

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC LISTOPAD 2024

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	5
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	9



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **206,7698**
 Výkonnost za poslední měsíc **1,39 %**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **179,4333**
 Výkonnost za poslední měsíc **1,12 %**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **151,3763**
 Výkonnost za poslední měsíc **0,86 %**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Po zářijovém poklesu výnosů na obou březích Atlantiku došlo v říjnu ke korekci, která byla výraznější v USA. Vlivem silné ekonomiky a vyšších inflačních očekávání narostly dvouleté i desetileté výnosy v Americe o cca půl procentního bodu na 4,2 % resp. 4,3 %. V listopadu se toho až překvapivě moc nestalo, když relativně silná data z reálné ekonomiky a vítězství Trumpa v amerických prezidentských volbách udržely krátký konec křivky bez změny, na střední části křivky a na dlouhém konci došlo (překvapivě) k malému poklesu (kolem 10 b.b.). Desetiletý výnos tak byl koncem listopadu pod 4,2 %.

Slabá data z Eurozóny, benigní vývoj inflace a implikace vítězství Trumpa pro Evropu (cla) stlačily německé výnosy výrazněji než v USA. Celá německá křivka tak poklesla o 30 - 35 b.b. Dvouleté německé výnosy tak poklesly pod 2 %, desetileté pod 2,1 %.

DLUHOPISY ČR

I česká výnosová křivka během listopadu poklesla, a to o stejných 15 b.b. na všech splatnostech. Dvouletá splatnost se tak dostala na 3,4 %, desetiletá se opět dostala pod 4 %. Na tomto pohybu se podepsal zejména zahraniční vývoj a pokles německých výnosů, ale i stále více opatrná ČNB, která naznačuje, že se už blížíme momentu, kdy se pokles krátkých sazeb zastaví.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

V Polsku byl vývoj podobný jako v České republice, pohyby však byly větší: dvouletý výnos poklesl o 25 b.b., desetiletý výnos poklesl o 45 b.b. na 5,5 %. Jakkoliv chápeme, že německé výnosy poklesly, od re-akcelerující inflace a polské centrální banky, která se do žádného snižování sazeb nehrne, šlo však nejspíš čekat, že výnosy nepoklesnou více než v ČR. Nicméně zde byl patrný silný zájem jak domácích, tak zahraničních investorů, do té doby v polských dluhopisech výrazně podvážených.

Ukrajinské dluhopisy

Po vítězství Donalda Trumpa v prezidentských volbách na trhu převládlo očekávání budoucího snížení daní a omezení regulace, což by mělo v budoucnu nastartovat hospodářský růst. K vítězství v prezidentských volbách navíc Republikánská strana vyhrála také souběžné volby do kongresu. Toto vítězství zásadně usnadní nově zvolenému prezidentovi prosazení svých politických cílů. Směrem k zahraniční politice pak v průběhu měsíce začala krystalizovat konkrétní jména nové administrativy a došlo i k několika setkáním nového amerického prezidenta s ukrajinskými politickými špičkami. Pokud by se listopadová vyjednávání promítla i do skutečných opatření v příštím roce, lze očekávat pokračující a poměrně silnou podporu Ukrajiny ze strany USA i nadále. Na toto reagovaly ceny dolarových ukrajinských státních dluhopisů a pokračovaly v dříve nastoupeném růstu.

Firemní dluhopisy

Tzv. total return index (TRI) přidal koncem listopadu v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce zhruba stejně (0,3 - 0,4 %) jako v předcházejících 7 měsících; u jejich spekulativních protějšků pak 0,4 % (vs. 0,7 % v srpnu i v září).

V případě dolarových instrumentů došlo po výrazném dubnovém poklesu (jak u investičních, tak u spekulativních dluhopisů, o 3,2 % resp. o 1,1 %) v dalších měsících do září k růstu, který kopíruje vývoj na trhu státních dluhopisů: od konce dubna tak TRI přidal 9,7 % (u investičních) resp. 7,7 % (u spekulativních) instrumentů. Od září se pak nic zásadního neudálo: dolarové instrumenty investičního stupně přidaly jen 0,7 % a instrumenty spekulativního stupně přidaly 2,3 %.

