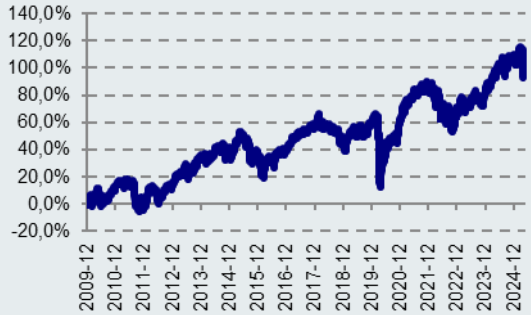
CONSEQ

ERGO pojišťovna

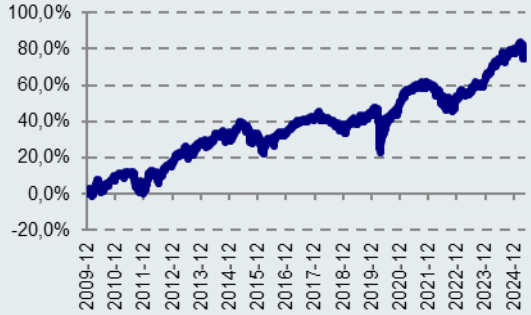
ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC DUBEN 2025

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH 2
STRUKTURA PORTFOLIÍ 2
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ 5



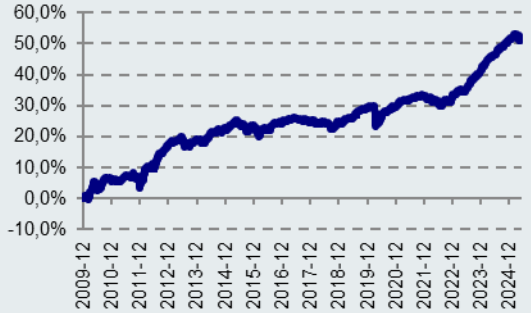
Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia	***208,3407***
Výkonnost za poslední měsíc	***-0,82 %***



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia	***180,0845***
Výkonnost za poslední měsíc	***-0,55 %***



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia	***151,8097***
Výkonnost za poslední měsíc	***-0,34 %***

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISY – USA, EMU

Evropské výnosy v dubnu poklesly s tím, jak se vlivem cel Trumpa zvýšily obavy z hospodářského zpomalení. Německé dvouleté výnosy poklesly o 36 b.b. pod 1,7 %, desetileté o 30 b.b. na 2,45 %. Podobný vývoj byl k vidění i v USA, pohyby však byly na delších částech křivky menší: dvouleté výnosy klesly o 28 b.b. (na 3,6 %), desetileté jen o 5 b.b. na 4,16 %: na delší části křivky se investoři zřejmě obávají, že cla způsobí dlouhodobě vyšší inflaci v USA.

DLUHOPISY ČR

U české výnosové křivky byly pohyby v dubnu opět pod vlivem vývoje v Německu. Dvouletý výnos poklesl sice jen o 7 b.b. na 3,4 %, pohyb desetiletého však již plně kopíroval Německo, když poklesl o více než 20 b.b. pod 4,10 %.

DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

V Polsku křivka výrazně poklesla, a to v kombinaci rostoucích očekávání na pokles sazeb (polská centrální banka je výrazně výš než česká, v posledních týdnech začala být holubičí) a vlivu poklesu zahraničních (německých) výnosů. Dvouletý výnos tak klesl o 70 b.b. na 4,35 %, desetiletý o bezmála 50 b.b. pod 5,50 %.

Ukrajinské dluhopisy

Vývoj na Ukrajině pokračuje ve stejném směru, jako v předešlých týdnech – pokračující jednání o případném krátkodobém přerušení bojů, maximalistické požadavky Ruska směrem k případné mírové dohodě, doprovázené raketovými útoky na civilní ukrajinské cíle. Pravděpodobnost dosažení alespoň částečné a alespoň krátkodobé dohody sice vzrostla, Rusko nicméně dává najevo, že zájem o její dodržování bude vždy na druhém místě (po získání kontroly nad nyní částečně okupovanými částmi Ukrajiny). Ceny ukrajinských státních dluhopisů v USD v dubnu odmazaly zhruba třetinu březnových poklesů, nicméně zůstávají na nižších úrovních.

