

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC LEDEN 2025

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	4
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	8



Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **210,2025**
Výkonnost za poslední měsíc **3,42 %**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **181,5293**
Výkonnost za poslední měsíc **1,99 %**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **152,7311**
Výkonnost za poslední měsíc **0,80 %**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Pohyby na výnosových křivkách ani na jednom z břehů Atlantiku nebyly během ledna nijak výrazné. Dvouletý i desetiletý americký výnos se koncem ledna lišily od hodnot ze začátku ledna o 5 b.b. resp. o 3 b.b.: dvouletý výnos dosáhl 4,2 %, desetiletý 4,5 %. Ani v Eurozóně nedošlo k výraznějším pohybům. Německá dvouletka vzrostla o necelé 4 b.b. na 2,12 %, desetiletka o 9 b.b. na 2,46 %. Společnými a také protichůdnými faktory přitom byly obavy z dopadů amerických importních tarifů do inflace a ekonomické aktivity.

DLUHOPISY ČR

U české výnosové křivky byly pohyby v lednu o něco větší než v Německu. Dvouletý výnos klesl o 9 b.b. na 3,36 % (což je stejná hodnota, kterou měl například počátkem října minulého roku), desetiletý výnos klesl o 23 b.b. na 4 %. České státní dluhopisy se těšily solidnímu zájmu investorů z řad domácích i zahraničních hráčů – jak v primárních aukcích MFČR, tak na sekundárním trhu. Důvodem mohla být vnímaná stále atraktivní marže nad německé Bundy, doplněné očekáváním dalšího snižování sazeb ČNB.



zájmu investorů z řad domácích i zahraničních hráčů – jak v primárních aukcích MFČR, tak na sekundárním trhu. Důvodem mohla být vnímaná stále atraktivní marže nad německé Bundy, doplněné očekáváním dalšího snižování sazeb ČNB.

DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

V Polsku křivka nedoznala v lednu větších změn: na krátkém konci vyrostly výnosy o 7 b.b. na 5,22 %, na dlouhém poklesly o 4 b.b. na 5,85 %. Zde byli zahraniční investory střízlivější v porovnání s českým trhem, roli pravděpodobně také hrála očekávání pokračující vysoké nabídky nových vládních dluhopisů, nutných k profinancování rozpočtového schodku.

Ukrajinské dluhopisy

Po vítězství Donalda Trumpa v prezidentských volbách na trhu převládalo 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.

Během ledna přicházely další zprávy o chystaném setkání amerického prezidenta s Putinem a o přípravě mírového plánu a případném startu příměří.

Firemní dluhopisy

Tzv. total return index (TRI) přidal koncem ledna v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce zhruba stejně (0,3 %) jako v předcházejících měsících; u jejich spekulativních protějšků pak 0,6 % (vs. 0,7 % v říjnu, 0,4 % v listopadu a 0,8 % v prosinci). V případě dolarových instrumentů investičního stupně přidal TRI v lednu 0,5 %, v případě instrumentů spekulativního pak 1,4 %. Kreditní prémie investičních i spekulativních instrumentů denominovaných v EUR v lednu poklesly, a to u obou kategorií o 8 %.

Globální trhy

Globální akciové trhy zahájily rok 2025 silným růstem, přičemž evropské trhy předčily americké. Index MSCI Europe ex-UK vzrostl o 7,1 %, zatímco americký S&P 500 si připsal 2,8 %. Hlavní hnací silou byly finanční a spotřebitelské tituly v Evropě, zatímco v USA se sentiment na trhu stal smíšeným kvůli výkyvům v technologickém sektoru. Mezi hlavní události měsíce patřil návrat prezidenta Trumpa do úřadu a jeho oznámení o plánovaných daňových

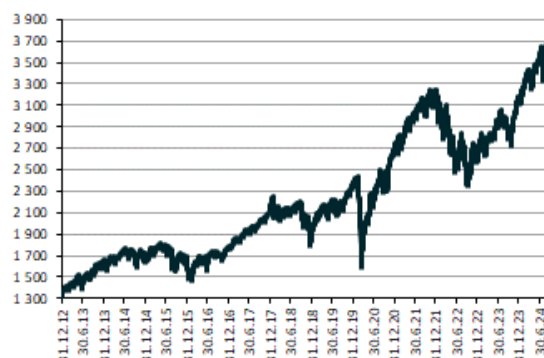
škrtích a deregulacích, což posílilo důvěru investorů v americkou ekonomiku. Současně však hrozby nových celních tarifů vyvolaly obavy z možného nárůstu inflace. Na komoditních trzích došlo k růstu cen zlata a dalších kovů v reakci na tyto tarifní hrozby, zatímco ceny ropy byly ovlivněny chladným zimním počasím a dalšími sankcemi USA vůči Rusku.