Kreditní prémie investičních i spekulativních instrumentů denominovaných v EUR poté, co v červenci i v srpnu výrazně poklesly (dohromady o 13,8 % resp. 9,6 %) během září opět narostly (+12 % resp. + 7,8 %). Tímto zářijovým pohybem se dostaly vesměs na úroveň ze začátku letošního roku. Faktická stabilita během října pak na tomto stavu z konce září samozřejmě nic nezměnila. Listopad přinesl, celkem překvapivě, výrazné poklesy, a to o cca 5 % na obou stranách rizikového spektra.

AKCIE

Globální trhy

Vývoj akciových trhů v listopadu byl silně ovlivněn volbami v USA, které proběhly začátkem měsíce. Vítězství Donalda Trumpa odstartovalo strmý růst na amerických akciových trzích. Naopak obavy z budoucího vývoje ekonomiky se podepsaly na slabších výsledcích ostatních regionů.

Po vítězství Donalda Trumpa v prezidentských volbách na trhu převládlo očekávání budoucího snížení daní a omezení regulace, což by mělo v budoucnu nastartovat hospodářský růst. K vítězství v prezidentských volbách navíc Republikánská strana vyhrála také souběžné volby do kongresu. Toto vítězství zásadně usnadní nově zvolenému prezidentovi prosazení svých politických cílů. Indexu S&P 500 (5,7 %) se dařilo velmi dobře. Ještě více se dařilo technologickému indexu NASDAQ (6,2 %). Kdo ale těžil z výsledku voleb nejvíce, byly menší firmy reprezentované například indexem RUSSELL 2000. Tento index připsal za měsíc zhodnocení více než 10 %. Hlavním důvodem jsou očekávaná protekcionistická opatření, která byla během kampaně mnohokrát zmiňována. Právě menší firmy jsou primárně zaměřeny na americký trh a omezení konkurence z ostatních zemí pomůže nejvíce právě jim. Do středu zájmu se dostaly také společnosti Elona Muska, který se po boku Donalda Trumpa výrazně zapojoval do předvolební kampaně. Tesla během listopadu vzrostla o více než 40 %. Navíc se nyní hovoří o dalším úpisu akcií soukromé společnosti SpaceX, jejíž tržní hodnota by mohla dosáhnout 350 miliard USD (valuace ze začátku roku byla přibližně 210 miliard), čímž by se stala nejhodnotnějším startupem. Navíc došlo ještě k očekávanému snížení úrokových sazeb o dalších 25 bazických bodů. Na trhu je nyní možné vidět určité ochlazení na trhu práce a nadále přetrvává mírně zvýšená inflace. Inflace bude i v následujících měsících velmi diskutované téma. Většina očekávaných opatření, která pravděpodobně vzejdou z výsledku prezidentských voleb, má totiž jasně proinflační charakter.

Evropské akciové trhy za těmi americkými značně zaostávaly. Důvodem byly především obavy o exportéry. Na jedné straně čelí stále slabé poptávce ze strany Číny, a na straně druhé se zvyšují obavy ze zavedení nových cel na dovoz zboží do USA. Tyto obavy se propsaly například do cen automobilových výrobců, kteří si už i tak procházejí těžkým obdobím. K tomu všemu se přidala ještě nejistota ohledně schválení rozpočtu pro další rok a s tím spojená nedůvěra vládě ve Francii a nadále slabá ekonomická data. Evropský index STOXX Europe 600 si připsal zhodnocení pouze necelé 1 %.

