

## ERGO pojišťovna

## ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC PROSINEC 2020

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



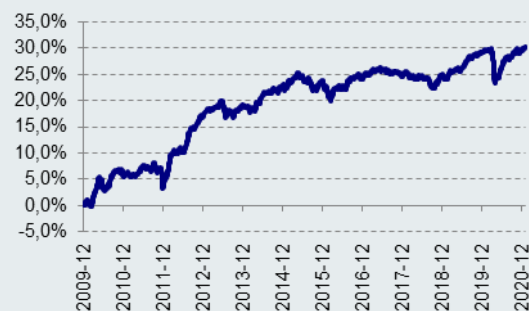
### Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **166,1230**  
 Výkonnost za poslední měsíc **4,41 %**



### Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **152,5658**  
 Výkonnost za poslední měsíc **2,36 %**



### Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **130,2046**  
 Výkonnost za poslední měsíc **0,52 %**

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

### DLUHOPISY – USA, EMU

Vývoj dluhopisových trhů byl na obou stranách Atlantiku během prosince velmi nudný. Ve Spojených státech desetileté výnosy v prosinci oscilovaly v úzkém pásmu 0,9% až 0,95%, koncem roku dosáhly přesně 0,91%. Dvouleté výnosy vykazovaly ještě menší volatilitu, během prosince klesly oproti konci listopadu jen o necelé 3 b.b. na 0,12%.

Ani v Eurozóně se moc nestalo, tedy, nepočítáme-li bizarní události typu poklesu portugalských desetiletých výnosů do záporu v polovině prosince nebo poklesu italských desetiletých výnosů na 0,5%, obojí to bizarnosti mající původ ve stále volnější měnové politice ECB. U německé výnosové křivky bylo všechno při starém: celá je samozřejmě záporná, desetileté ani dvouleté výnosy se oproti konci listopadu nezměnily (-0,57% resp. -0,7%).

### DLUHOPISY ČR

**Česká výnosová křivka se během posledního měsíce minulého roku skoro vůbec nezměnila.** Krátký konec sice vyrostl o 5 b.b. na 0,15%, na dlouhém konci se i navzdory schválení masivního daňového balíčku, který dále zvětšuje již tak obrovský rozpočtový deficit naplánovaný pro letošní rok, nic nestalo - desetileté výnosy zakončily rok na úrovni 1,3%, tj. na stejné úrovni na jaké byly i na konci listopadu.

Bloomberg Barclays Czech Index



### DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské

dluhopisy

**Polská výnosová křivka během prosince vesměs kopírovala stabilní vývoj v Německu nebo v ČR.** Desetileté polské výnosy sice během první dekády vyrostly až na 1,4%, poté však rychle zamířily zpátky na hodnoty z konce listopadu, tj. 1,25% kde se nacházely i na samém konci roku. Na krátkém konci byly změny ještě menší, a tudíž nevhodné bližší zmínky.

Ukrajinské  
dluhopisy

Ačkoliv byl vývoj ukrajinské ekonomiky ve třetím kvartále lepší, země se i nadále potýká s velmi bídným institucionálním uspořádáním výkonné a soudní moci a v zákulisí je patrný výrazný silný vliv oligarchických struktur. Lepší vývoj rozpočtu a s tím související nižší potřeba financování o několik měsíců odsunuly potřebu dojednání financování ze strany Mezinárodního měnového fondu a s tím související implementace nezbytných reforem. Ačkoli i nadále zůstává Ukrajina na reformní cestě se silným kurzem na západ, výrazný růst cen ukrajinských aktiv z poslední doby jejich atraktivitu citelně snížil.

Firemní  
dluhopisy

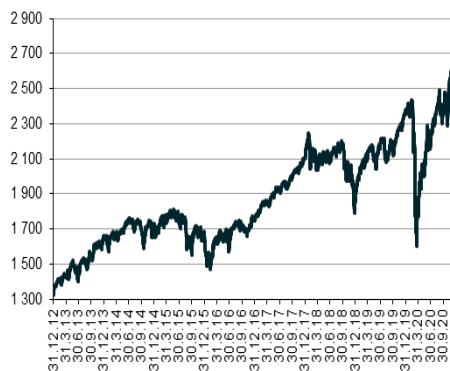
Vývoj na kreditním trhu byl v prosinci, podobně jako měsíc předtím, ve znamení dalšího poklesu volatilitu. Korporátní dluhopisy investičního stupně denominované v euru během prosince sice „jen“ stagnovaly, ale u jejich protějšků spekulativního stupně došlo u tzv. total return indexu k nárůstu o 0,7% (od počátku roku pak celkově o 1,7%). U dolarových instrumentů byl vývoj ještě lepší – u investičního stupně růst o 0,4%, u spekulativního stupně růst o 1,7% (od počátku roku pak +11,3% a +4,7%).

