

ERGO pojišťovna

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC ÚNOR 2025

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	5
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	9

**Dynamické portfolio**

Hodnota jednotky portfolia **211,4655**
Výkonnost za poslední měsíc **0,60 %**

**Vyvážené portfolio**

Hodnota jednotky portfolia **182,24**
Výkonnost za poslední měsíc **0,39 %**

**Konzervativní portfolio**

Hodnota jednotky portfolia **153,0626**
Výkonnost za poslední měsíc **0,22 %**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Pohyby na výnosových křivkách v Evropě nebyly během února nijak výrazné. Dvouletý i deseti-letý německý výnos poklesl, ale jenom velmi mírně: u dvouletého o 9 b.b., u deseti-letého o 5 b.b. Na opačném břehu Atlantiku došlo v únoru k výraznějším pohybům: dvouletý výnos se vrátil pod 4 %, desetiletá splatnost klesla o 30 b.b. na 4,20 %. Trh totiž vlivem slabších makroekonomických dat (zejména maloobchod) a chaosu způsobeném Trumpem začal spekulovat, že dojde k výraznějšímu uvolnění měnové politiky v USA.

DLUHOPISY ČR

U české výnosové křivky byly pohyby v únoru opačné než v Německu. Dvouletý výnos vzrostl o 18 b.b. nad 3,5 %, podobné pohyby jsme zaznamenali i na pětileté a sedmileté splatnosti. U desetiletého výnosu také došlo k růstu, ale jen o 7 b.b. na 4,05 %. Důvodem byla relativně silnější makrodata (lepší maloobchod, lepší HDP, zlepšení u PMI).

Bloomberg Barclays Czech Index



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské

dluhopisy

Ukrajinské dluhopisy

V Polsku křivka doznala jen velmi mírných změn: na krátkém konci výnosy zůstaly stabilní kolem 5,25 %, na dlouhém poklesly o 10 b.b. na 5,75 %.

Po vítězství Donalda Trumpa v prezidentských volbách zaujala americká administrativa relativně konstruktivní přístup ve vztahu k Ukrajině. To se ale diametrálně změnilo na konci února při schůzce amerického a ukrajinského prezidenta, na které mělo dojít v podstatě jen k formálnímu podpisu rámcové dohody a nerostných surovinách. Schůzka se změnila v diplomatické fiasko a otevřenou hádku před novináři. Došlo tak k významnému zhoršení vztahů mezi Ukrajinou a USA. Po napjaté schůzce prezidenta Zelenského s Donaldem Trumpem a jeho týmem ve Washingtonu Trumpova administrativa pozastavila veškerou vojenskou pomoc Ukrajině, včetně sdílení zpravodajských informací. Tento krok má údajně sloužit jako tlak na Kyjev, aby se ochotněji zapojil do mírových jednání s Ruskem. Viceprezident JD Vance nicméně prohlásil, že USA jsou ochotné obnovit jednání s Ukrajinou. Navzdory tomuto vývoji mají Evropané v úmyslu sehrát aktivnější roli v zajištění bezpečnosti Ukrajiny a usilují o obnovení vztahů mezi Kyjevem a Washingtonem.

Britský premiér Keir Starmer představil čtyřbodový plán na zajištění budoucího míru na Ukrajině. Klíčovými body jsou pokračující vojenská pomoc Ukrajině, její účast na mírových jednáních, vytvoření odstrašujících mechanismů proti nové ruské invazi a zformování "koalice ochotných" pro bezpečnostní záruky. Spojené království zároveň oznámilo téměř 5 miliard dolarů na vojenskou podporu Ukrajiny, přičemž 2 miliardy budou použity na výrobu a nákup více než 5 000 protiletectvých střel. Francouzský prezident Emmanuel Macron pak přišel s návrhem na měsíční příměří, které by zakázalo útoky na infrastrukturu, ale nepožadovalo by zastavení bojů na zemi kvůli složitému monitorování fronty. V neposlední řadě pak nový německý kancléř Merz představil víceletý fiskální plán na investice do průmyslu, infrastruktury a obrany.