Výsledek amerických voleb, a s tím související posílení dolaru, byl pro akcie na rozvíjejících se trzích negativní zprávou. Souhrnný index MSCI Emerging Markets USD ztratil vcelku výrazných 3,7 %. Hrozba dalších obchodních válek (zavedení cel, spory ohledně technologií) a obecně nejistota ohledně budoucího vývoje americké zahraniční politiky způsobila pokles trhů v Číně (Hong-Kong -4,4 %), Taiwanu (-3,2 %), Koreji (-3,9 %) či Mexiku (-1,7 %). Relativně dobře se dařilo domácím čínským titulům (index CSI300 +0,7%) a indickým akciím (+0,5%), jelikož tyto trhy nejsou tak citlivé na vývoj v zahraničí. Dařilo se i trhům v Turecku (+8,8%). Naopak další zklamání museli zkousnout investoři v Brazílii (-3,1 %) poté, co vláda představila návrh rozpočtu, který neobsahuje potřebná úsporná opatření.

MSCI World Index



Středoevropský region také zaostával. Primárně se jednalo o podobné důvody jako v případě Evropy. Polský akciový index WIG30 připsal velmi nízké zhodnocení 0,2 %. Díky růstu minimální mzdy o 19 % a celkovému reálnému růstu mezd se dařilo společností ze spotřebitelského sektoru, primárně společnostem CCC a LPP. Například společnost Dino zase těžila z očekávání, že pokles cen potravin už nebude nadále pokračovat a jejich marže se stabilizují a firma bude moci nadále pokračovat v expanzi. Akciím v České republice se dařilo o něco lépe. Index PX zaznamenal růst o 2,6 %, svým výkonem tak překonal své evropské konkurenty. Dařilo se akciím napříč celým indexem. Největší zisky za listopad připsala společnost Kofola, která se dobře popasovala se záplavami z poloviny roku.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolio v tomto měsíci vzrostla o 1,39 %. Akciové trhy v listopadu nejvíce ovlivnily americké volby, v nichž zvítězil Donald Trump, Republikáni navíc získali i většinu v obou komorách parlamentu. Americké akcie reagovaly pozitivně v očekávání snížení daní a deregulace. Zvláště vysoké zisky připsaly americké společnosti s malou tržní kapitalizací, na něž bude mít pozitivní dopad i Trumpova protekcionistická politika. Evropské akcie zaznamenaly výrazně nižší zhodnocení kvůli obavám z uvalení cel na evropské exportéry a chaosu v geopolitice, který provázel Trumpovo první období. Rozvíjející se trhy po volbách v USA zaznamenaly ztráty. Ztrácela především Čína, u níž hrozí další obchodní války s USA a soubor o vliv v jihovýchodní Asii. Nedařilo se ani většině ostatních asijských regionů. Fiskální nezodpovědnost v Brazílii srazila akcie v Latinské Americe, dařilo se však Turecku.

V listopadu jsme v portfoliu neprovedli žádné změny.

