů a energetickému sektoru. Komu se nedařilo byla společnost Tesla, která díky špatným výsledkům umazala 13 %. Nečekaný krok přišel od Švýcarské centrální banky, která jako první z vyspělých trhů na svém zasedání snížila sazby o 25 bp. Evropská inflace pokračuje v sestupné tendenci i přes stále napjatý trh práce. Široký evropský index DJ STOXX 600 připsal 3,7%.

Akcii obchodovaným na burzách středoevropského regionu se dařilo smíšeně. Velmi dobře se dařilo rumunským akciím, které si připsaly 6,5 %. Trh táhl bankovní sektor a také těžba a zpracování ropy a zemního plynu. Dobře se vedlo také českému indexu PX, který v březnu přidal téměř 4 %. Jednoznačným vítězem zde byla společnost Erste bank, která vzrostla o více než 11 %. Za růstem stály dobré výsledky, příslibená štedrá dividendy a ohlášené další kolo odkupu akcií. Příliš se nedařilo akciím v Polsku. Tamní index WIG skončil na černé nule. Špatnou výkonnost indexu ovlivnila primárně aféra kolem společnosti LPP. Aktivistická skupina Hindenburg, která se zaměřuje na odhalování podvodů a následné shortování akcií, vydala zprávu, ve které obvinila společnost LPP z pouze fiktivního stažení společnosti z ruského trhu. V reakci na zveřejnění této zprávy se akcie propadly o více než 30 %. Společnost v následujících dnech vydala prohlášení, kde zprávu popřela a některé sporné body se pokusila vysvětlit. Investoři vysvětlení vesměs přijali a ve zbytku měsíce akcie odmazala polovinu ztráty a zakončila měsíc na - 14 %. Kromě samotné firmy tato kauza vrhla špatné světlo na celý region i z toho důvodu region jako celek v porovnání s ostatními zaostal.

Také akcie na globálních rozvíjejících se trzích zakončily první kvartál na pozitivní notě, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD zhodnotil v březnu o 2,2 %. Vývoj byl relativně poklidný a většina trhů připisovala drobné zisky. Nejvíce se dařilo (technologickým) akciím na Taiwanu (+9 %), které nadále těží z nákupní horečky akcií spojených s umělou inteligencí (AI) a výrobou čipů. Čínské akcie uzavřely měsíc lehce v plusu, klíčový bude celkový vývoj tamní ekonomiky a případné schválení větší vládní podpory, což zatím investoři marně vyhlížejí. Turecké akcie také skončily v černém (+1,7 %), ačkoliv slábnoucí turecká lira vlivem rostoucí nejistoty před komunálními volbami zisky odmazala. Akcie v Latinské Americe zůstaly rovněž v březnu lehce na nulou, hlavně díky silnému růstu trhů v Mexiku.

MSCI World Index



## STRUKTURA PORTFOLIÍ

### Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci vzrostla o 3,21 %. Akcie v USA i v Evropě v březnu připsaly solidní zisky. FED ponechal úrokové sazby na stávajících úrovních dle očekávání, inflace na obou kontinentech pozvolna klesá. V růstu pokračovaly i japonské akcie. Nejvyšší zisky si připsal fond zaměřený na drahé kovy po nárůstu ceny zlata. Akcie rozvíjejících se trhů také většinou připisovaly zisky, ve ztrátě skončilo Turecko.

V březnu jsme se rozhodli odprodat japonský fond zaměřený na růstové akcie poté, co BoJ začala utahovat měnovou politiku. Naopak jsme navýšili pozici ve fondu zaměřeném na asijské akcie s malou tržní kapitalizací, které jsou nyní valuačně atraktivní.