Důsledky pozastavení americké pomoci jsou zatím omezené, protože poslední zásilka byla odeslána v lednu. Nicméně dlouhodobější zmrazení by mohlo vážně ovlivnit ukrajinskou obranyschopnost, zejména pokud jde o systémy protivzdušné obrany, které Evropa nemůže plně nahradit. Zároveň Rusko může situace využít k eskalaci útoků s cílem vyčerpat ukrajinské síly. Celkově se situace komplikuje. Evropa se snaží udržet vojenskou pomoc, zatímco USA pod Trumpem tlačí Ukrajinu do jednání s Ruskem a pozastavením pomoci zvyšují její zranitelnost.

Firemní dluhopisy

Ukrajinské státní dluhopisy v USD tak únor zakončily ještě v klidu. Březnový vývoj ale na základě výše popsaných událostí přinesl 3-5% pokles cen.

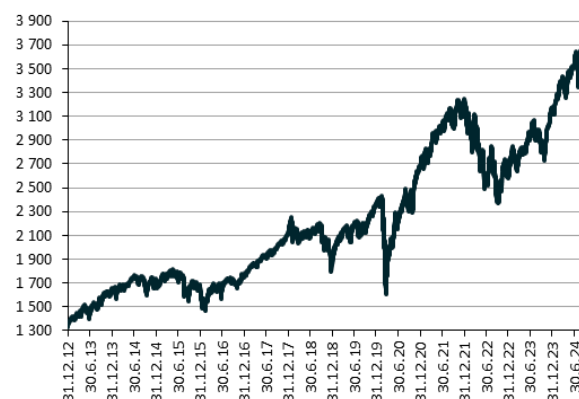
Tzv. total return index (TRI) přidal koncem února v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce zhruba stejně (0,2 %) jako v předcházejících měsících; u jejich spekulativních protějšků pak 1 % (vs. 0,8 % v prosinci a 0,5 % v lednu). V případě dolarových instrumentů investičního stupně přidal TRI v únoru 2,3 %, v případě instrumentů spekulativních pak 0,7 %. Kreditní prémie investičních i spekulativních instrumentů denominovaných v EUR po lednovém poklesu (u obou kategorií o 8 %) v únoru mírně vzrostly (kolem 1 %). I nadále se nicméně drží na historicky relativně nízkých úrovních kolem 300bps. V případě neinvestičního stupně a cca 55bps u dluhopisů s investičním ratingem.

AKCIE

Globální trhy

Globální silným začátkem roku a inaugurací amerického prezidenta Trumpa, došlo v únoru k zmírnění optimismu ohledně americké ekonomiky a výhledu na hospodaření amerických společností. Rostoucí nejistota kolem dopadů politické agendy nové administrativy oslabila důvěru firem i spotřebitelů a znovu oživila obavy ze zpomalení růstu. Hrozba celních válek USA s různými zeměmi, tlak na Dánsko ohledně Grónska, ambicí ovládnutí panamského průplavu nebo neoprávněné rétorické invektivy vůči různým spojencům vedly k oslabení amerického dolaru a výkonnostního zaostání tamních akcií (index S&P 500 -1,4 %) například vůči evropským akciím (index DJ STOXX 600 +3,3 %).

MSCI World Index



Technologický sektor zažil zvýšenou volatilitu, zejména v souvislosti s očekávanými hospodářskými výsledky společnosti Nvidia. Investoři pečlivě sledovali její čtvrtletní výsledky, jelikož se očekávalo, že ovlivní sentiment vůči akciím spojeným s umělou inteligencí i širšímu akciovému trhu. Nvidia nakonec překonala prognózy, když její tržby ve čtvrtletí končícím v lednu meziročně vzrostly téměř o 80 % na 39,3 miliardy USD, a to díky silné poptávce po nejnovější generaci čipů Blackwell v rámci rozmachu AI. Společnost však zároveň vydala výhled, podle kterého očekává pokles hrubé marže v prvním čtvrtletí 2025 o 2 % na 71 %, což vedlo k propadům jejích akcií hned od prvního obchodního dne po zveřejnění výsledků.