Koruna oslabilo vůči dolaru a posílila vůči euru. V prvním případě byl efekt měnového zajištění negativní, ve druhém pozitivní.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					2,36%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	0,96%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,29%	0,29%	1,40%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					5,05%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,58%	0,58%	3,29%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,77%	0,77%	1,76%
Dluhopisové fondy - ostatní					4,31%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,81%	0,81%	1,82%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,80%	2,80%	1,30%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,56%	4,37%	1,19%
Fondy alternativních investic					2,60%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,60%
Akciové fondy					85,35%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	0,77%	0,77%	13,53%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	10,92%	13,99%	5,21%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	6,28%	6,03%	3,99%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-2,49%	0,21%	3,79%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,30%	0,40%	3,14%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	0,53%	0,29%	3,09%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	7,13%	10,09%	3,00%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	7,15%	10,11%	3,00%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-2,08%	0,63%	2,99%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-8,34%	-5,80%	2,93%
Schroder ISF Latin American I	Latinská Amerika	USD	-5,69%	-3,08%	2,93%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	1,07%	0,83%	2,73%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,50%	1,23%	2,60%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	0,68%	0,44%	2,57%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	1,00%	0,76%	2,46%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-1,73%	0,99%	2,45%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	1,46%	1,22%	2,43%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-0,24%	-0,48%	2,34%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-1,02%	1,72%	2,18%
FF FAST Global I	Globální	USD	-5,16%	-2,54%	2,01%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,27%	2,49%	1,89%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	6,60%	9,55%	1,89%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	7,48%	10,45%	1,80%
CT (LUX) Japan Equities LJ	Japonsko	JPY	3,87%	8,59%	1,76%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	4,66%	4,41%	1,75%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	1,84%	1,60%	1,74%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	4,39%	9,13%	1,72%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	4,52%	7,41%	1,41%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	9,54%	9,28%	1,41%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	4,58%	9,33%	0,61%
OSTATNÍ					0,33%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci vzrostla o 1,12 %. Akciové trhy v listopadu nejvíce ovlivnily americké volby, v nichž zvítězil Donald Trump, Republikáni navíc získali i většinu v obou komorách parlamentu. Americké akcie reagovaly pozitivně v očekávání snížení daní a deregulace. Zvláště vysoké zisky připsaly americké společnosti s malou tržní kapitalizací, na něž bude mít pozitivní dopad i Trumpova protekcionistická politika. Evropské akcie zaznamenaly výrazně nižší zhodnocení kvůli obavám z uvalení cel na evropské exportéry a chaosu v geopolitice, který provázal Trumpovo první období. Rozvíjející se trhy po volbách v USA zaznamenaly ztráty. Ztrácela především Čína, u níž hrozí další obchodní války s USA a souboj o vliv v jihovýchodní Asii. Nedařilo se ani většině ostatních asijských regionů. Fiskální nezodpovědnost v Brazílii srazila akcie v Latinské Americe, dařilo se však Turecku.

Dluhopisovým trhům se dařilo, pokles výnosů (tj. růst cen dluhopisů) nastal v USA, EU i ČR.

V listopadu jsme v portfoliu neprovedli žádné změny.

Koruna oslabila vůči dolaru a posílila vůči euru. V prvním případě byl efekt měnového zajištění negativní, ve druhém pozitivní.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			Rozložení portfolia
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	
Krátkodobé investice					8,32%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,31%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,29%	0,29%	7,01%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					38,07%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,58%	0,58%	24,72%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,77%	0,77%	13,35%
Dluhopisové fondy - ostatní					11,25%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,81%	0,81%	4,17%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,56%	4,37%	3,94%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,80%	2,80%	3,13%
Fondy alternativních investic					2,50%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,50%
Akciové fondy					40,51%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	0,77%	0,77%	6,41%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	10,92%	13,99%	2,78%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	6,28%	6,03%	1,90%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-2,49%	0,21%	1,83%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	7,13%	10,09%	1,56%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,30%	0,40%	1,49%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	7,15%	10,11%	1,43%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-2,08%	0,63%	1,40%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-8,34%	-5,80%	1,39%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	0,53%	0,29%	1,36%
Schroder ISF Latin American I	Latinská Amerika	USD	-5,69%	-3,08%	1,36%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	1,07%	0,83%	1,28%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-1,50%	1,23%	1,22%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	0,68%	0,44%	1,22%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-1,73%	0,99%	1,18%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	1,46%	1,22%	1,15%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	1,00%	0,76%	1,14%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-0,24%	-0,48%	1,13%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-1,02%	1,72%	1,03%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	6,60%	9,55%	0,95%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	7,48%	10,45%	0,94%
FF FAST Global I	Globální	USD	-5,16%	-2,54%	0,86%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	4,66%	4,41%	0,85%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,27%	2,49%	0,81%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	1,84%	1,60%	0,79%
CT (LUX) Japan Equities LJ	Japonsko	JPY	3,87%	8,59%	0,73%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	4,39%	9,13%	0,72%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	4,52%	7,41%	0,70%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	9,54%	9,28%	0,66%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	4,58%	9,33%	0,26%
OSTATNÍ					-0,66%