Koruna posílila vůči dolaru i vůči euru. Efekt měnového zajištění byl tedy 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>6,01%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,55%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,42%	0,42%	4,46%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>4,70%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,34%	0,34%	3,05%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,63%	0,63%	1,65%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>4,16%</b>
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,60%	0,60%	1,55%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,52%	1,52%	0,94%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,75%	1,69%	0,93%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,45%	1,39%	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>82,72%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	1,25%	1,25%	12,95%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	2,76%	2,70%	4,76%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	4,23%	4,17%	3,93%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	4,80%	4,74%	3,21%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	19,56%	19,49%	3,20%
BGF World Mining I2	Globální	USD	8,83%	8,76%	3,19%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	3,05%	2,83%	3,19%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	5,42%	5,36%	3,04%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	5,35%	5,29%	3,01%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	3,46%	3,40%	3,00%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	3,59%	3,53%	2,90%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	4,72%	4,49%	2,79%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	4,75%	4,52%	2,63%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	2,95%	2,73%	2,53%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,56%	1,50%	2,52%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	4,50%	4,27%	2,43%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	2,95%	2,73%	2,39%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	1,09%	1,03%	2,30%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	4,10%	4,04%	1,88%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	4,18%	4,12%	1,83%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	n/a	n/a	1,81%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	2,39%	2,17%	1,79%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	2,89%	2,67%	1,76%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	2,74%	2,68%	1,69%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	3,01%	2,17%	1,63%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	3,18%	2,33%	1,61%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	4,57%	4,51%	1,42%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	0,84%	0,78%	1,38%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-3,78%	-3,99%	1,37%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	3,02%	2,17%	0,57%
FF - Japan Growth Fund I	Japonsko	JPY	0,93%	0,10%	0,02%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,16%</b>

## Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci vzrostla o 1,65 %. Akcie v USA i v Evropě v březnu připsaly solidní zisky. FED ponechal úrokové sazby na stávajících úrovních dle očekávání, inflace na obou kontinentech pozvolna klesá. V růstu pokračovaly i japonské akcie. Nejvyšší zisky si připsal fond zaměřený na drahé kovy po nárůstu ceny zlata. Akcie rozvíjejících se trhů také většinou připsaly zisky, ve ztrátě skončilo Turecko.

Dluhopisová složka také připsala zisky.

V březnu jsme se rozhodli odprodat japonský fond zaměřený na růstové akcie poté, co BoJ začala utahovat měnovou politiku. Naopak jsme navýšili pozici ve fondu zaměřeném na asijské akcie s malou tržní kapitalizací, které jsou nyní valuačně atraktivní.

Koruna posílila vůči dolaru. Efekt měnového zajištění byl tedy 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>13,23%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,65%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,42%	0,42%	11,58%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>37,25%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,34%	0,34%	24,30%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,63%	0,63%	12,95%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>11,12%</b>
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,60%	0,60%	3,41%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,45%	1,39%	2,74%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,75%	1,69%	2,64%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,52%	1,52%	2,34%
<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>35,93%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	1,25%	1,25%	5,42%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	2,76%	2,70%	2,08%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	4,23%	4,17%	1,68%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	4,80%	4,74%	1,41%
BGF World Mining I2	Globální	USD	8,83%	8,76%	1,39%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	3,05%	2,83%	1,39%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	19,56%	19,49%	1,38%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	5,42%	5,36%	1,36%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	5,35%	5,29%	1,33%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	3,59%	3,53%	1,31%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	3,46%	3,40%	1,26%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	4,50%	4,27%	1,14%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	4,72%	4,49%	1,14%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,56%	1,50%	1,10%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	2,95%	2,73%	1,09%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	4,75%	4,52%	1,09%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	1,09%	1,03%	1,09%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	2,95%	2,73%	1,07%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	4,10%	4,04%	1,04%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	2,39%	2,17%	0,83%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	2,89%	2,67%	0,77%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	2,74%	2,68%	0,75%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	4,18%	4,12%	0,74%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	n/a	n/a	0,74%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	3,01%	2,17%	0,65%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	3,18%	2,33%	0,65%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	0,84%	0,78%	0,60%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	4,57%	4,51%	0,56%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-3,78%	-3,99%	0,55%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	3,02%	2,17%	0,32%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,10%</b>