Evropské finanční společnosti si udržely silný růst a staly se nejvýkonnějším sektorem v Evropě. Dařilo se i jiným sektorům jako telekomům, chemickému nebo obrannému průmyslu. Zároveň však geopolitické napětí v průběhu února eskalovalo poté, co prezident Trump zaujal smířlivější postoj vůči Rusku v otázce konfliktu na Ukrajině, což narušilo dlouholeté spojení mezi USA a Evropou a oslabilo tradiční diplomatické vazby. Navzdory zvýšenému geopolitickému napětí však evropské trhy prokázaly odolnost, přičemž investoři přesouvali kapitál do evropských aktiv a zlata jako bezpečných útočišť.

Navzdory pomalému pokroku v mírových jednáních na Ukrajině a protichůdným zprávám o clech si středoevropské trhy udržují překvapivě silnou výkonnost. Dříve přehnaně negativní sentiment zvláště na polské akcie se vyčerpal a tamní akcie si tak za první dva měsíce letošního roku připisují již +17 % (index WIG 30). Další růst bude nyní záviset na konkrétním pokroku v mírových jednáních a pokračujícím zlepšování firemních zisků. Neúspěšné jednání mezi USA a Ukrajinou spolu s podporou Elona Muska pro vystoupení USA z NATO by mohly nejen zpomalit mírový proces, ale také oslabit geopolitickou bezpečnostní síť regionu, což představuje nové riziko pro trhy CEE. Nejlépe se v měsíci únoru dařilo akciím bank (Komerční banka, Erste Bank, mBank, PEKAO), pojišťovnám (PZU a VIG) a spotřebitelskému sektoru (LPP, Dino Polska,

CCC). Nejvyšší výkonnost v rámci středoevropského trhu si na základě optimistických očekávání ohledně ukončení války na Ukrajině připsal polský trh, ostatní akciové burzy skončily za ním. Český index PX si tak připsal +5,6 %, maďarský index BUX +1,9 % a rumunský index BET +3,1 %.

Akcíím na rozvíjejících se trzích se v únoru relativně dařilo, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD skončil mírně nad nulou a připsal +0,35 %. Asijské trhy byly poměrně volatilní, do popředí se dostává hrozba rozpoutání celní války Trumpovou administrativou. Čínským akciím se dařilo, a to hlavně technologickým titulům (Hong Kong +13,4 %, domácí index CSI300 +1,9 %). Pokrok v oblasti AI a optimismus ohledně vládních stimulů dává investorům tolik potřebnou důvěru v tamní ekonomiku. Hrozba cel naopak stáhla dolů akcie na Taiwanu (-4,1 %), indické akcie (-5,6 %) pak brzdí zpomalující ekonomika. Indická centrální banka reagovala snížením základní úrokové sazby poprvé po necelých pěti letech. Také v Brazílii investoři vyprodávali akcie po zveřejnění horších ekonomických dat. Naopak mexické akcie rostly (+2,2 %), jelikož převládl optimismus po odkladu amerických cel o jeden měsíc.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolio v tomto měsíci vzrostla o 0,60 %. Akciové trhy v únoru ovlivňovaly zejména kroky nové americké administrativy. Hrozba nových celních válek a ochlazení vztahů s Evropou i dalšími přátelskými zeměmi stlačily americké akcie níže, a to zejména ty z technologického sektoru. Evropské trhy začaly být naopak vnímány jako bezpečný přístav, dařilo se přitom hlavně zbrojkám díky příslibem zvýšeným výdajům na obranu. Možnost alespoň dočasněho příměří na Ukrajině pozvedla středoevropské akcie. Čínským akciím se poměrně dařilo, zvláště pak technologickým titulům na hongkongské burze. Indie naopak poklesla kvůli obavám ze zpomalujícího růstu. Latinskou Ameriku stáhly do záporu brazilské akcie.