Konzervativní portfolio

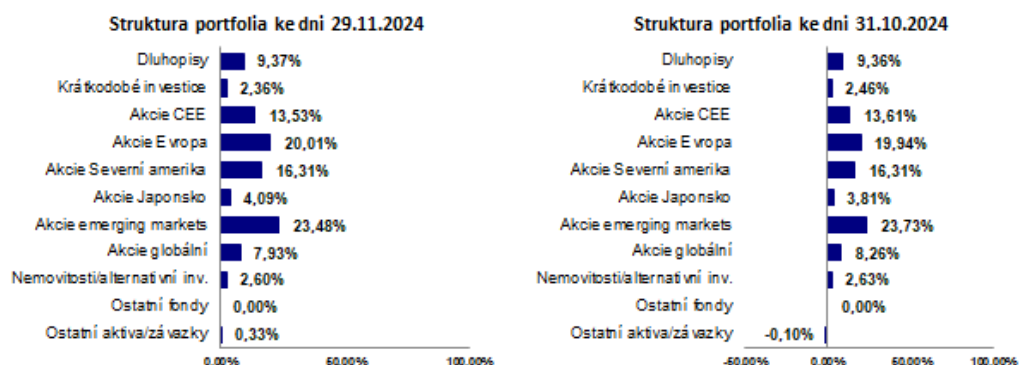
Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,86 %. Výnosy amerických dluhopisů v listopadu zůstaly prakticky beze změny, pouze na dlouhém konci mírně poklesly (ceny dluhopisů vzrostly). Fed přikročil k dalšímu snížení sazeb o 25 b.b. V souvislosti se zvolením Donalda Trumpa lze však očekávat spíše proinflační kroky (uvalení cel, fiskální expanze) a s tím opatrnější přístup Fedu k dalšímu snižování sazeb. V Evropě výnosy poklesly, zatímco inflace pomalu ustupuje, rýsují se problémy evropského průmyslu, což bude tlačit ECB k dalšímu snižování sazeb. České výnosy víceméně kopírovaly ty evropské a zaměřily níže.

V listopadu jsme v portfoliu neprovedli žádné změny.

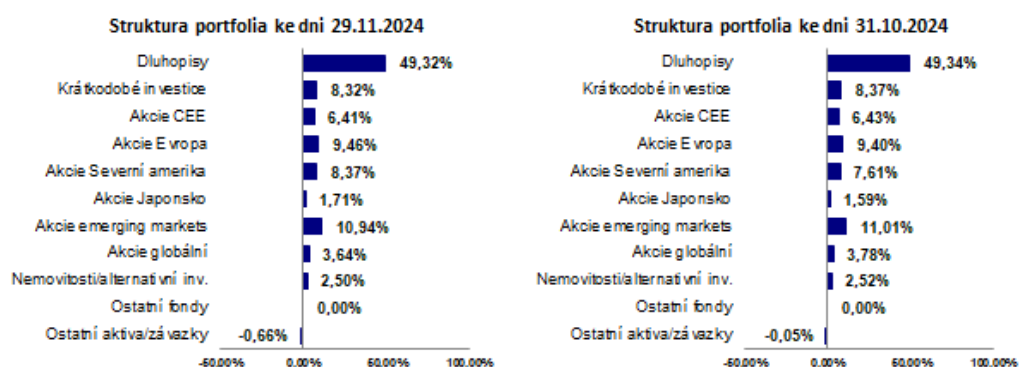
Žádná z cizoměnových pozic nepřesáhla hranici 1,5 mil. Kč, od které zajišťujeme měnové riziko.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					24,52%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,84%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,29%	0,29%	22,68%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					57,68%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,58%	0,58%	37,39%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,77%	0,77%	20,29%
Dluhopisové fondy - ostatní					10,43%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,81%	0,81%	3,94%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,56%	4,37%	3,65%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,80%	2,80%	2,83%
Fondy alternativních investic					2,46%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,46%
Akciové fondy					4,98%
Schroder ISF QEP Global Core Fund C	Globální vyspělé trhy	USD	5,12%	8,03%	2,48%
Goldman Sachs III Emerg.Markets Eq. Income I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-1,47%	1,26%	1,34%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	0,77%	0,77%	0,78%
FF FAST Global I	Globální	USD	-5,16%	-2,54%	0,38%
OSTATNÍ					-0,07%