Kreditní prémie v prosinci shora popsaný vývoj také samozřejmě refletovaly. U kreditních premií investičních korporátních emitentů denominovaných v euru došlo dle indexu Markit iTraxx Europe po listopadovém poklesu v prosinci k poklesu o další 2%, u spekulativního stupně klesly prémie o dalších skoro 11%. To znamená, že oproti hodnotě ze začátku roku spekulativní CDS prémie letos dokonce už o 16% niž. To vzhledem k makroekonomické situaci a všemu, co se letos odehrálo, jen potvrzuje, že zásah centrálních banky byl vpravdě masivní a značně vymazal z myslí investorů vnímaná rizika.

### AKCIE

Globální akciové trhy si připsaly velice slušné zisky i v posledním měsíci roku 2020. Růstové momentum bylo nadále živeno pozitivním přijetím výsledku amerických prezidentských voleb a započatým očkování vakcínou proti COVID19 v USA. Trhy se nenechaly rozhodit ani globálně rostoucími čísly ohledně počtu nakažených koronavirem a svou pozornost upíraly k letním měsícům, kdy by se měly ekonomiky pozvolna vracet do normálu. Pozitivně samozřejmě nadále působily extrémně uvolněné měnové politiky

MSCI World Index



centrálních bank. Za měsíc prosinec si tak americké akciové trhy připsaly +3,7 % (index S&P 500), japonské trhy +3,8 % (index Nikkei 225) a evropské trhy +2,5 % (index DJ STOXX 600).

Středoevropským akciovým trhům se v průběhu prosince dařilo. Hlavním impulsem byly uskutečněné prezidentské volby v USA, ve kterých zvítězil predikovatelnější kandidát J. Biden. To globální rozvíjející se akciové trhy kvitovaly pozitivně. Zároveň proběhlo schválení a první očkování vakcínami proti Covid19. Obecně se i tento měsíc dařilo akciím, jímž se v letošním roce nedařilo. Dobrou výkonnost tak předvedly především české banky a ČEZ. V Polsku nejvíce rezonovalo dlouho očekávané spuštění hry Cyberpunk 2077. Bohužel z akcionářského pohledu se jednalo o zklamání, kdy cena akcie od uvedení hry ztratila téměř 40%. Zklamání pramenilo především z nedokončení optimalizace pro starší konzole, což vedlo k nižším než očekávaným prodaným kusům, v některých případech dokonce k jejich vrácení. Ve Slovinsku naopak došlo k očekávanému uzavření akvizice bankou NLB, která koupila srbskou Komercijalna Banka. Výkonnosti jednotlivých trhů byly následující: český akciový index PX +3,6 %, polský index WIG30 +9,7 %, maďarský index BUX +8,4 %, slovinský index SBITOP +1,3 % a rumunský index BET +5,6 %.

## STRUKTURA PORTFOLIÍ

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci vzrostla o 4,41%. Trhy navázaly na pozitivní náladu z předešlého měsíce a i tento měsíc připsovaly hezké zisky. Během prosince byly v několika státech spuštěny očkovací programy proti Covid-19 zejména vakcínou od společnosti Pfizer. I přes pomalejší průběh očkování a dodávky vakcín, než se očekávalo, přečetly finanční trhy tuto zprávu jako pozitivní. Zejména tento faktor má obrovský vliv na optimistický výhled na globální ekonomiku v následujícím roce. Optimismus je také nadále velmi podporován nastavením centrálních bank, které stále svými extrémně rozvolněnými měnovými politikami pomáhají trhům udržet se v růstovém trendu.

V průběhu tohoto měsíce jsme se rozhodli lehce navýšit zastoupení fondu zaměřeného na turecký trh, který se nám aktuálně zejména valuačně líbí. Oproti tomu došlo k procentuálně stejnému snížení zastoupení fondu zaměřeného na ruský trh. Dále jsme se rozhodli navrátit zpět alokaci v eurozóně na všechny evropské akcie včetně UK regionu, ze kterého byla část kvůli Brexitu v 2016 stažena.