V únoru jsme mírně zvýšili naši expozici vůči akciím na úkor krátkodobých investic. Očekáváme prostředí zvýšené inflace a solidního růstu hlavních ekonomik, které akciím prospívá. Zároveň jsme do portfolio opět zařadili fond zaměřený na evropské růstové akcie, kterým by se mělo dařit v prostředí klesajících sazeb.

Koruna posílila vůči dolaru i euru. Efekt měnového zajištění byl tedy pozitivní.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfolio		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolio	Rozložení portfolio
Krátkodobé investice					0,97%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	0,97%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolio					4,36%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,18%	0,18%	2,62%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,53%	0,53%	1,74%
Dluhopisové fondy - ostatní					4,32%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,65%	0,65%	1,82%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,26%	0,26%	1,31%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,86%	1,10%	1,20%
Fondy alternativních investic					3,25%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	0,40%	0,40%	3,25%
Akciové fondy					85,90%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	4,90%	4,90%	14,49%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-3,43%	-4,15%	5,00%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	2,94%	2,17%	3,95%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	0,17%	-0,41%	3,83%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	0,93%	0,35%	3,21%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	3,93%	3,16%	3,14%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,64%	-0,11%	3,13%
Schroder ISF Latin American I	Latinská Amerika	USD	-3,10%	-3,82%	2,98%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-2,97%	-3,69%	2,97%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	1,19%	0,44%	2,95%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-1,79%	-2,52%	2,91%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	1,58%	0,99%	2,72%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,38%	-3,11%	2,41%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	0,79%	0,04%	2,35%
Allianz Europe Equity Growth WT	Evropa	EUR	-0,75%	-1,32%	2,30%
FF FAST Global I	Globální	USD	1,49%	0,74%	2,21%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	0,19%	-0,55%	2,09%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	5,53%	4,92%	2,04%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	3,32%	2,72%	2,02%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	3,67%	3,07%	2,02%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	3,36%	2,76%	2,01%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	0,31%	-0,44%	1,80%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-1,28%	-1,85%	1,78%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,79%	-3,51%	1,76%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-0,59%	-1,33%	1,70%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-2,19%	-2,75%	1,67%
Goldman Sachs III Japan Equity (Former NN) I	Japonsko	JPY	-4,34%	-2,41%	1,33%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-4,62%	-5,17%	1,33%
CT (LUX) Japan Equities LJ	Japonsko	JPY	-3,78%	-1,84%	1,32%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-2,52%	-3,24%	1,32%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	-4,35%	-2,42%	1,15%
OSTATNÍ					1,19%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci vzrostla o 0,39 %. Akciové trhy v únoru ovlivňovaly zejména kroky nové americké administrativy. Hrozba nových celních válek a ochlazení vztahů s Evropou i dalšími přátelskými zeměmi stlačily americké akcie níže, a to zejména ty z technologického sektoru. Evropské trhy začaly být naopak vnímány jako bezpečný přístav, dařilo se přitom hlavně zbrojovkám díky příslibům zvýšeným výdajům na obranu. Možnost alespoň dočasněho příměří na Ukrajině pozvedla středoevropské akcie. Čínským akciím se poměrně dařilo, zvláště pak technologickým titulům na hongkongské burze. Indie naopak poklesla kvůli obavám ze zpomalujícího růstu. Latinskou Ameriku stáhly do záporu brazilské akcie. Dluhopisová složka přispěla pozitivně.