Firemní dluhopisy

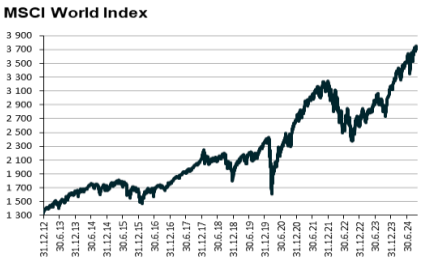
Tzv. total return index (TRI) přidal koncem dubna v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce zhruba stejně (0,13 %) jako v předcházejících měsících; u jejich spekulativních protějšků došlo k nárůstu o 0,15 % (vs. -1 % v březnu). V případě dolarových instrumentů investičního stupně poklesl TRI v dubnu (stejně jako v březnu) o 0,3 %, v případě spekulativních pak prakticky stagnoval (+0,1 %). Kreditní prémie investičních i spekulativních instrumentů denominovaných v EUR pokračovaly v růstu: po březnu, kdy přidaly +14 % u spekulativních a 18 % u investičních instrumentů, vzrostly v dubnu shodně o 7 %.

Conseq Investment Management, a.s., Rybná 682/14, Praha 1, 110 05, tel.: +420 225 988 222, fax: +420 225 988 202, www.conseq.cz

AKCIE

Globální trhy

Duben přinesl zvýšenou volatilitu na akciových trzích v důsledku ostré rétoriky USA ohledně nových cel vůči Číně. Měsíc odstartoval oznámením prezidenta Trumpa o zavedení cel, která byla širší a tvrdší, než se očekávalo. Akciové trhy bezprostředně reagovaly výprodejem a index volatility VIX vyskočil na hodnotu 60 – nejvyšší úroveň od pandemie.



Akcie však část ztrát rychle umazaly poté, co prezident Trump zmírnil svůj postoj. Oznámil 90denní odklad zavedení recipročně zaměřených cel pro země, které dosud nezavedly odvetná opatření, a také odstranění cel na vybrané elektronické produkty. Napětí mezi USA a Čínou se mírně uvolnilo, když americká administrativa přistoupila ke smířlivější rétorice, zvláště pomohla změna komunikace s upozaděním komunikace Trumpa s vyšší orientací na formálnější prezentaci skrze ministry a mluvčí.

Zhruba od poloviny měsíce se tak zájem investorů přesunul ke kvalitním růstovým akciím. Technologické tituly si pak vedly dobře, podpořeny zvláště solidními zisky za první čtvrtletí a optimistickými výhledy. Výsledková sezóna ukázala, že většina firem si drží silné fundamenty – téměř čtyři z pěti společností v indexu S&P 500 překonaly odhady zisků. Těžké období co se týká výsledků společností a ekonomik však přijde až ve druhém čtvrtletí. Index S&P 500 tak v dubnu meziměsíčně ztratil -0,8 %.

Globálně neutrálně skončily evropské (index MSCI Europe ex UK -0,4 %) a asijské trhy, kde odeznění inflačních tlaků a stimulační opatření centrálních bank vytvořily pozitivní prostředí. Z pohledu sektorů dominovaly technologie a komunikace, zatímco energie výrazně zaostávala kvůli poklesu cen ropy. Zlato profitovalo z nejistoty na trzích a dosáhlo nového historického maxima 3 500 USD za unci. Naopak ceny komodit obecně oslabily, zejména kvůli poklesu cen ropy a průmyslových kovů.

