

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC PROSINEC 2024

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **203,2468**
Výkonnost za poslední měsíc **-1,70 %**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **177,9959**
Výkonnost za poslední měsíc **-0,80 %**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **151,5211**
Výkonnost za poslední měsíc **0,10 %**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Krátký konec křivky ve Spojených státech nedoznal ani vlivem makroekonomických dat ani vlivem ještě rábího zasedání Fed-u zásadnějších změn: v prosinci tak ve srovnání s koncem listopadu vyrostly dvouleté výnosy jen o 9 b.b. na 4,25 %. Na delším konci byly změny větší, desetileté výnosy narostly o 40 b.b. na téměř 4,6 %, a výnosová křivka tak dále ztelně zvyšovala svůj sklon.

V Eurozóně byl vývoj tažen růstem výnosů v USA na jedné straně, avšak, na rozdíl od USA, na druhé straně tlumený lokálními slabými inflačními i růstovými daty. Výsledkem byl růst na krátkém konci o přibližně 10 b.b. a na dlouhém konci o cca 28 b.b. (na 2,35 %).

DLUHOPISY ČR

Česká výnosová křivka se během prosince posunula vzhůru a zvýšila svůj sklon, tj. prošla stejným vývojem jako křivka americká či německá. Dvouletá splatnost se tak dostala na 3,4 % (+5 b.b. proti konci listopadu), desetiletá nad 4,2 % (+23 b.b.). Vliv na tento vývoj měl pouze vývoj v Německu, rozhodnutí ČNB o

nesnížení sazeb nebo inflační / růstová data se na výnosech zásadněji neprojeví. Naopak, v posledních primárních aukcích státních dluhopisů před koncem roku byl viditelný silný zájem zejména zahraničních investorů, což podporovalo ceny vládních dluhopisů na sekundárním trhu, vzestup požadovaných výnosů do splatnosti byl proto relativně omezený.

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

V Polsku výnosová křivka výrazněji stoupla, kopírující vývoj v zahraničí a reflektující centrální banku, která vydává smíšené signály o datu pravděpodobného prvního snížení úrokových sazeb a jejíž nemalá část vedení se kloní až k pozdnímu zahájení cyklu redukce sazeb. Dvouleté výnosy v důsledku narostly o 30 b.b. na 5,15 %, desetileté o 37 b.b. na 5,90 %.

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 vyjádření promítla i do skutečných opatření v letošním roce, lze očekávat pokračující a poměrně silnou podporu Ukrajiny ze strany USA i nadále a silný politický tlak na ukončení ruské válečné agrese. Na toto reagovaly ceny dolarových ukrajinských státních dluhopisů pozitivně a pokračovaly v dříve nastoupeném růstu.

Firemní dluhopisy

Tzv. total return index (TRI) přidal koncem prosince v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce zhruba stejně (0,3-0,4 %) jako v předcházejících měsících; u jejich spekulativních protějšků pak 0,8 % (vs. 0,7 % v říjnu a 0,4 % v listopadu). V případě dolarových instrumentů investičního stupně ztratil TRI v prosinci 2,6 %, v případě instrumentů spekulativního pak 0,5 %.

Kreditní prémie investičních i spekulativních instrumentů denominovaných v EUR, které v listopadu celkem překvapivě výrazně poklesly (o cca 5 % na obou stranách rizikového spektra), v prosinci prošly výraznou korekcí: u spekulativních instrumentů narostly prémie o 5,1 %, u investičních o 3,4 %.

Globální trhy

Poslední měsíc roku 2024 byl volatilní. S blížící se inaugurací staronového prezidenta Trumpa docházelo k růstu rizikové averze. Možné uvalení různých tarifů a cel by mělo dopad na výkonnost také evropských a čínských akciových trhů. Dobrá předešlá výkonnost amerických akcií a neurčitost budoucích kroků Trumpa v oblasti daňové politiky, protekcionismu a geopolitických třenic vedly v prosinci k uzavírání zisků v podobě prodeje akcií. Členové bankovní rady americké centrální banky FED přistoupili k snížení základní úrokové sazby o čtvrt procentního bodu do intervalu 4,25-4,5 %,

avšak s opatrným restriktivnějším výhledem nejen závislým na budoucích krocích nového prezidenta. Překvapivým elementem byl také rychlý převrat a svržení dlouhodobého prezidenta Sýrie Asada. Americký index S&P 500 tak v prosinci zaznamenal menší ztrátu -2,5 %, za celý rok 2024 si však připsal silné 23,3 % zhodnocení. Evropské akcie s ohledem na pokračující průmyslovou slabost a možnost uvalení cel ztratily -0,5 %, za celý rok si však připsaly kladné zhodnocení +6 %.