V únoru jsme mírně zvýšili naši expozici vůči akciím na úkor krátkodobých investic. Očekáváme prostředí zvýšené inflace a solidního růstu hlavních ekonomik, které akciím prospívá. Zároveň jsme do portfolia opět zařadili fond zaměřený na evropské růstové akcie, kterým by se mělo dařit v prostředí klesajících sazeb.

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					4,08%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	0,47%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,24%	0,24%	3,61%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					38,09%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,18%	0,18%	24,77%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,53%	0,53%	13,32%
Dluhopisové fondy - ostatní					11,36%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,65%	0,65%	4,18%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,86%	1,10%	3,99%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,26%	0,26%	3,18%
Fondy alternativních investic					3,28%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	0,40%	0,40%	3,28%
Akciové fondy					42,77%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	4,90%	4,90%	7,27%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-3,43%	-4,15%	2,52%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	0,17%	-0,41%	1,89%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	2,94%	2,17%	1,84%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	0,93%	0,35%	1,57%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	1,19%	0,44%	1,52%
Schroder ISF Latin American I	Latinská Amerika	USD	-3,10%	-3,82%	1,50%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	3,93%	3,16%	1,50%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,64%	-0,11%	1,49%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-2,97%	-3,69%	1,47%
BGF World Mining I2	Globální	USD	-1,79%	-2,52%	1,45%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	1,58%	0,99%	1,39%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	3,67%	3,07%	1,20%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	0,79%	0,04%	1,18%
Allianz Europe Equity Growth WT	Evropa	EUR	-0,75%	-1,32%	1,14%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,38%	-3,11%	1,14%
FF FAST Global I	Globální	USD	1,49%	0,74%	1,08%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	0,19%	-0,55%	1,04%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	5,53%	4,92%	1,01%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	3,32%	2,72%	1,00%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	3,36%	2,76%	1,00%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	0,31%	-0,44%	0,91%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-2,79%	-3,51%	0,91%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-0,59%	-1,33%	0,90%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-1,28%	-1,85%	0,87%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-2,19%	-2,75%	0,76%
CT (LUX) Japan Equities LJ	Japonsko	JPY	-3,78%	-1,84%	0,71%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-4,62%	-5,17%	0,67%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-2,52%	-3,24%	0,66%
Goldman Sachs III Japan Equity (Former NN) I	Japonsko	JPY	-4,34%	-2,41%	0,64%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	-4,35%	-2,42%	0,56%
OSTATNÍ					0,43%

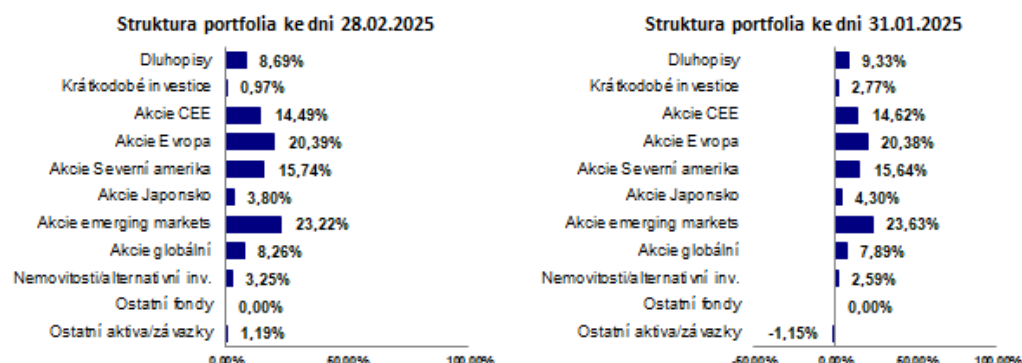
Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,22 %. amerických státních dluhopisů v únoru poklesly (ceny vzrostly). Hrozba nových celních válek a slabší data z maloobchodu vyvolaly spekulace o tom, zda Fed nakonec nepřistoupí k dalšímu snížení sazeb, aby zabránil zpomalení americké ekonomiky. Mírný pokles výnosů zaznamenaly i německé dluhopisy. České výnosy státních dluhopisů naopak vzrostly v reakci na silnější makroekonomická data. ČNB dle očekávání v únoru snížila sazby o 25 b.b. Dluhopisové fondy v portfoliu však dosáhly kladné výkonnosti. V únoru jsme mírně zvýšili naši expozici vůči akciím na úkor krátkodobých investic. Očekáváme prostředí zvýšené inflace a solidního růstu hlavních ekonomik, které akciím prospívá.