Výkonnost fondů byla během tohoto měsíce velmi dobrá. Dařilo se úplně všem fondům ve všech regionech.

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>3,89%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,25%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,33%	0,33%	1,65%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>4,85%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,55%	0,55%	2,91%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,59%	0,59%	1,94%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>3,05%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,28%	0,28%	3,05%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>4,38%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,46%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	1,86%	-0,35%	1,92%
<b>Akciové fondy</b>					<b>83,03%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	6,09%	6,09%	11,84%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	3,35%	1,11%	5,42%
NN (L) European Equity I	Lucembursko	EUR	2,52%	2,74%	5,42%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	5,75%	5,97%	5,40%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	6,31%	4,00%	5,22%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	6,55%	4,24%	5,21%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	4,12%	4,34%	4,44%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	5,11%	2,83%	4,14%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	3,98%	1,73%	4,07%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	11,83%	9,41%	3,69%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	8,66%	6,30%	3,09%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	7,89%	5,55%	2,74%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	3,32%	3,54%	2,67%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	2,69%	2,91%	2,63%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	4,83%	5,05%	2,54%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	6,59%	4,28%	2,29%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	2,70%	1,52%	2,00%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	5,97%	3,67%	1,96%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	2,23%	1,06%	1,89%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	12,34%	9,90%	1,70%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	5,78%	6,00%	1,41%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	7,04%	4,72%	0,87%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	3,40%	2,21%	0,85%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	1,63%	0,46%	0,84%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	19,11%	19,36%	0,69%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>0,80%</b>

## Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci vzrostla o 2,36 %. Trhy navázaly na pozitivní náladu z předešlého měsíce a i tento měsíc připsovaly hezké zisky. Během prosince byly v několika státech spuštěny očkovací programy proti Covid-19 zejména vaxcínou od společnosti Pfizer. I přes pomalejší průběh očkování a dodávky vaxcín, než se očekávalo, přechetly finanční trhy tuto zprávu jako pozitivní. Zejména tento faktor má obrovský vliv na optimistický výhled na globální ekonomiku v následujícím roce. Optimismus je také nadále velmi podporován nastavením centrálních bank, které stále svými extrémně rozvolněnými měnovými politikami pomáhají trhům udržet se v růstovém trendu. Dluhopisové trhy v prosinci navázaly na předchozí měsíc a jejich vývoj se nesl v poměrně klidném duchu. V prosinci se obdobně jako v listopadu podíleli pozitivně na výkonnosti portfolia.

V průběhu tohoto měsíce jsme se rozhodli lehce navýšit zastoupení fondu zaměřeného na turecký trh, který se nám aktuálně zejména valuačně líbí. Oproti tomu došlo k procentuálně stejnému snížení zastoupení fondu zaměřeného na ruský trh. Dále jsme se rozhodli navrátit zpět alokaci v eurozóně na všechny evropské akcie včetně UK regionu, ze kterého byla část kvůli Brexitu v 2016 stažena. Výkonnost fondů byla během tohoto měsíce velmi dobrá. Dařilo se úplně všem fondům ve všech regionech.

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>11,14%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,67%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,33%	0,33%	8,47%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>35,03%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,55%	0,55%	20,98%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,59%	0,59%	14,05%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>10,11%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,28%	0,28%	7,52%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,65%	-0,55%	2,59%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>4,53%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,63%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	1,86%	-0,35%	1,90%
<b>Akciové fondy</b>					<b>38,89%</b>
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	6,09%	6,09%	5,54%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	3,35%	1,11%	2,55%
BNP Paribas Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	5,75%	5,97%	2,49%
Templeton Asian Growth Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	6,31%	4,00%	2,48%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	6,55%	4,24%	2,42%
NN (L) European Equity I	Lucembursko	EUR	2,52%	2,74%	2,28%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	4,12%	4,34%	2,02%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	5,11%	2,83%	1,87%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	3,98%	1,73%	1,87%
FF - Latin America Fund I	Latinská Amerika	USD	11,83%	9,41%	1,86%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	8,66%	6,30%	1,51%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	4,83%	5,05%	1,29%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	7,89%	5,55%	1,25%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	2,69%	2,91%	1,25%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	3,32%	3,54%	1,24%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	6,59%	4,28%	1,05%
BNP Paribas Japan Equity I	Japonsko	JPY	2,70%	1,52%	0,98%
FF - Japan Aggressive Fund I	Japonsko	JPY	2,23%	1,06%	0,95%
Templeton Frontier Markets Fund I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	5,97%	3,67%	0,93%
Allianz China A-Shares WT	Čína	USD	12,34%	9,90%	0,81%
BNP Paribas Russia Equity I	Rusko	EUR	5,78%	6,00%	0,70%
Aberdeen SICAV I Japanese Smaller Compan. I	Japonsko	JPY	3,40%	2,21%	0,42%
BNP Paribas US Mid Cap I	Severní Amerika	USD	7,04%	4,72%	0,41%
Allianz Japan Equity WT (JPY)	Japonsko	JPY	1,63%	0,46%	0,41%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	19,11%	19,36%	0,31%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>0,30%</b>

## Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,52 %. Situace na dluhopisových trzích byla opět stejně jako v předchozích měsících poměrně klidná. Pozitivní sentiment skrze všechny trhy, ale také stále extrémně rozvolněné měnové politiky hlavních strategických centrálních bank měli pozitivní vliv na dluhopisové trhy, které v portfoliu připisovaly příjemné zisky. Stejně jako na všechny trhy, tak i na dluhopisové trhy měl pozitivní vliv začátek očkovacích programů proti nákaze Covid-19 v několika státech světa. Obdobně na tom byl také trh s korporátními (rizikovějšími) dluhopisy, který připsal větší zisky než konzervativnější státní dluhopisy.

Část portfolia alokovaná do akcií a alternativních investic tento měsíc razantně zvyšovala výkonnost portfolia.

V průběhu tohoto měsíce jsme se rozhodli navrátit zpět alokaci v eurozóně na všechny evropské akcie včetně UK regionu, ze kterého byla část kvůli Brexitu v 2016 stažena.

Výkonnost fondů byla během tohoto měsíce velmi dobrá. Dařilo se úplně všem fondům ve všech regionech.

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>25,84%</b>
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,78%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,33%	0,33%	24,05%
<b>Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia</b>					<b>57,60%</b>
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,55%	0,55%	34,50%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,59%	0,59%	23,10%
<b>Dluhopisové fondy - ostatní</b>					<b>7,79%</b>
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,28%	0,28%	5,89%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,65%	-0,55%	1,90%
<b>Fondy alternativních investic</b>					<b>4,75%</b>
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,76%
FF - Global Property Fund I	Globální	USD	1,86%	-0,35%	1,99%
<b>Akciové fondy</b>					<b>4,13%</b>
NN (L) Emerging Markets High Dividend I	Globální rozvíjející se trhy	USD	7,44%	5,11%	1,34%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	6,09%	6,09%	0,62%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	4,12%	4,34%	0,39%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	5,11%	2,83%	0,37%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	3,98%	1,73%	0,37%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	2,69%	2,91%	0,37%
NN (L) Japan Equity I	Japonsko	JPY	4,01%	2,82%	0,28%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	7,89%	5,55%	0,14%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	3,32%	3,54%	0,13%
FF - Australia Fund I	Austrálie	USD	6,59%	4,28%	0,12%
<b>OSTATNÍ</b>					<b>-0,10%</b>

## DYNAMICKÉ PORTFOLIO



## VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



## KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO





## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### České dluhopisy

Na straně faktorů ukazujících na růst dluhopisových sazeb máme nyní již faktory tři. Zaprvé, je zde extrémní emisní aktivita vlády, která v roce 2020 vytvořila zhruba 367,4 miliardový deficit, a v letošním roce to bude vzhledem k daňovému balíčku schválenému v prosinci (s dopadem cca 100 mld. nad již beztak plánovaný deficit ve výši 320 mld. korun) jen o málo lepší. Zadruhé, Česká republika navzdory bezprecedentnímu zpomalení ekonomiky vykazuje vcelku persistentně vysokou inflaci, a to (nyní zejména) v poptávkové složce. Zatřetí, sazby ČNB jsou sice na nule, ale lze čekat, že na daňový balíček a jeho inflační implikace bude ČNB možná již v letošním roce reagovat zpřísněním politiky, zejména pokud se ukáže, že vakcinace skutečně funguje a ekonomiky se vrátí k normálnímu způsobu fungování.