Americké akcie začaly rok pozitivně, ale dynamika se v průběhu ledna změnila. Nvidia, která byla v roce 2024 jedním z lídrů růstu, zaznamenala pokles o více než 10 % po slabších než očekávaných výsledcích a obavách z nasycení trhu s AI čipy. Podobně Apple čelil tlaku po zprávách o zpomalujícím se růstu prodeje iPhoneů v Číně. Naopak bankovní sektor a tradiční průmyslové společnosti těžily z optimismu ohledně plánovaných daňových škrtů v USA. Evropské akcie překonaly výkon amerických trhů, což bylo částečně způsobeno jejich nižší expozicí vůči technologickému sektoru. Akcie velkých bank, včetně BNP Paribas a Deutsche Bank, zaznamenaly silný růst, podpořené zlepšujícími se úrokovými výnosy. Spotřebitelské firmy, jako LVMH a Nestlé, těžily ze silného domácího trhu a pozitivních maloobchodních dat.

Výrazné zisky si připsaly středoevropské akcie, jež profitovaly nejen z pozitivní nálady panující na západoevropských akciových trzích. Trump se ze začátku svého mandátu soustředil především na své sousedy a Čínu, Evropa tak prozatím stála stranou. Navíc byla vysoká očekávání ohledně možného vyřešení a ukončení války na Ukrajině. To vedlo k pozitivní výkonnosti především polských akcií, u nichž se navíc pro letošní rok očekává nejvyšší pozitivní dynamika růstu ziskovosti firem. V rámci Polska (index WIG 30 +10,2 %) se tak dařilo akciím bank PEKAO (+16,2 %), mBank (+15,1 %), PKO (+12 %), ropné společnosti PKN Orlen nebo potravinovému řetězci Dino Polska. Vysoké zhodnocení si připsaly i fundamentálně podhodnocené trhy Slovinska (index SBITOP +15,5 %), dále Maďarska (+7,7 %) a Česka (+6,3 %).

Akcie na rozvíjejících se trzích vstoupily do nového roku s mírným ziskem, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD připsal 1,66 %. Trhy brzdí zejména nejisté vyhlídky obchodní/celní politiky americké vlády. Ke zvýšené volatilitě také přispěla nová AI od čínského start-upu DeepSeek, jenž zpochybnila nutnost ohromných výdajů spojených s touto technologií. Asijské trhy neměly jednoznačný směr. Čínské domácí akcie (A-shares, index CSI300 -3%) ztrácely ve stínu obchodní války, stejně tak jako indické akcie (-0,8 %), kde investoři vybírali zisky a zohlednili nižší očekávaný růst ekonomiky. Naopak dařilo se akciím na Taiwanu (+3,1%), Koreji (+4,9 %) či Hong-kongu (+0,8%). Po mizerném roce 2024 zabraly akcie v Latinské Americe (index + 9,37 % v USD). Důležitým faktorem zde bylo posílení domácích měn vůči dolaru, k čemuž přispělo zvýšení základní úrokové sazby o celé 1 % brazilskou centrální bankou.

MSCI World Index



STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolio v tomto měsíci vzrostla o 3,42 %. Akciové trhy započaly rok solidním růstem. Americkému trhu dominovala spíše defenzivnější odvětví, k čemuž přispěl i nový a údajně mnohem méně nákladný čínský AI model DeepSeek, který otřásl důvěrou v obří investice do AI infrastruktury ze strany amerických technologických gigantů. Evropským akciím se dařilo lépe díky nižší expozici vůči technologickému sektoru a některým pozitivním makroekonomickým datům. Výrazný růst zaznamenaly především středoevropské trhy v čele s Polskem. Čínské trhy brzdily obavy z nových obchodních válek, Indii zase slabší výhled ekonomického růstu. Výrazně vzrostla Latinská Amerika vlivem posílení tamních měn vůči dolaru po skokovém zvýšení sazeb v Brazílii. Nejvyšší výkonost zaznamenal fond zaměřený na těžaře zlata, jehož cena v současné nejistotě vzrostla.