Středoevropské akciové trhy zakončily poslední měsíc uplynulého roku ve většině případů v pozitivním teritoriu. V zisku skončily všechny středoevropské trhy, mimo polského, který byl nadále pod tíhou blížící se inaugurace nového amerického prezidenta a jeho chystaného ne/ukončení konfliktu na Ukrajině. Polskému trhu se z důvodu blízkosti daného konfliktu celý rok nedařilo, a to i přes levné hodnotové ukazatele. V prosinci se z důvodu přeskupování portfolií fondů před koncem roku nedařilo polským těžářským a ropným společnostem, dobře se vedlo levným bankám. Na pražské burze se také dařilo bankovním titulům a pojišťovně Vienna Insurance Group. Půl procentního bodu ztratily akcie ČEZ, které si za celý rok, včetně vyplacené dividendy, připsaly relativně slabších +5,3 % (index Px +33,8 %). Kladné prosincové zhodnocení předvedly také levné maďarské akcie (index BUX +1,8 %).

Akcii na rozvíjejících se trzích se v prosinci relativně dařilo, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD skončil jen lehce v mínusu (-0,3 %). Za celý rok 2024 však za vyspělými trhy (hlavně USA) výrazně zaostal, jelikož připsal „jen“ 5 %. Čínské akcie zakončily rok pozitivně (Hong Kong +3,3 %, CSI300 +0,5 %). Poměrně slušná ekonomická data potěšila investory, nejistotu však přestavuje především hrozba celních (obchodních) válek. Indické akcie ztrácely (-2,1 %) poté, co tamní centrální banka snížila odhad růstu a investoři vybírali ke konci roku zisky. Nedařilo se rovněž trhům v Jižní Koreji (-2,3 %), důvodem byla politická krize, jež vyústila v impeachment prezidenta. Nejlépe dopadl akciový trh na Taiwanu (+5,1 %), který byl opět tažen technologickými tituly. Mizerný rok završila Latinská Amerika (MSCI Latin America USD -7,1 %). Na vině je především Brazílie, kde růst úrokových sazeb, slábnoucí měna a nejisté výhledy ohledně rozpočtové odpovědnosti vedly k dalším výprodejům.

MSCI World Index



STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci poklesla o 1,70 %. Akciové trhy v prosinci zamířily jak v USA tak v Evropě níže. Na amerických trzích vystřídala euforii po zvolení Trumpa nejistota ohledně jeho dalších kroků. Fed dle očekávání snížil sazby, ale také upozornil na přetrvávající inflační tlaky a utažený trh práce. Sazby snížila i ECB, výhled na rok 2025 ohledně ekonomického růstu však pro Evropu stále není příliš příznivý. Rozvíjejícím se trhům se celkově dařilo lépe než vyspělým. Zpevnily čínské akcie, rostl i Taiwan nebo Turecko. Nedařilo se naopak Jižní Koreji po politické krizi vyvolané prezidentem ani Latinské Americe.

V průběhu prosince jsme v portfoliu neprovedli žádné změny.

Koruna oslabilila 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					2,67%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,24%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,26%	0,26%	1,43%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					5,14%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,04%	-0,04%	3,35%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,17%	0,17%	1,79%
Dluhopisové fondy - ostatní					4,41%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,40%	0,40%	1,86%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,83%	0,83%	1,33%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-0,71%	0,60%	1,22%
Fondy alternativních investic					2,66%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,66%
Akciové fondy					85,69%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	1,94%	1,94%	14,03%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-8,39%	-7,18%	4,92%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	0,21%	-0,11%	4,06%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-0,30%	1,01%	3,90%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,60%	0,71%	3,22%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	2,55%	2,23%	3,22%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-6,56%	-5,33%	2,89%
Schroder ISF Latin American I	Latinská Amerika	USD	-4,49%	-3,23%	2,88%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-7,69%	-6,47%	2,85%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-10,00%	-8,81%	2,77%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-8,74%	-7,54%	2,76%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-0,79%	-1,10%	2,75%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,03%	1,29%	2,68%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-0,67%	-0,98%	2,59%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-0,12%	1,20%	2,52%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-0,62%	-0,93%	2,48%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	-1,29%	-1,60%	2,43%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-0,99%	-1,30%	2,35%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	0,20%	1,52%	2,25%
FF FAST Global I	Globální	USD	-2,03%	-0,74%	2,03%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,13%	-0,84%	1,91%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	4,23%	3,90%	1,85%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-5,74%	-4,50%	1,84%
CT (LUX) Japan Equities LJ	Japonsko	JPY	1,73%	-1,32%	1,77%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-4,96%	-3,71%	1,76%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-0,67%	-0,98%	1,75%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	2,54%	-0,53%	1,74%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	4,65%	4,32%	1,49%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-4,11%	-2,85%	1,39%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	2,89%	-0,19%	0,62%
OSTATNÍ					-0,57%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci poklesla o 0,80 %. Akciové trhy v prosinci zaměřily jak v USA tak v Evropě níže. Na amerických trzích vystřídala euforii po zvolení Trumpa nejistota ohledně jeho dalších kroků. Fed dle očekávání snížil sazby, ale také upozornil na přetrvávající inflační tlaky a utážený trh práce. Sazby snížila i ECB, výhled na rok 2025 ohledně ekonomického růstu však pro Evropu stále není příliš příznivý. Rozvíjejícím se trhům se celkově dařilo lépe než vyspělým. Zpevnily čínské akcie, rostl i Taiwan nebo Turecko. Nedařilo se naopak Jižní Koreji po politické krizi vyvolané prezidentem ani Latinské Americe.

