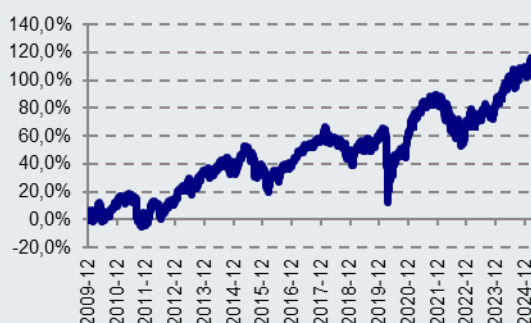


ERGO pojišťovna

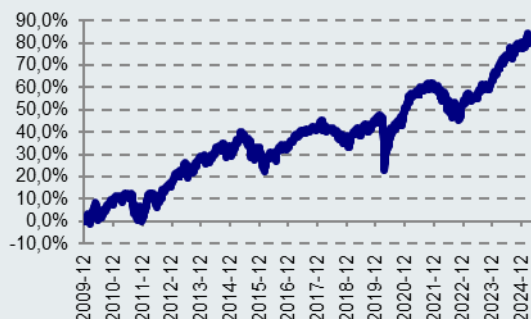
ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC BŘEZEN 2025

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	5
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	9



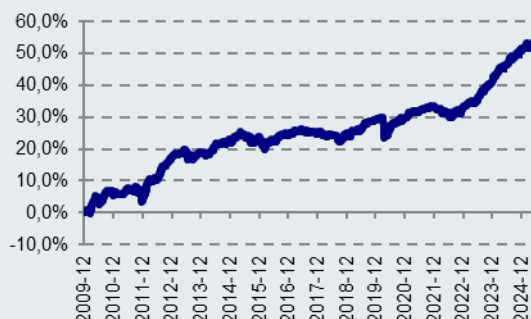
Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **210,0535**
Výkonnost za poslední měsíc **-0,67 %**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **181,0865**
Výkonnost za poslední měsíc **-0,63 %**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **152,3231**
Výkonnost za poslední měsíc **-0,48 %**

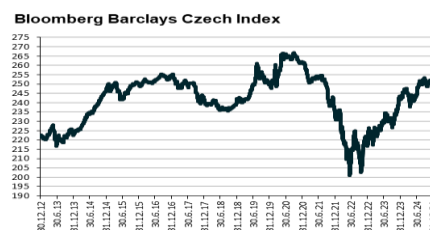
VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Evropské výnosy v březnu znatelně narostly, a to nejvíce na delších splatnostech. Německé pětileté výnosy vzrostly o skoro 20 b.b., desetileté o 33 b.b. Důvodem bylo samozřejmě oznámení velkého fiskálního plánu v Německu (odstranění dluhové brzdy) – trhy totiž začaly (správně) vedle povzbuzení ekonomické aktivity očekávat zvýšenou emisi vládního dluhu. V Americe nic z toho relevantního nebylo, tudíž se výnosy moc nezměnily: na desetiletém se nezměnilo vůbec nic (4,2 %), na krátkém konci výnosy mírně klesly (-10 b.b. na 3,9 %).

DLUHOPISY ČR

U české výnosové křivky byly pohyby v březnu částečně pod vlivem vývoje v Německu. Dvouletý výnos sice vlivem rozumných domácích inflačních čísel poklesl pod 3,50 %, na delších splatnostech však již převládł efekt Německa. Desetileté výnosy tak narostly o 25 b.b. (na 4,3%), sedmileté o 17 b.b.



DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

V Polsku křivka vlivu růstu německých výnosů překvapivě nepodlehla. Nižší inflace (sice zásluhou změny vah jednotlivých položek, ale přece) převládla nad efektem růstu zahraničních výnosů. To, že se v očích trhů přiblížil moment, kdy po roce a půl opět začnou sazby klesat, způsobilo, že krátký konec poklesl o skoro 20 b.b. (na 5,05 %) a dlouhý klesl o pár b.b. na 5,7%.

Ukrajinské dluhopisy

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 dočasně 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. Postupně se nicméně začalo ukazovat, že Rusko bude mít vždy nové požadavky a reálně nemá o posun v jednáních zájem. Právě díky tomuto vývoji mají evropští lídři v úmyslu sehrát aktivnější roli v zajištění bezpečnosti Ukrajiny a usilují o obnovení vztahů mezi Kyjevem a Washingtonem.