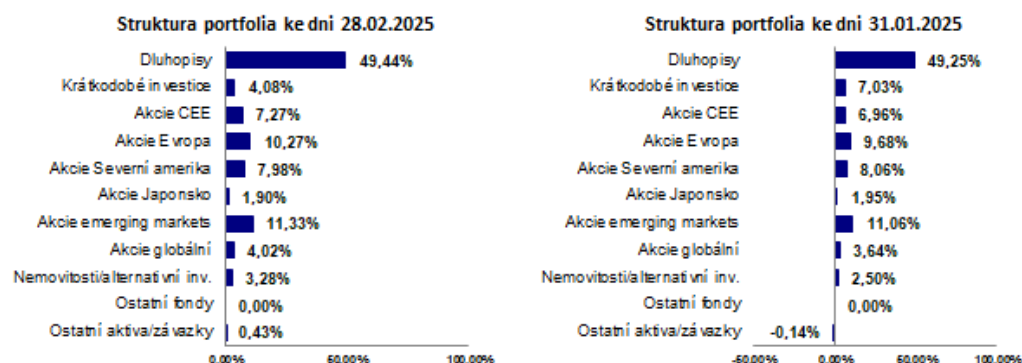
Žádná z cizoměnových pozic nepřesáhla hranici 1,5 mil. Kč, od které zajišťujeme měnové riziko.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					22,46%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	0,87%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,24%	0,24%	21,59%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					58,18%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,18%	0,18%	37,85%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,53%	0,53%	20,33%
Dluhopisové fondy - ostatní					10,57%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,65%	0,65%	3,97%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	1,86%	1,10%	3,71%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,26%	0,26%	2,89%
Fondy alternativních investic					3,25%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,25%
Akciové fondy					5,60%
Schroder ISF QEP Global Core Fund C	Globální vyspělé trhy	USD	-0,99%	-1,73%	2,64%
Goldman Sachs III Emerg.Markets Eq. Income I	Globální rozvíjející se trhy	USD	-3,40%	-4,12%	1,52%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	4,90%	4,90%	0,88%
FF FAST Global I	Globální	USD	1,49%	0,74%	0,56%
OSTATNÍ					-0,06%

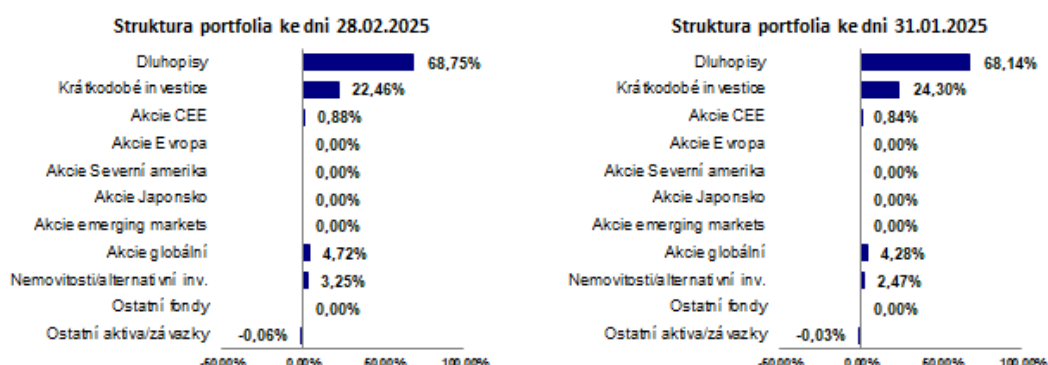
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



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 deficit 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 zřejmě níž se oproti stávajícím úrovním v první polovině 2025 nedostanou.