Dluhopisová složka přispěla mírně pozitivně díky vyšší expozici na dluhopisy s nižší citlivostí na pohyby sazeb.

V průběhu prosince 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			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					7,75%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	0,67%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,26%	0,26%	7,08%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					38,40%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,04%	-0,04%	24,91%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,17%	0,17%	13,48%
Dluhopisové fondy - ostatní					11,40%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,40%	0,40%	4,23%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-0,71%	0,60%	4,00%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,83%	0,83%	3,18%
Fondy alternativních investic					2,53%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,53%
Akciové fondy					40,28%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	1,94%	1,94%	6,59%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-8,39%	-7,18%	2,60%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	0,21%	-0,11%	1,91%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	-0,30%	1,01%	1,87%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,60%	0,71%	1,51%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-6,56%	-5,33%	1,49%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	2,55%	2,23%	1,41%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-7,69%	-6,47%	1,35%
Schroder ISF Latin American I	Latinská Amerika	USD	-4,49%	-3,23%	1,32%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	-8,74%	-7,54%	1,29%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-10,00%	-8,81%	1,29%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-0,79%	-1,10%	1,27%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,03%	1,29%	1,24%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-0,67%	-0,98%	1,21%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-0,12%	1,20%	1,20%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	-1,29%	-1,60%	1,14%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-0,62%	-0,93%	1,14%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-0,99%	-1,30%	1,12%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	0,20%	1,52%	1,06%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-4,96%	-3,71%	0,91%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-5,74%	-4,50%	0,91%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	4,23%	3,90%	0,89%
FF FAST Global I	Globální	USD	-2,03%	-0,74%	0,86%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,13%	-0,84%	0,81%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-0,67%	-0,98%	0,79%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	2,54%	-0,53%	0,72%
CT (LUX) Japan Equities LJ	Japonsko	JPY	1,73%	-1,32%	0,72%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	4,65%	4,32%	0,69%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-4,11%	-2,85%	0,69%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	2,89%	-0,19%	0,26%
OSTATNÍ					-0,36%

Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,10 %. Výnosy amerických dluhopisů v prosinci vzrostly (ceny poklesly), a to především na dlouhém konci křivky. Fed sice překročil k dalšímu snížení sazeb o 25 b.b., varoval však před utaženým trhem práce a některými proinflačními tlaky. V souvislosti se zvolením Donalda Trumpa lze očekávat také spíše proinflační kroky (uvalení cel, fiskální expanze) a s tím opatrnější přístup Fedu k dalšímu snižování sazeb. Výnosy v Evropě včetně České republiky následovaly vývoj v USA. ČNB v prosinci dále sazby nesnižovala.

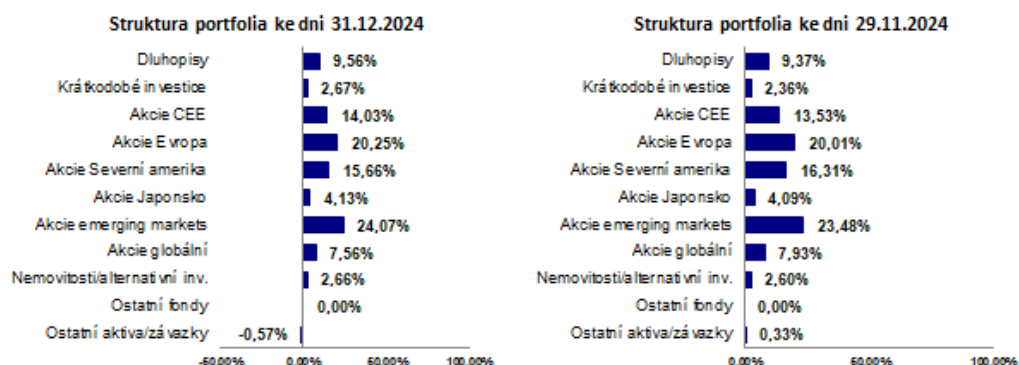
I přes nepříznivý vývoj na dluhopisových trzích si portfolio připsalo mírně pozitivní výkonnost díky vyšší expozici na dluhopisy s nízkou durací (nižší citlivostí na pohyby úrokových sazeb).