Firemní dluhopisy

Tzv. total return index (TRI) přidal koncem března 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 o 1 % poklesl (vs. +1 % v únoru a +0,6 % v lednu). V případě dolarových instrumentů investičního stupně poklesl TRI v březnu o 0,7 %, spekulativních pak o 1 %. Kreditní prémie investičních i spekulativních instrumentů denominovaných v EUR poměrně viditelně narostly (+15% u spekulativních, +20 % u investičních instrumentů).

AKCIE

Globální trhy

Březen vyspělým akciovým trhům nepřál. Naplno došlo k reflexi, především Trumpově nepredikovatelné rétoriky, a možných dopadů do jednotlivých ekonomik. Pokračující růst nejistoty kolem dopadů politické agendy nové administrativy oslabila důvěru firem i spotřebitelů a nadále živila obavy ze zpomalení ekonomického růstu. Hrozba celních válek USA s různými zeměmi, tlak na Dánsko ohledně Grónska, ambicí ovládnutí panamského průplavu nebo neoprávněné rétorické invectivy vůči různým spojencům vedly k oslabení amerického dolaru a záporné výkonnosti tamních akcií (index S&P 500 -5,8 %).

MSCI World Index



V době vysoké nejistoty naznačují kapitálové toky, že trh konečně vyslyšel varovný signál a začíná se více diverzifikovat mimo americké akcie s velkou tržní kapitalizací. Od začátku roku jsme tak svědky výrazných změn ve výkonnosti i alokaci, odklonu od amerických akcií a skupiny „Magnificent 7“ směrem k dříve opomíjeným a podváženým regionům, jako je Evropa včetně CEE a Čína. Navíc po německých volbách a proměně amerického postoje ke konfliktu na Ukrajině sledujeme jasný obrát v evropském příběhu. Evropské akcie v březnu také zaznamenaly propady (DJ STOXX 600 -4,2 %). Relativně lépe se vedlo defenzivním akciím, které oslabily o 2,6 %, ve srovnání s cyklickými tituly, které zaznamenaly pokles o 3,5 %. Ještě lepší odolnost prokázaly akcie ze sektoru základních spotřebních potřeb („staples“), které ztratily pouze 1,4 %. Naproti tomu diskreční spotřeba zaznamenala výrazný propad ve výši 12 %. Navzdory celkově negativnímu sentimentu se tři sektory v rámci indexu DJ Stoxx 600 dokázaly udržet v kladném teritoriu: utility, pojišťovnictví a energetika. Na opačném konci spektra se nacházely sektory s největšími ztrátami – automobilový průmysl, spotřebitelské zboží a služby a cestovní ruch – všechny s propady přesahujícími 10 %. Zmínit však musíme nejvýkonnější tituly, jež dominovaly a to společnosti ze zbrojního sektoru. Mezi dvaceti nejvýkonnějšími tituly figurovaly Rheinmetall (+31 %), Thales (+28 %), Dassault Aviation (+24 %) a Leonardo (+16 %), což potvrzuje silný investiční apetit směrem k obranným tématům v kontextu geopolitické nejistoty.

Akción ze střeoevropského regionu se v měsíci březnu opět dařilo. Vynikal především polský akciový trh, když si index WIG30 připsal +4,6 % (od začátku roku již 22,3 %), což jej řadí mezi nejvýkonnější trhy na světě. Tento růst byl podpořen očekáváním mírového řešení konfliktu na Ukrajině, přísliby finančními prostředky z fondů Evropské unie, které mají stimulovat investiční aktivitu v zemi, a atraktivně nízkými hodnotovými ukazateli obchodovaných společností. Nadále se dařilo českému indexu PX (+6,6 %), především pojišťovně Vienna Insurance Group (+13,5 %), ČEZ (+11,7 %) a bankám Moneta a Komerční banka. Maďarský akciový trh čelil v březnu určitým výzvám, zejména v souvislosti s obavami z možných dopadů nových obchodních tarifů ze strany USA. Avšak i přesto dokázal uplynulý měsíc tamní index BUX zakončit v mírném zisku +1,8 %.