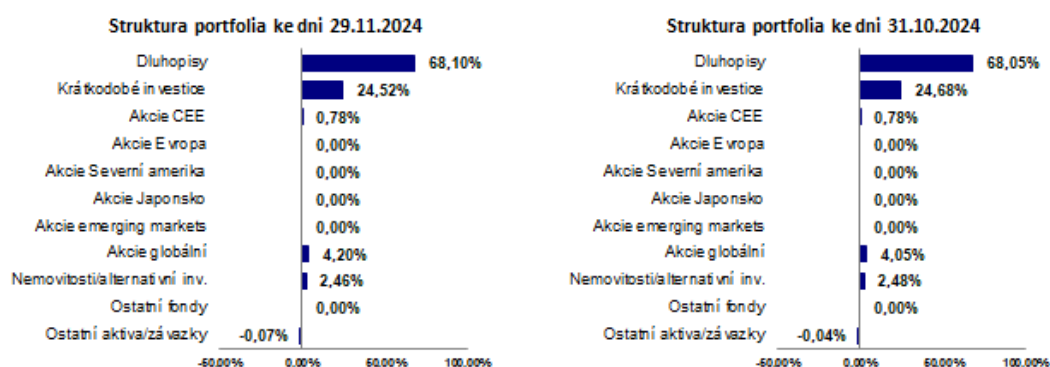
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Vzhledem k tomu, že ČNB se přiblížila momentu, kdy s poklesem sazeb skončí, z domácího prostředí moc impulsů ke změnám výnosů na vládních dluhopisech nevidíme. Ano, rozpočet je stále v deficitu, ale podíváme-li se kolem sebe (Polsko deficit > 5 % HDP pro 2024, Slovensko letos skoro 6%, v příštím roce 4,5 %, Maďarsko 4,5 %) a uvážíme-li, že ani permanentní šesti-procentní či sedmiprocentní deficity v USA bolest hlavy dluhopisovým trhům nezpůsobují, je pravděpodobnější, že fiskál hybatelem výnosů nebude. Dle nás tak budou české výnosy ponejvíce sledovat vývoj zahraničí a pohybovat se na desetileté splatnosti v pásmu 3,5-4,5 %.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

V Polsku centrální banka po předvolebním snížení sazeb před rokem již sazby dále nesnižuje – stále napjatý trh práce, silný růst mezd či nejistá jádrová inflace způsobily, že si dává dlouhou pauzu. To se podepisuje i na výnosech. S obnovením cyklu snižování sazeb lze čekat pokles výnosů, otázkou však je, kdy k němu dojde – v nejbližší době to vzhledem k vývoji mezd na nic takového rozhodně nevypadá. Pokles výnosů kvůli poklesu domácích sazeb tak lze čekat až nejdřív v příštím roce, tlumen však zřejmě bude vývojem fiskálu, který je z regionu nejhorší. V mezidobí tak nejspíš budou polské výnosy jen ve vleku zahraničí.

Situace zejména na jižní ukrajinské frontě zůstává špatná. Dochází k setrvalému postupu ruské armády a ztrátám důležité logistické oblasti pro ukrajinské jednotky. Projevuje se materiálová, muniční i výrazná početní převaha Rusů i časový faktor – čím déle bude současná podoba konfliktu bez výraznějších posunů trvat, tím lépe pro stranu agresora. Nová americká administrativa nicméně, jak se zdá, bude pokračovat v podpoře Ukrajiny a tlačít na začátek jednání. To v posledních měsících pomohlo cenám dolarových dluhopisů na vyšší ceny. Při pohledu do budoucna bude kromě možného startu vyjednávání důležité pokračování finanční podpory a případné poskytnutí 50mld USD ze zabavených ruských aktiv. U dluhopisů z B série je v případě lepšího výsledku ukrajinského HDP proti predikci MMF ve hře dodatečné zvýšení jejich hodnoty.