V prosinci jsme v portfoliu neprovedli žádné změny.

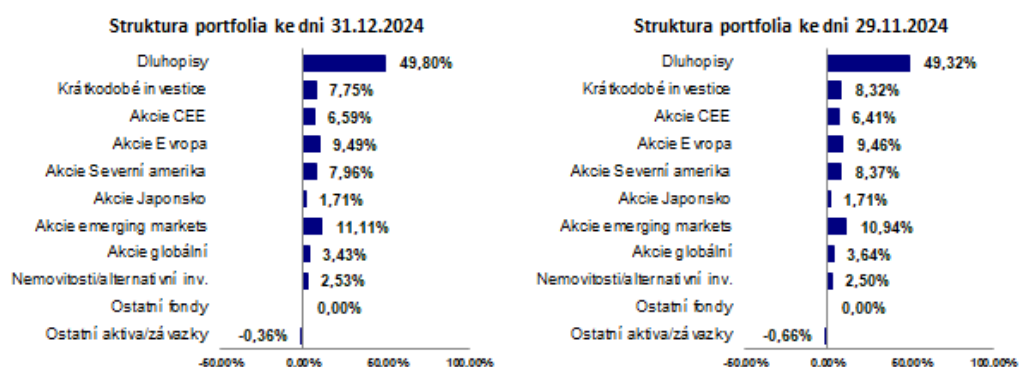
Žádná z cizoměnových pozic nepřesáhla hranici 1,5 mil. Kč, od které zajišťujeme měnové riziko.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu			MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia	
Krátkodobé investice					24,53%	
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,81%	
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,26%	0,26%	22,72%	
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					57,64%	
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,04%	-0,04%	37,34%	
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,17%	0,17%	20,30%	
Dluhopisové fondy - ostatní					10,48%	
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,40%	0,40%	3,95%	
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-0,71%	0,60%	3,67%	
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,83%	0,83%	2,85%	
Fondy alternativních investic					2,47%	
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,47%	
Akciové fondy					4,99%	
Schroder ISF QEP Global Core Fund C	Globální vyspělé trhy	USD	-2,68%	-1,40%	2,44%	
Goldman Sachs III Emerg.Markets Eq. Income I	Globální rozvíjející se trhy	USD	1,31%	2,64%	1,38%	
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	1,94%	1,94%	0,79%	
FF FAST Global I	Globální	USD	-2,03%	-0,74%	0,38%	
OSTATNÍ					-0,10%	

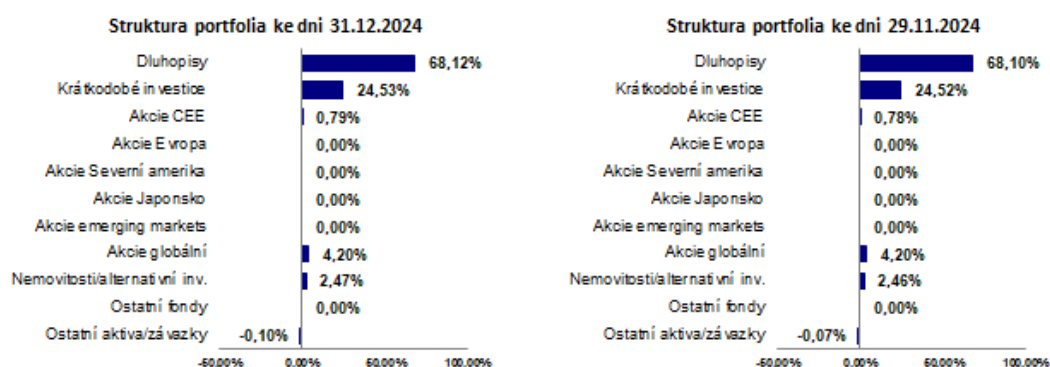
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Vzhledem k tomu, že ČNB se již dostala do fáze, kdy s poklesem sazeb (alespoň na nějakou dobu) skončila, z domácího prostředí moc impulsů ke změnám výnosů na vládních dluhopisech nevidíme. Ano, rozpočet je stále v deficitu, ale podíváme-li se kolem sebe (v Polsku deficit kolem 5,5 % HDP, Slovensko v roce 2024 skoro 6 %, v roce 2025 4,5 %, Maďarsko 5 % v minulém roce a necelá 4 % v letošním) a uvážíme-li, že ani permanentní šestiprocentní či sedmiprocentní deficit v USA bolest hlavy dluhopisovým trhům (zatím) nezpůsobují, je pravděpodobnější, že domácí fiskál výrazným hybatelem výnosů nebude. Dle nás tak budou české výnosy ponejvíce sledovat vývoj zahraničí. Tam bychom nicméně mohli vidět přetrvávající tendenci směrem k vyšším dlouhodobým výnosům, proto i ty české by mohly atakovat vrchní část pásma 4,0 – 5,0 % pro desetiletou splatnost.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