Akcie na rozvíjejících se trzích zažily vcelku poklidný měsíc, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD připsal mírných 0,4 %. Trhy reflektovaly makroekonomický vývoj z posledních měsíců a napjatě očekávaly, jakým směrem se vydá obchodní politika americké administrativy. Čínské akcie se stabilizovaly, dobré výsledky potvrdila více technologicky orientovaná burza v Hong-Kongu (+0,8 %). Domácí trh A-Shares (index CSI 300) pak skončil mezi měsíčně prakticky beze změny. Čínská vláda se snaží svými opatřeními povzbudit spotřebu domácností, a tím oživit ekonomickou aktivitu. Indické akcie vzrostly (+5,8 %) po několika špatných měsících, což bylo důsledkem snížení očekávání růstu tamní ekonomiky. Nejhůře se vedlo akciím na Taiwanu (-10,7 %), a to kvůli tlaku na technologické tituly vlivem hrozby celní války a

možným snížením firemních investic spojených s AI. Dařilo se akciím v Latinské Americe, které tak odmazávají část velkých ztrát z minulého roku. Brazilská centrální banka pokračuje ve zvyšování sazeb. Velkou pozornost nadále poutá rozpočtová odpovědnost a stav brazilských veřejných financí, v neposlední řadě také nejisté kroky prezidenta Trumpa.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolio v tomto měsíci poklesla o 0,67 %. Americké akcie se v březnu propadly v reakci na další kroky a výroky Trumpovy administrativy. Nejistota panující ohledně uvalení cel zasáhla spotřebitelskou důvěru a vyvolala obavy ze zpomalení ekonomiky. Investoři začali hledat bezpečnější útočiště v Evropě, kde se akciím dařilo lépe, zejména zbrojovkám. Skvělou výkonnost jsme zaznamenali u fondu zaměřeného na těžbaře zlata. Ceny čínských akcií se příliš nezměnily, dařilo se však tamním technologickým titulům. Po předchozích propadech posílila Indie. Dřívější ztráty umazávala i Latinská Amerika díky zpevnění brazilských akcií. Nedařilo se Turecku po zatčení jednoho z Erdoganových politických oponentů.

V březnu jsme snížili naši expozici vůči akciím a naopak zvýšili váhu dluhopisových fondů v reakci na chaotické kroky Trumpovy administrativy zvyšující šanci, že se americká ekonomika propadne do recese. Odprodali jsme také fond zaměřený na těžbaře nerostných surovin, jelikož případné zpomalení globální ekonomiky by mělo negativní dopad do cen těchto základních materiálů.

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

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu			MTD Výkonnost		Rozložení portfolia
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	
Krátkodobé investice					3,88%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,91%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,16%	0,16%	1,97%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					5,33%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,11%	-0,11%	3,52%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,18%	0,18%	1,81%
Dluhopisové fondy - ostatní					4,59%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,63%	0,63%	1,84%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	0,27%	-3,71%	1,50%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-5,07%	-5,07%	1,26%
Fondy alternativních investic					3,28%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,28%
Akciové fondy					82,72%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	2,63%	2,63%	13,42%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-8,07%	-11,72%	5,10%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	-4,65%	-4,88%	3,93%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	0,28%	-3,70%	3,83%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	18,46%	13,75%	3,15%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-4,16%	-4,39%	3,09%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	2,33%	-1,74%	3,09%
Schroder ISF Latin American I	Latinská Amerika	USD	3,51%	-0,60%	3,07%
FF FAST Global I	Globální	USD	4,18%	0,04%	3,05%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-3,11%	-6,96%	3,00%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-2,61%	-6,48%	2,98%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-1,69%	-1,93%	2,69%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,03%	-2,98%	2,56%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	0,23%	-3,75%	2,42%
Allianz Europe Equity Growth WT	Evropa	EUR	-9,06%	-9,28%	2,25%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	1,18%	-2,84%	2,13%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	-4,15%	-4,38%	1,93%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-4,57%	-4,80%	1,92%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-2,14%	-2,37%	1,92%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-3,27%	-3,50%	1,91%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,21%	-4,18%	1,87%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-5,67%	-9,42%	1,77%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-1,98%	-5,87%	1,71%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-5,34%	-5,57%	1,69%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-3,75%	-3,98%	1,61%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-9,69%	-9,91%	1,39%
CT (LUX) Japan Equities LJ	Japonsko	JPY	-0,22%	-3,39%	1,38%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-6,95%	-10,65%	1,37%
Goldman Sachs III Japan Equity (Former NN) I	Japonsko	JPY	-0,86%	-4,00%	1,36%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	0,99%	-2,21%	1,13%
OSTATNÍ					0,19%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci poklesla o 0,63 %. Americké akcie se v březnu propadly v reakci na další kroky a výroky Trumpovy administrativy. Nejistota panující ohledně uvalení cel zasáhla spotřebitelskou důvěru a vyvolala obavy ze zpomalení ekonomiky. Investoři začali hledat bezpečnější útočiště v Evropě, kde se akciím dařilo lépe. Skvělou výkonnost jsme zaznamenali u fondu zaměřeného na těžbaře zlata. Ceny čínských akcií se příliš nezměnily, dařilo se však tamním technologickým titulům. Po předchozích propadech posílila Indie. Nedařilo se Turecku po zatčení Erdoganova politického oponenta. Dluhopisové fondy si většinou udržely pozitivní výkonnost, na dluhopisy Nové Evropy však také negativně dopadly události v Turecku.