## Konzervativní portfolio

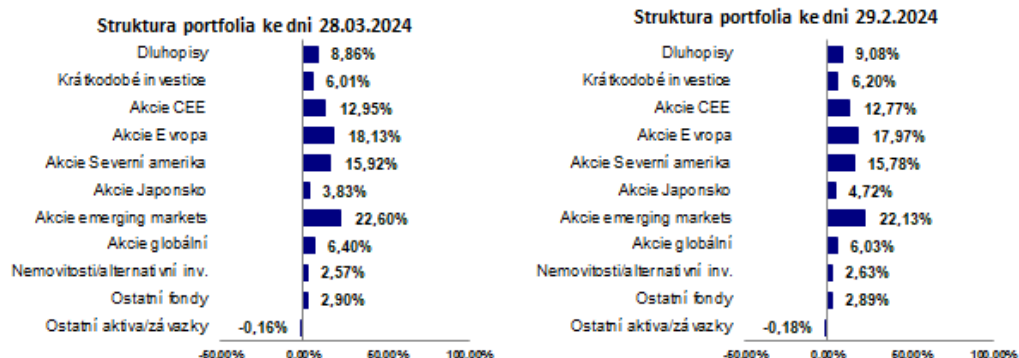
Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,57 %. Výnosy amerických dluhopisů se v březnu prakticky nezměnily, v Evropě došlo na krátkém i dlouhém konci k mírnému poklesu výnosů (růstu cen) v očekávání brzkého začátku snižování sazeb ze strany ECB. České výnosy naopak mírně vzrostly kvůli vyjádřením ČNB, která mírní očekávání trhu o rychlém pokračování ve snižování sazeb.

V březnu jsme v portfoliu neprovedli žádnou změnu.

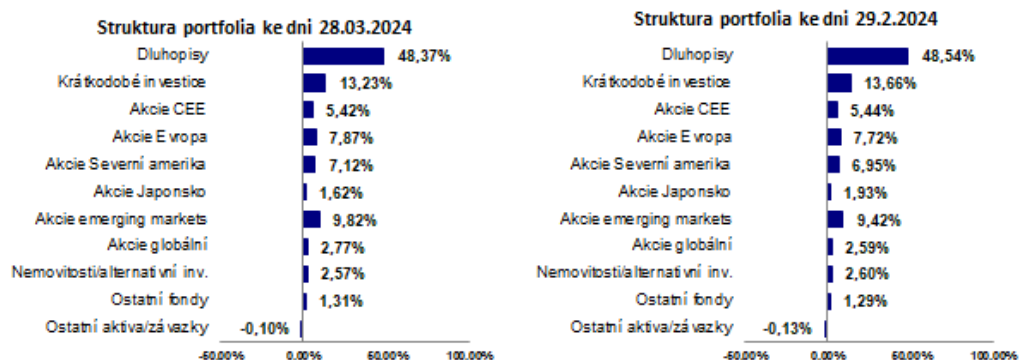
Žádná z cizoměnových pozic nepřesáhla hranici 1,5 mil. Kč, od které zajišťujeme měnové riziko.

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>26,27%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,92%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,42%	0,42%	24,35%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>57,78%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,34%	0,34%	37,51%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,63%	0,63%	20,28%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>10,54%</b>
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,60%	0,60%	3,23%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,45%	1,39%	2,63%
FF - Asian High Yield Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,75%	1,69%	2,51%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,52%	1,52%	2,17%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>2,24%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,24%
<b>Akciové fondy</b>					<b>3,37%</b>
Goldman Sachs III Emerg.Markets Eq. Income I	Globální rozvíjející se trhy	USD	1,57%	1,51%	1,06%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	1,25%	1,25%	0,60%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	2,95%	2,73%	0,38%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	4,75%	4,52%	0,33%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	5,42%	5,36%	0,18%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	5,35%	5,29%	0,18%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	2,76%	2,70%	0,15%
Goldman Sachs III Japan Equity (Former NN) I	Japonsko	JPY	3,51%	2,66%	0,14%
FF - Australian Diversified Equity Fund I	Austrálie	USD	3,59%	3,53%	0,11%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	19,56%	19,49%	0,09%
BGF World Mining I2	Globální	USD	8,83%	8,76%	0,09%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	n/a	n/a	0,06%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,21%</b>