Naproti tomu stojí extrémně uvolněná (a dokonce dále se uvolňující) měnová politika (jako důsledek desinflačních / deflačních tlaků) v celé Eurozóně a domácí bankovní sektor ve výrazném přebytku likvidity, který dokáže absorbovat i výrazné nové emise dluhopisů. Ve výsledku postupně během letošního roku dle našeho názoru převládnu tendence směrem k vyšším požadovaným výnosům a výnosová křivka bude zvyšovat svůj sklon růstem středně- a zejména dlouhodobých výnosů. Později by se měla celá křivka posouvat vzhůru.

### Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

I Polsko je málo zadlužená ekonomika se zdravými fundamenty a centrální bankou, která navíc, pro mnohé celkem překvapivě, snížila sazby až na nulu. Na rozdíl od ČNB však polská centrální banka nemá k utahování politiky dle svých slov pražádnou chuť, spíše naopak, a ani inflační impuls fiskální podpory tam v roce 2021 nebude tak velký jako u nás. Tlak na růst výnosů tak zevnitř Polska může, nicméně, začít přicházet při scénáři ekonomického zotavení a přetrvávající zvýšené inflace, která se již dostala do viditelného kontrastu s extrémně (na polské poměry) uvolněnou měnovou politikou. Nízké výnosy v Eurozóně budou nicméně výraznější růst polské křivky pravděpodobně tlumit.

### Měny

**Posílení eura proti dolaru** v posledních měsících bylo primárně hnáno holubičí rétorikou americké centrální banky (příslib FED-u z Jackson Hole, podpořený přísliby nereagovat hned na klesající nezaměstnanost a udržet sazby dlouho nízké z posledních měnově-politických zasedání FOMC). Působení této rétoriky by mohlo mít trvalejší negativní dopad na hodnotu kurzu dolaru, tížit by jej v dalším období měl také extrémně nepříznivý fiskální vývoj v USA. Proti tomu však působí fakt, že ECB dále uvolňuje měnovou politiku (její rozvaha roste rychleji než rozvaha FED-u) a také fakt, že ani rozpočty v EMU nejsou kdovíjak slavné. V důsledku tak očekáváme, že tendence ke spíše slabšímu dolaru by měla v dalších měsících pokračovat, ale neměli bychom být svědky nezřízeného posilování eura.

**Koruna** má letos potenciál pro další posílení. Epidemiologická situace je sice stále špatná, ale zdá se, že světlo na konci tunelu (vakcinace) už v dálce přece jenom problikává. Pokud se během letošního roku potvrdí, že jsme na cestě normalizace, pro korunu to bude první vzpruha. Druhým důvodem je fakt, že se česká ekonomika díky štedré podpoře vlády, která bude v tomto roce pokračovat, dokázala vyhnout růstu nezaměstnanosti i dopadům, které by omezovaly její růst v post-covidovém období. Ano, bilionový deficit za dva roky je strašidelný, ale že by devizový trh českou korunu za rozchazovačnou vládu vytestal, je velmi nepravděpodobné. Zatřetí, díky fiskálnímu impulzu se udržela nejen poptávka domácností, ale i inflace (nyní stále skoro tři procenta). ČNB na jaře roku 2020 sice snížila sazby na nulu v očekávání, že inflace rychle klesne, ale nestalo se tak. A s vakcinací se to už ani stát nemusí. Již listopadová prognóza ČNB, která ještě nezahrnuje daňové změny, přitom volá po trojím růstu sazeb v příštím roce. S daňovými změnami, vakcinací a otočením cen nájmu po obnově turismu to může být i víc.

**Polskému zlotému** by z fundamentálního hlediska svědčily hodnoty mnohem silnější, než jaké vidíme dnes. Zhoršená situace kolem koronaviru, absence berliček v podobě vyšších reálných sazeb a nejnověji též centrální banka, která proti zlotému otevřeně brojí, však budou polské měně bránit v posílení. Ze stávajících hodnot očekáváme letos návrat k hodnotám okolo 4,40.