Měny

U kurzu **eura proti dolaru** čekáme, že se v nejbližších měsících udrží v pásmu 1,05-1,10, ale že se odpoutá od dolní hranice tohoto pásma. Post-trumpovská euforie dle nás nevydrží a divergence měnových politik ECB a FED-u se bude postupně zmenšovat. To by dolar mohlo posunout na lehce slabší úrovně.

Česká koruna dle nás zůstane v nejbližších měsících bez výraznějšího trendu a bude, podobně jako v posledních měsících, jen oscilovat v pásmu 25-25,50. Sazby se blíží neutrální úrovni a výrazněji již neklesnou, což je pro korunu v prostředí poklesu sazeb ECB a Fed-u pozitivní. Na druhé straně však platí, že česká ekonomika je růstově jedna z nejslabších v rámci EU a doléhá na ní úzké propojení s Německem. Pomocť koruně na silnější úrovně by mohla snad jen jestřábí ČNB a případně menší snížení sazeb Fed-u či ECB, než jaké nyní trh očekává, na slabší úrovně by ji mohl poslat nárůst volatility / nervozity na finančních trzích. Nic z těchto faktorů však nemá dle nás dostatečnou intenzitu k tomu, aby se z takového případného pohybu stal alespoň několikátýdenní trend.

Polský zlotý dle nás zůstane v pásmu 4,25-4,35, pro výraznější pohyb na slabší či silnější úrovně nevidíme důvod. Pravděpodobnější je pak pobyt na silnějších úrovních tohoto pásma, a to proto, že polská centrální banka je jako jediná v regionu nastavena tak, že sazby nechce hned tak snižovat. Podobně jako pro korunu či forint je jediným rizikem pro oslabení případná tržní slabost/nervozita na hlavních trzích.

Maďarský forint nemá důvod setrvaleji posilovat: úrokový diferencál se smršťuje a už dnes nejsou přitom maďarské sazby nijak dramaticky vzdálené od sazeb v USA. Navíc, maďarská ekonomika nijak rychle neroste, průmysl strádá pod tíhou vývoje v Německu a z politického hlediska je Maďarsko také problémem. Maďarský forint je tak dle nás v případě zhoršení situace na trzích nejzranitelnější regionální měnou. Po většinu nejbližších měsíců tak čekáme kolísání kolem hranice či nad hranicí 400 forintů za euro.

Na akciové trhy máme souhrnně neutrální pohled, s různými odchylkami v rámci regionální alokace.

Nadále očekáváme zvýšenou volatilitu na trzích, způsobenou nejistou geopolitickou, ekonomickou, fiskální politikou a některými dražšími sektory, zvláště technologickým. Nadále se však na zajímavých úrovních obchodují některé akcie, sektory a celé regiony.

Na akciových trzích preferujeme některé rozvíjející se trhy (zvláště středoevropský) před vyspělými, a to z důvodu odlišných očekávaných trajektorií základních úrokových sazeb a pozitivnějšího ekonomického vývoje. Na nízkých hodnotových ukazatelích se také obchodují akciové trhy vyspělé Evropy a Velké Británie. V rámci rozvíjejících se trhů je stále jedním z nejlevnějších náš středoevropský region.

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 výraznému 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. Americké akcie těžily z boomu okolo umělé inteligence (AI) a na ní napojených společností jako Nvidia, Microsoft, Google,... Dle nás se v daném sektoru nadále nachází výrazně předražené akcie a bude docházet k návratu k fundamentálním hodnotám. Zbylé sektory jsou dle nás hodnoceny více atraktivně, jelikož se ve většině případů nepodílely na růstu akciových indexů v minulých měsících. Nadále však věříme hodnotově levnějším akciím obchodovaným v Evropě a rozvíjejících se trzích. Asie zažije, po současné ekonomické „slabosti“, oživení.

Lukáš Masák
Portfolio manager