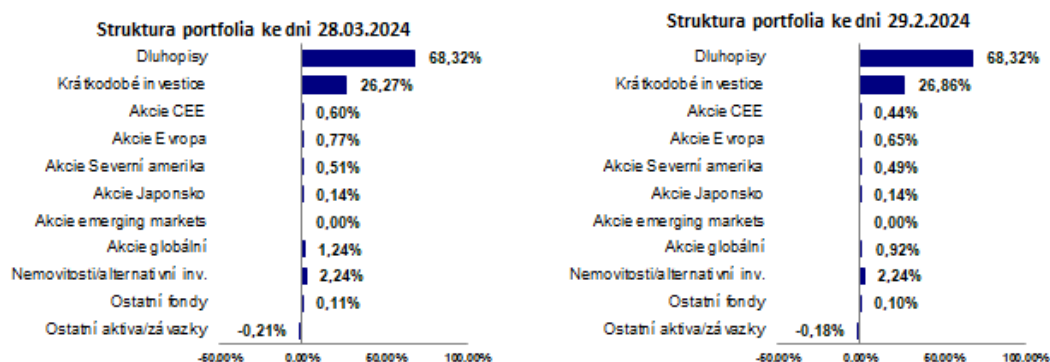
## DYNAMICKÉ PORTFOLIO



## VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



## KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### České dluhopisy

Mírná inflace ve spojitosti se slabým ekonomickým růstem (ekonomika je na úrovni roku 2019) vyostřila tržní očekávání na rychlý pokles sazeb. Naproti tomu však klesající úrokový diferenciál oslabuje korunu, což ČNB vyhodnocuje jako pro-inflační riziko a tlumí 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 % na krátkém konci výnosové křivky a s odpovídající premií pro delší splatnosti. Ta dle našeho názoru neleží níže, než 50 až 100 bodů nad krátkodobými sazbami. Na výnosových úrovních z konce března tak české státní dluhopisy mají dle nás prostor pro další růst, a tedy pro určitý pokračující cenový pokles. V tomto směru je navíc dodatečným rizikem aktuální nadprůměrná participace a výrazné nadvážení zahraničních investorů v českých státních dluhopisech.

### 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, resp. mírně rostou. S obnovením cyklu snižování sazeb (otázkou je, kdy k němu dojde) je možný pokles výnosů, nejprve však, stejně jako v českém případě, čekáme ještě pokračující růst (pokles cen).

Ofenziva ukrajinské armády skončila s nástupem zimy a v souvislosti s problémy s dostatkem munice je aktuální situace spíše defenzivního charakteru. Ruská armáda dosahuje marginálních zisků, celkový stav je ale bez větších územních postupů. 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 agresí v r. 2014. I nadále se očekávají útoky Ruska na strategickou infrastrukturu a civilní cíle, 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 (omezený) postup.

Prim stále hraje politický vývoj. Nové americké financování bylo prozatím odsunuto v důsledku vnitropolitických neshod, nicméně pravděpodobnost jeho schválení vzrostla. 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. Zejména iniciativa vedená Českou republikou povede k bezprostředním dodávkám 200 tis. ks nové munice a navýšení výrobních kapacit na cca 1,5mil nábojů za rok. Aktuálně potřebuje ukrajinská armáda pro udržení pozic cca 3tis. ks munice denně, přičemž dostupných je cca 2 tis. Pro větší ofenzivu by byla třeba dostupnost 8-10 tis. ks munice za den.

### 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 (až k úrovni 26 CZK/EUR), ale předpokládáme, že mu bude ČNB bránit, a to nejspíš tím, že zvolní skutečné tempo snižování sazeb a bude tlumit očekávání trhu v tomto ohledu. Proto čekáme pohyb bez viditelného trendu v pásmu 25 – 25,50 CZK/EUR.

**Polský zlotý** nemá pevné makroekonomické základy, a navíc mu centrální banka sebrala minulý rok na podzim i berličku v podobě (vyšších) 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 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 i rozpočtu jsou velké. Podobně jako u zlotého, pokud se dočkáme výraznějšího pohybu, pak spíše ještě ke slabším úrovním.

Po uplynulých růstových měsících na akciových trzích jsme nyní z krátkodobého hlediska neutrální. 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. 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 snížování 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*