V průběhu ledna jsme v portfoliu neprovedli žádné změny.

Koruna posílila vůči dolaru i 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
Krátkodobé investice					2,77%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,14%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,51%	0,51%	0,62%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					5,01%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,83%	0,83%	3,27%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,60%	0,60%	1,74%
Dluhopisové fondy - ostatní					4,32%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,67%	0,67%	1,81%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,22%	2,22%	1,32%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,16%	1,06%	1,19%
Fondy alternativních investic					2,59%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,59%
Akciové fondy					86,46%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	7,74%	7,74%	14,62%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	3,59%	3,49%	4,92%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	1,92%	1,86%	4,00%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	n/a	n/a	3,73%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,16%	1,06%	3,15%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	0,60%	0,54%	3,13%
Schroder ISF Latin American I	Latinská Amerika	USD	11,89%	11,78%	3,11%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	15,03%	14,92%	3,06%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	5,10%	5,00%	2,94%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	3,48%	3,38%	2,85%
BGF World Mining I2	Globální	USD	4,13%	4,03%	2,79%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	1,99%	1,93%	2,71%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	6,64%	6,58%	2,67%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	6,77%	6,71%	2,56%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-3,19%	-3,28%	2,51%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	5,94%	5,88%	2,49%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	n/a	n/a	2,46%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	6,36%	6,30%	2,41%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	1,49%	1,39%	2,21%
FF FAST Global I	Globální	USD	3,63%	3,53%	2,04%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,14%	-0,23%	1,84%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	2,78%	2,68%	1,82%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	1,97%	1,91%	1,82%
CT (LUX) Japan Equities LJ	Japonsko	JPY	0,74%	1,95%	1,74%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	1,91%	1,81%	1,73%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	2,08%	2,02%	1,73%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	4,31%	4,25%	1,51%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	2,06%	1,96%	1,37%
Goldman Sachs III Japan Equity (Former NN) I	Japonsko	JPY	0,85%	2,06%	1,37%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	-1,07%	0,12%	1,18%
OSTATNÍ					-1,15%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolio v tomto měsíci vzrostla o 1,99 %. Akciové trhy započaly rok solidním růstem. Americkému trhu dominovala spíše defenzivnější odvětví, k čemuž přispěl i nový a údajně mnohem méně nákladný čínský AI model DeepSeek, který otřásl důvěrou v obří investice do AI infrastruktury ze strany amerických technologických gigantů. Evropským akciím se dařilo lépe díky nižší expozici vůči technologickému sektoru a některým pozitivním makroekonomickým datům. Výrazný růst zaznamenaly především střeoevropské trhy v čele s Polskem. Čínské trhy brzdily obavy z nových obchodních válek, Indii zase slabší výhled ekonomického růstu. Nejvyšší výkonost zaznamenal fond zaměřený na těžaře zlata, jehož cena v současné nejistotě vzrostla.

Dluhopisová složka přispěla pozitivně zejména díky poklesu výnosů (růstu cen) na českém dluhopisovém trhu.

V průběhu ledna jsme v portfoliu neprovedli žádné změny.

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
Krátkodobé investice					7,03%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	0,88%
Conseq Invest Konzervativní A	Střeoevropský region	CZK	0,51%	0,51%	6,15%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					37,93%
Conseq Invest Dluhopisový B	Střeoevropský region	CZK	0,83%	0,83%	24,63%
Conseq korporátních dluhopisů A	Střeoevropský region	CZK	0,60%	0,60%	13,30%
Dluhopisové fondy - ostatní					11,32%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,67%	0,67%	4,17%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,16%	1,06%	3,96%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,22%	2,22%	3,19%
Fondy alternativních investic					2,50%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,50%
Akciové fondy					41,35%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Střeoevropský region	CZK	7,74%	7,74%	6,96%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	3,59%	3,49%	2,64%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	1,92%	1,86%	1,91%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	n/a	n/a	1,81%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	5,10%	5,00%	1,54%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,16%	1,06%	1,50%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	15,03%	14,92%	1,46%
Schroder ISF Latin American I	Latinská Amerika	USD	11,89%	11,78%	1,45%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	0,60%	0,54%	1,39%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	3,48%	3,38%	1,37%
BGF World Mining I2	Globální	USD	4,13%	4,03%	1,31%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	1,99%	1,93%	1,27%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	6,64%	6,58%	1,27%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	6,77%	6,71%	1,20%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	5,94%	5,88%	1,19%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	n/a	n/a	1,19%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-3,19%	-3,28%	1,18%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	6,36%	6,30%	1,17%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	1,49%	1,39%	1,05%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	2,78%	2,68%	0,92%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	1,91%	1,81%	0,91%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	1,97%	1,91%	0,89%
FF FAST Global I	Globální	USD	3,63%	3,53%	0,87%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,14%	-0,23%	0,80%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	2,08%	2,02%	0,79%
CT (LUX) Japan Equities LJ	Japonsko	JPY	0,74%	1,95%	0,72%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	4,31%	4,25%	0,71%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	2,06%	1,96%	0,69%
Goldman Sachs III Japan Equity (Former NN) I	Japonsko	JPY	0,85%	2,06%	0,66%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	-1,07%	0,12%	0,57%
OSTATNÍ					-0,14%