V březnu jsme snížili naši expozici vůči akciím a naopak zvýšili váhu dluhopisových fondů v reakci na chaotické kroky Trumpovy administrativy zvyšující šanci, že se americká ekonomika propadne do recese. Odprodali jsme také fond zaměřený na těžbaře nerostných surovin, jelikož případné zpomalení globální ekonomiky by mělo negativní dopad do cen těchto základních materiálů.

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

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu			MTD Výkonnost		Rozložení portfolia
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	
Krátkodobé investice					8,46%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,24%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,16%	0,16%	7,21%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					38,49%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	-0,11%	-0,11%	25,40%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,18%	0,18%	13,09%
Dluhopisové fondy - ostatní					11,94%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	0,27%	-3,71%	4,79%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,63%	0,63%	4,24%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-5,07%	-5,07%	2,91%
Fondy alternativních investic					3,31%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,31%
Akciové fondy					37,05%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	2,63%	2,63%	5,90%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-8,07%	-11,72%	2,24%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	-4,65%	-4,88%	1,81%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	0,28%	-3,70%	1,66%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-2,61%	-6,48%	1,43%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-3,11%	-6,96%	1,38%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	2,33%	-1,74%	1,35%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	18,46%	13,75%	1,34%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-4,16%	-4,39%	1,34%
Schroder ISF Latin American I	Latinská Amerika	USD	3,51%	-0,60%	1,33%
FF FAST Global I	Globální	USD	4,18%	0,04%	1,30%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	-1,69%	-1,93%	1,25%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	1,03%	-2,98%	1,11%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	0,23%	-3,75%	1,03%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	1,18%	-2,84%	1,02%
Allianz Europe Equity Growth WT	Evropa	EUR	-9,06%	-9,28%	0,95%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-2,14%	-2,37%	0,89%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,21%	-4,18%	0,87%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-3,27%	-3,50%	0,87%
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	-1,98%	-5,87%	0,86%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-4,57%	-4,80%	0,86%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-5,34%	-5,57%	0,83%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	-4,15%	-4,38%	0,82%
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-5,67%	-9,42%	0,82%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-3,75%	-3,98%	0,74%
CT (LUX) Japan Equities LJ	Japonsko	JPY	-0,22%	-3,39%	0,69%
Goldman Sachs III Japan Equity (Former NN) I	Japonsko	JPY	-0,86%	-4,00%	0,62%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-9,69%	-9,91%	0,61%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	-6,95%	-10,65%	0,59%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	0,99%	-2,21%	0,55%
OSTATNÍ					0,75%