Situace zejména na jižní frontě zůstává špatná. Postup ruské armády se sice aktuálně vyčerpá, projevuje se ale 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 po prvotních optimistických očekáváních zcela otočila a de facto svými kroky aktivně brání Ukrajině v pokračování jakékoliv obrany. Nicméně primárním cílem je, zdá se, snaha o začátek jednání o příměří. Při pohledu do budoucna bude kromě možného startu vyjednávání důležité pokračování finanční podpory a případné poskytnutí 50mld USD ze zabavených ruských aktiv. Významnou změnou je pak sjednocení evropských států a, co se obrany týče, snížení jejich závislosti na USA.

Měny

U kurzu **eura proti dolaru** čekáme, že se v nejbližších měsících vrátí výrazněji nad 1,05. Post-trumpovská euforie dle nás nevydrží a ukáže se, že než zlatý věk Amerika přináší hospodářská politika Trumpa spíše nejistotu a chaos. Nadto, velká divergence měnových politik ECB a Fed-u, která je dnes zanesená zejména na americké straně, bude podle nás revidována směrem k o něco většímu očekávanému rozsahu snížení amerických sazeb. To vše posune dolar na 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 případné menší snížení sazeb Fed-u či ECB, než jaké nyní trh očekává (to bude problém zejména u Fed-u, kde 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 několikátý denní trend.

Polský zlotý dle nás ze stávajících pětiletých maxim nejspíš mírně zkoriguje do pásma 4,20-4,25. 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 jediným rizikem pro oslabení případná tržní slabost / nervozita na hlavních trzích.

Maďarský forint nemá důvod setrvaleji posilovat: úrokový diferenciál se dost smrští 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. Podporou mu bude to, že sazby už dále neklesají a že setrvale vyšší inflace postupně zvyšuje pravděpodobnost, že by mohly naopak vzrůst.

Na akciové trhy máme z krátkodobého pohledu neutrální výhled, ze střednědobého mírně pozitivní. Krátkodobě vidíme zvýšená rizika primárně spojená s novou administrativou pod americkým prezidentem Trumpem. Velice nečitelná geopolitická situace při měnění dříve nastaveného světového řádu přináší spousty rizik. Ne každý handl skončí úspěchem nebo „vyjitím do ztracena“. Celní války mířené i na spojence mohou v konečném důsledku nejvíce dopadnout na samotné USA, kdy nejistota budoucích objednávek může vést k pozastavení investic nebo propouštění lidí. Pokles korporátních zisků a propad kapitálového trhu negativně dopadne na bohatství Američanů, atd. Proto jsme i na základě dražších hodnotových ukazatelů na americké společnosti negativní. Naopak prostor pro přesun nejen finančního kapitálu do Evropy může táhnout místní akcie výše. Hodnotové ukazatele evropských společností jsou výrazně levnější oproti americkým. Zároveň možné snížení byrokracie, revize nastavení energetického trhu, výdaje na obranu a snad revize hodnot povede k zatraktivnění místních akcií.

Nadále jsme pozitivní na středoevropské akcie, které se obchodují na úrovni přibližně 9násobku očekávaného P/E, což stále představuje dvouciferný diskont oproti období 2015–2019. Prognózy zisků (EPS) byly od začátku roku mírně revidovány směrem dolů – o 2 % pro rok 2025 a méně než o 1 % pro rok 2026. Zajímavě však došlo k pozitivním revizím u polských bank. Pokud by opravdu došlo k uzavření míru mezi Ukrajinou a Ruskem, s bezpečnostními zárukami proti dalšímu napadení ze strany Ruska, tak by se celý akciový region střední Evropy posunul výrazně výše.

Lukáš Masák
Portfolio manager