Konzervativní portfolio

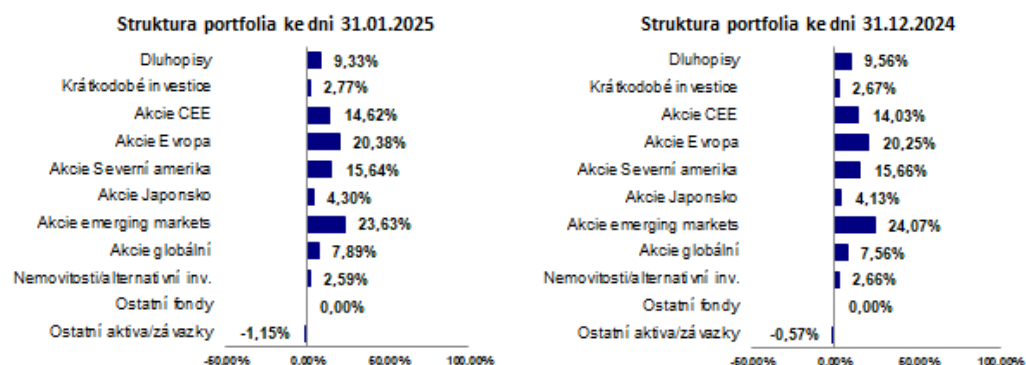
Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,80 %. Výnosy amerických i evropských státních dluhopisů zůstaly v lednu prakticky beze změny. Trhy očekávají další průběžné snižování sazeb ze strany ECB, inflaci v Evropě se daří postupně dostávat pod kontrolu, zároveň nižší sazby uleví v tuto chvíli těžce zkoušenému evropskému průmyslu. Naopak u Fedu jsou vyhlídky na další snižování sazeb v tomto roce značně nejisté. Inflační rizika plynou ze stále silně rostoucí americké ekonomiky, hrozících obchodních válek a stále bobtnajících deficitů veřejných financí. Výnosy českých státních dluhopisů v lednu poklesly (ceny vzrostly), což přispělo k pozitivní výkonnosti dluhopisových fondů v portfoliu.

V průběhu ledna jsme v portfoliu neprovedli žádné změny.

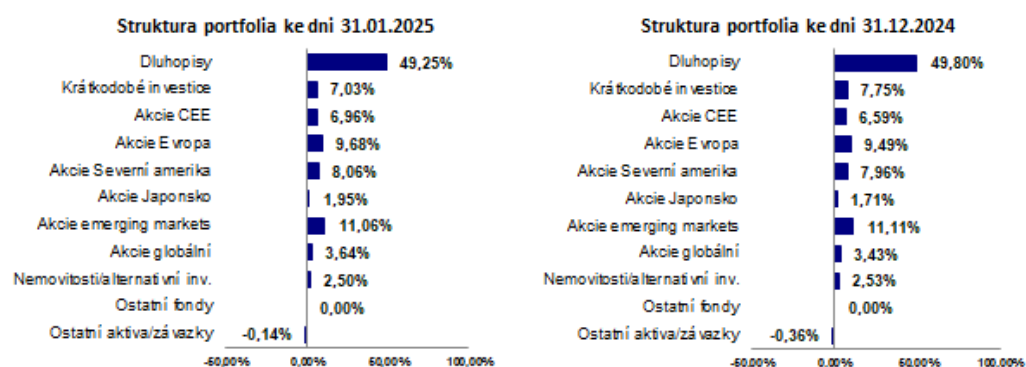
Žádná z cizoměnových pozic nepřesáhla hranici 1,5 mil. Kč, od které zajišťujeme měnové riziko.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					24,30%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,65%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,51%	0,51%	22,65%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					57,62%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,83%	0,83%	37,35%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,60%	0,60%	20,26%
Dluhopisové fondy - ostatní					10,52%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,67%	0,67%	3,95%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,16%	1,06%	3,68%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	2,22%	2,22%	2,89%
Fondy alternativních investic					2,47%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,47%
Akciové fondy					5,12%
Schroder ISF QEP Global Core Fund C	Globální vyspělé trhy	USD	3,68%	3,58%	2,51%
Goldman Sachs III Emerg.Markets Eq. Income I	Globální rozvíjející se trhy	USD	1,11%	1,01%	1,38%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	7,74%	7,74%	0,84%
FF FAST Global I	Globální	USD	3,63%	3,53%	0,39%
OSTATNÍ					-0,03%