Konzervativní portfolio

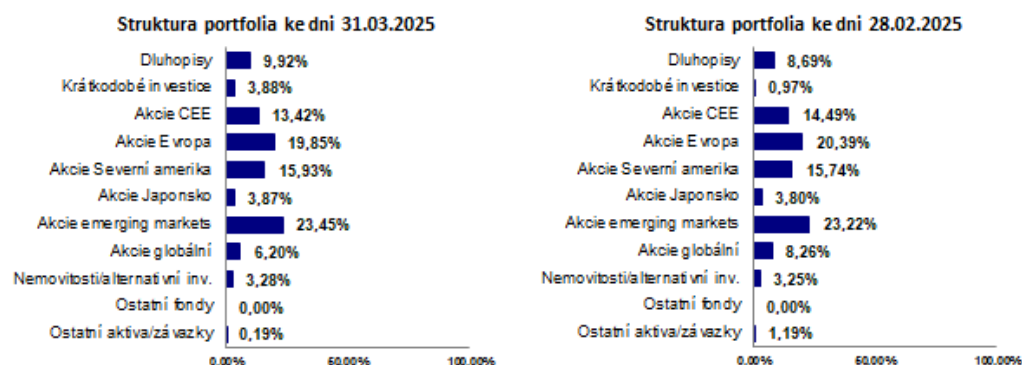
Hodnota portfolia tento měsíc poklesla o 0,48 %. Výnosy amerických státních dluhopisů se v březnu prakticky nezměnily, zvýšili se (ceny poklesly) však naopak v Evropě. Tento růst výnosů táhlo především Německo, kde odstranění dluhové brzdy v kombinaci se zvýšením výdajů na obranu a investice do infrastruktury povede ke zvýšené emisi vládních dluhopisů. Výnosy českých státních dluhopisů na krátkém konci křivky mírně poklesly, což pozitivně přispělo k výkonnosti našich fondů, na dlouhém však kopírovaly vývoj u sousedů. Na dluhopisy Nové Evropy negativně dopadly události v Turecku, kde došlo k zatčení jednoho z Erdoganových politických oponentů. ČNB zanechala sazby na stejné úrovni dle očekávání.

V březnu jsme snížili naši expozici vůči akciím a naopak zvýšili váhu dluhopisových fondů v reakci na chaotické kroky Trumpovy administrativy zvyšující šanci, že se americká ekonomika propadne do recese.

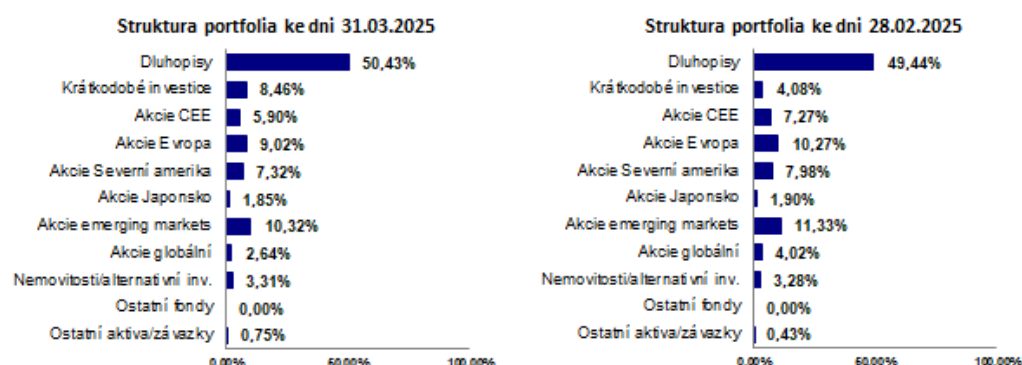
Žádná z cizoměnových pozic nepřesáhla hranici 1,5 mil. Kč, od které zajišťujeme měnové riziko.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu			MTD Výkonnost		
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					22,10%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	0,88%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,16%	0,16%	21,22%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					59,14%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,11%	0,11%	39,02%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,18%	0,18%	20,12%
Dluhopisové fondy ostatní					11,35%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	0,27%	3,71%	4,58%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,63%	0,63%	4,01%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	5,07%	5,07%	2,76%
Fondy alternativních investic					3,28%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,28%
Akciové fondy					4,23%
Schroder ISF QEP Global Core Fund C	Globální vyspělé trhy	USD	4,79%	8,57%	2,06%
Goldman Sachs III Emerg.Markets Eq. Income I	Globální rozvíjející se trhy	USD	1,58%	2,46%	1,20%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	2,63%	2,63%	0,68%
FF FAST Global I	Globální	USD	4,18%	0,04%	0,29%
OSTATNÍ					0,10%