V Polsku je centrální banka rozpolcená ohledně časování prvního snížení sazeb na tábor, který si myslí, že čas nastane již v první polovině roku, a tábor, čítající i guvernéra, který si myslí, že se tak stane až později. Tak jako tak se však všichni shodují, že pokles sazeb po jeho zahájení nijak razantní nebude. Pokles výnosů kvůli redukcí domácích sazeb tak nejspíš nebude nikterak dramatický, na druhé straně je zde ale vývoj fiskálu, který je v současnosti z regionu nejhorší. Polské výnosy tak budou spíše kolísat, znatelně níž oproti úrovním z konce roku se v první polovině 2025 nejspíš nedostanou.

Situace zejména na jižní 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 zdá se bude pokračovat v podpoře Ukrajiny a tlačit na začátek mírových jednání. Ta dosluhující pak před koncem svého působení schválila několik nových balíků pomoci. To v posledních měsících pomohlo cenám dolarových ukrajinských dluhopisů na vyšší úroveň. 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 spíše v nejbližších měsících vrátí do pásma 1,05-1,10, než že by dále akceleroval nedávný trend na či pod hranici parity. Post-trumpovská euforie dle nás nevydrží a divergence měnových politik ECB a FED-u, která je dnes zanesená zejména na americké straně (jen dvojí snížení v USA), bude podle nás revidována směrem k o něco většímu rozsahu snížení sazeb. To by mělo dolar posunout na lehce slabší úroveň.

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 úroveň by mohla snad jen jestřábí ČNB a lepší makroekonomické údaje z Eurozóny a z ČR; na slabší úroveň 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 výraznější trend, který by měnový kurz posunul materiálně od úrovně z konce loňského roku.

Polský zlotý dle nás zůstane v pásmu 4,25 - 4,35, pro výraznější pohyb na slabší či silnější úroveň nevidíme důvod. Pravděpodobnější je pak pobyt na silnějších úrovních tohoto pásma, a to proto, že polská centrální banka je i navzdory rozpolcenosti v průměru stále dost jestřábí. Podobně jako pro korunu či forint je hlavním rizikem pro oslabení případná tržní slabost / nervozita na světových trzích.

Maďarský forint nemá důvod setrvaleji posilovat: úrokový diferenciál se smrštil a maďarské sazby nejsou dnes nijak dramaticky vzdálené od sazeb v USA. Navíc, maďarská ekonomika 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 nejzra-

Globální akciové trhy

nitelnější regionální měnou. Po většinu nejbližších měsíců tak čekáme setrvalý pobyt nad hranicí 400 forintů za euro.

Na akciové trhy v příštím roce mám mírně pozitivní výhled. Na atraktivních hodnotových ukazatelích se obchoduje většina trhů západní Evropy, střední Evropy, rozvíjejících se trhů obecně a například americké akcie s malou a střední kapitalizací. Průběh však pravděpodobně nebude jednoduchý. Zvýšená volatilita přijde již v lednu před inaugurací staronového prezidenta Trumpa a zvláště poté. Nepredikovatelné kroky v podobě zavedení různých tarifů, cel, úpravou daní s dopadem do fiskální sféry, inflace a na to kroků centrálních bank. Geopolitických konfliktů bude zřejmě přibývat, některé země se budou stále potýkat s ekonomickou slabostí. Akcie některých amerických technologických společností byly na základě pozitivního sentimentu vyhnány nad své vnitřní hodnoty a může tak v tomto segmentu dojít k určité korekci. Mnohé negativní je však již určitou měrou v cenách akcií obsaženo a atraktivní ocenění akcií většiny trhů povedou ke kladnému zhodnocení.

Lukáš Masák
Portfolio manager