**Maďarskému forintu** uškodil výrazný propad ekonomiky ve 2Q20, který byl mnohem horší než v Polsku, v ČR nebo i jinde v Eurozóně. I když dle měsíčních dat ekonomika solidně ožívuje, nestačilo to ve světle vysoké inflace (ergo, nízkých reálných úrokových sazeb) na to, aby forint při zhoršení epidemiologické situace neztratil půdu pod nohama. Ani podzimní zásah centrální banky v podobě zvýšení depozitní sazby nestačil na to, aby forint začal posilovat. Makroekonomické oživení by však mělo forint vrátit aspoň na 350.

Akcie napříč všemi regiony v průběhu prosince pokračovaly v solidních růstech. Pozitivní nálada nadále panovala po zvolení Joe Bidena 46. americkým prezidentem a po oznámení schválení a započatí testování vakcínami proti nemoci COVID-19. Obě tyto události budou mít vliv také v příštích letech. Joe Biden je brán jako člověk, který dokáže nalézt kompromisy a je, proti předešlému prezidentovi D. Trumpovi, pro trhy předvídatelnější. Vynalezené vakcíny proti COVID-19 pomohou s bojem proti globální nemoci, jež svírá mnoho ekonomik a vedla k jejich omezení, včetně pohybu občanů. V letošním roce budou zároveň nadále podporovat uvolněné měnové politiky centrálních bank a vládní fiskální balíčky. Na druhou stranu se některé akciové trhy po proběhlých růstech nachází na vysokých hodnotových ukazatelích, přičemž těžké zimní měsíce ohledně nemoci COVID-19 jsou ještě před námi.

Proto jsme na akciové trhy z krátkodobého horizontu opatrní. Negativní výkonnost očekáváme především od amerických společností, zvláště pak těch obsažených v technologickém indexu Nasdaq. V horizontu jednoho roku tak očekáváme výkonnostní zaostávání růstových společností a lepší výkonnost hodnotových akcií, jako například bankovního sektoru, průmyslu nebo ropy a plynu. To by znamenalo lepší regionální výkonnost akcií obchodovaných na evropských a rozvíjejících se trzích a horší výkonnost amerických akcií. Obecně se několika měsíční růst globálních akciových trhů v následujících měsících a letech projeví v nižším očekávaném průměrném ročním zhodnocení. Nepříznivým faktorem pro akcie je nyní negativní dynamika globálních korporátních zisků. Nicméně klíčová je podle nás pokračující masivní podpora předních centrálních bank a vládních balíčků. Růst ziskových ukazatelů korporací by se měl výrazněji dostavit až ve druhém čtvrtletí letošního roku.

Středoevropské akcie měly silný růstový závěr roku 2020 podpořený nově zvoleným americkým prezidentem J. Bidenem a následným schválením vakcín proti nemoci COVID-19. Právě vrácení se k post-covidovému normálu podpořeného uvolněnými měnovými politikami centrálních bank a vládními fiskálními balíčky nás vedou k pozitivnímu pohledu na akcie. Krátkodobě přes zimní měsíce, vzhledem k nejednoznačnému vývoji ohledně nemoci COVID-19, jsme však nadále opatrní. Nejvyšší růstový potenciál v rámci středoevropského regionu ve střednědobém horizontu nyní vidíme především u slovinských, českých a některých polských akcií. Místní trhy se vyznačují vysokými dividendovými výnosy (zřejmě bude platit pouze částečně pro rok 2021) a relativně nízkým zadlužením. Bankovní tituly pak vysokou kapitalizací, dobrou očekávanou ziskovostí vlastního kapitálu a úrokovou marží. U polského akciového trhu nadále vidíme rizika ve vysokém zastoupení státu v podílech mnoha společností, což často vede k výměnám managementu, nevhodným akvizicím nebo neefektivnímu řízení mnohdy bez ohledu na cíle minoritních akcionářů. Pozitivní však jsme na polské společnosti ze spotřebitelského sektoru a některé banky, jež dle našeho názoru mají mnoho negativních událostí již v cenách akcií obsaženy. Z hodnotového pohledu se nám líbí mnoho slovinských společností. Zajímavou investiční příležitost vidíme v nedávném IPO České zbrojovky, kdy se jedná o dobře řízenou společnost, s kvalitními výrobky, rostoucím tržním podílem, zdravou kapitálovou strukturou, plánovaným rozšířením výrobních kapacit a potenciálem koupit americkou společnost Colt.

*Anne-Françoise Blüher*

*Adam Šperl*

*Šimon Schloff*

*Portfolio managers*

Strana 9