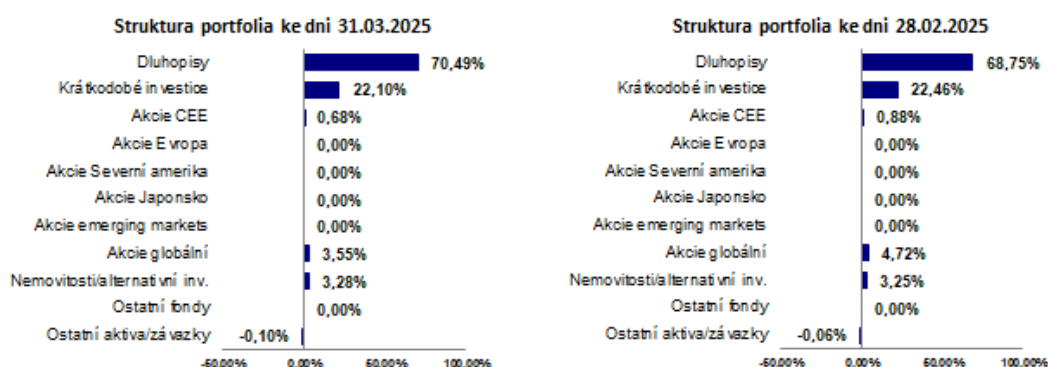
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



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 mnoho 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 4,9 % 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 zhruba v pásmu 3,5 - 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 nejspíš letos přijde, že však po jeho zahájení razantní nebude. Polské výnosy tak na krátkém konci nejspíš letos o 50 - 75 b.b. poklesnou, na dlouhém částečně také, výše je nicméně bude udržovat velmi rozvolněný fiskál v Polsku (a zprostředkovaně také pravděpodobně volnější fiskál v Evropě).

Důsledky pozastavení americké pomoci byly zatím omezené a jednorázové, protože sdílení zpravodajských informací byl následně znovu obnoveno. 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. Silné tržní propady a eskalace obchodních válek pak budou dále tříštit pozornost americké administrativy. Ceny ukrajinských státních dluhopisů v USD v březnu pokračovaly v poklesu s tím, jak se vzdaloval jakýkoliv posun v případných mírových jednáních.

Měny

U kurzu **eura proti dolaru** nastalo to, co jsme čekali, tj. návrat poblíž 1,10. Vývoj v dalším období bude určovat to, jak moc chaotická bude další hospodářská politika Trumpa. Jelikož je pravděpodobné, že chaos nekončí a není vůbec nepravděpodobné, že bude růst, spíše než posílení dolaru očekáváme jeho další oslabení. Jediné, co dolaru bude pomáhat, je fakt, že proinflační efekt cel, které Trump ohlásil počátkem dubna, bude limitovat prostor Fedu v letošním roce snížit sazby.

Česká koruna dle nás zůstane v nejbližších měsících bez výraznějšího trendu a bude, podobně jako v posledních měsících, jen oscilovat v pásmu 2525,50. Vzhledem k tomu, že sazby v USA asi letos moc neklesnou a že i v EU se blíží moment, kdy se jejich pokles zastaví, nejpravděpodobnější je stabilita kurzu lehce nad 25 korunami za euro.

Polský zlotý dle nás ze stávajících pětiletých maxim nejspíš mírně zkoriguje do pásma 4,204,25 s tím, jak se zahájí cyklus snižování sazeb. Pravděpodobnější je pak pobyt na silnějších úrovních tohoto pásma, a to proto, že polská centrální banka bude i po jeho zahájení 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 opět vzrůst.

Globální akciové trhy

Regionálně máme na akciové trhy z krátkodobého pohledu různé výhledy. V současné době vidíme zvýšená rizika primárně spojená s novou administrativou pod americkým prezidentem Trumpem a s tím vytvářenou NEJISTOTOU. 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 ze středně a dlouhodobého hlediska pozitivní na středoevropské akcie, které se obchodují na úrovni přibližně 9násobku očekávaného P/E, což stále představuje dvouciferný diskont oproti období 2015–2019. Pokud by opravdu došlo k uzavření míru mezi Ukrajinou a Ruskem (čemuž nyní přikládáme spíše nižší pravděpodobnost), s bezpečnostními zárukami proti dalšímu napadení ze strany Ruska, tak by se celý akciový region střední Evropy posunul výrazně výše. Hodnotově se však nadále jedná o jeden z nejlevnějších trhů na světě.

Lukáš Masák

David Pham

Portfolio manažeři