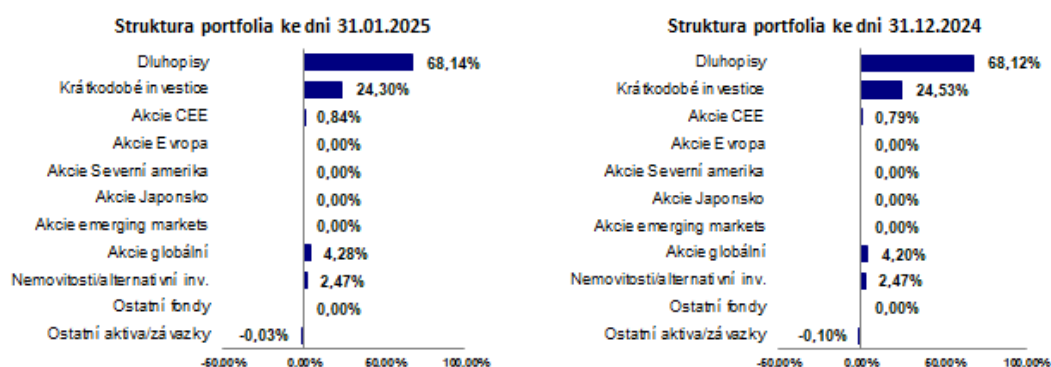
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Vzhledem k tomu, že ČNB se již dostala do momentu, kdy se sazby přiblížily neutrální úrovni, 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 deficity v USA bolest hlavy dluhopisovým trhům nezpůsobují, je pravděpodobnější, že fiskál výrazným 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 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 razantní nebude. Pokles výnosů kvůli poklesu domácích sazeb tak výrazný nebude, na druhé straně je zde ale vývoj fiskálu, který je z regionu nejhorší. Polské výnosy tak budou jen kolísat, ale zřetelně níž oproti stávajícím úrovním se v první polovině 2025 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 balíčků 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 v nejbližších měsících vrátí nad 1,05. Post-trumpovská euforie dle nás nevydrží a divergence měnových politik ECB a FED-u, která je dnes zanesená zejména na americké straně (jen jedno snížení v USA), bude podle nás revidována směrem k o něco většímu rozsahu snížení sazeb. To dolar posune 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 jestřábi ČNB a případně menší snížení sazeb Fed-u či ECB, než jaké nyní trh očekává (to bude problém u Fed-u, kde už jsou očekávání velmi mírná); 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 alespoň několikatydenní trend.

Polský zlotý dle nás ze stávajících pětiletých maxim nejspíš mírně zkoriguje ke 4,25, posléze jej vidíme v pásmu 4,25-4,30. Pravděpodobnější je pak pobyt na silnějších úrovních tohoto pásma, a to proto, že polská centrální banka je i navzdory rozpolcenosti v průměru stále dost jestřábi. 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 diferenciál se dost smrštil a maďarské sazby nejsou dnes nijak dramaticky vzdálené od sazeb v USA. Navíc, maďarská ekonomika neroste nijak rychle, 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 setrvalý pobyt nad hranicí 400 forintů za euro.

Globální akciové trhy

Na akciové trhy máme 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 přišla po inauguraci staronového prezidenta Trumpa a s vysokou pravděpodobností bude s námi i po zbytek jeho mandátu. 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