V dubnu 2025 čelily akciové trhy střední a východní Evropy (CEE) zvýšené volatilitě, způsobené globálními obchodními napětími a geopolitickými nejistotami. Navzdory těmto výzvám si region udržel relativní stabilitu, přičemž některé trhy zaznamenaly pozitivní vývoj. Pozitivního zhodnocení +2,7 % dosáhl polský index WIG 30, kdy největšími kladnými kontributory byly společnosti utilit (Tauron +19,5 %) a spotřebitelského sektoru (Pepco, Dino Polska). Český index skončil v mírném mínusu, se zápornou výkonností především akcií bank a skupinou ČEZ. Jedinou kladnou vlaštovkou byly akcie pojišťovny VIG (+1 %). Před blížícími se prezidentskými volbami v Rumunsku panovala opatrná nálada i na rumunských akciích, index BET -2 % meziměsíčně.

Akcie na rozvíjejících se trzích zakončily volatilní měsíc nakonec pozitivně, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD připsal lehce přes 1 %. Očekávané oznámení nových cel americkou administrativou svým rozsahem trhy poměrně překvapily, dopad na jednotlivé trhy pak rezonoval s výší oznámených cel. Důležitým faktorem byl také slábnoucí dolar, což bylo pro rozvíjející trhy pozitivní. Nejvíce se dařilo akciím v Latinské Americe (MSCI Latin America USD +6,3 %). Mexiko bylo ušetřeno zavedení nových cel, brazilským akciím pomohla pro změnu sílící měna a také fakt, že stojí poměrně stranou celní války. Indickým akciím se také dařilo (+3,7 %), trhům pomohlo snížení úrokových sazeb a lepší výhled na inflaci. Čína reagovala na zvýšení cel stejným způsobem, následují eskalace měla za následek pokles tamních trhů. Domácí index CSI300 ztratil 3 %, akcie v Hong-Kongu pak ztratily 4,3 %. Aktuální výše cel bude mít velmi výrazný dopad na obchod se Spojenými státy, vyhlídky nyní směřují na očekávaná jednání a na možnou fiskální podporu čínské vlády. Tureckým akciím se vůbec nedařilo, což bylo odrazem slábnoucí měny, politické nejistoty a neočekávaným zvýšením úrokových sazeb.

Conseq Investment Management, a.s., Rybná 682/14, Praha 1, 110 05, tel.: +420 225 988 222, fax: +420 225 988 202, www.conseq.cz

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolia v tomto měsíci poklesla o 0,82 %. Duben se na akciových trzích nesl ve znamení zvýšené volatility. Po oznámení prezidenta Trumpa o zavedení širších a tvrdších cel, než se očekávalo, akciové trhy na začátku měsíce bezprostředně reagovaly výprodejem. Nicméně, akcie část ztrát rychle umazaly po nečekaném odkladu zavedení recipročně uvalených cel pro země, které dosud nezavedly odvetná opatření a dále po udělení výjimky pro vybrané elektronické produkty. Dařilo se americkým technologickým titulům, a to zejména díky solidním ziskům za první čtvrtletí a optimistickým výhledům. Ceny středoevropských akcií si navzdory zvýšené volatilitě udržely relativní stabilitu, přičemž pozitivní vývoj zaznamenalo Polsko. Indické akcie vzrostly díky snížení úrokových sazeb, naopak čínské akcie vykázaly pokles kvůli eskalaci obchodní války s USA. Velice se dařilo akciím v Latinské Americe, kde bylo Mexiko ušetřeno od zavedení nových cel a brazilským akciím pomohla sílící měna. Turecko opět čelilo v dubnu nepříznivému vývoji.
V průběhu dubna 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					**3,80%**
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	**1,87%**
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,22%	0,22%	**1,93%**
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					**5,12%**
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,38%	0,38%	**3,38%**
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	-0,11%	-0,11%	**1,74%**
Dluhopisové fondy - ostatní					**4,52%**
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,62%	-0,62%	**1,84%**
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	0,00%	-5,09%	**1,43%**
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,82%	-1,82%	**1,24%**
Fondy alternativních investic					**3,34%**
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	**3,34%**
Akciové fondy					**80,89%**
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-0,51%	-0,51%	**13,07%**
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-1,46%	-6,47%	**5,08%**
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	0,05%	-0,09%	**3,86%**
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	0,28%	-4,82%	**3,67%**
Schroder ISF Latin American I	Latinská Amerika	USD	5,27%	-0,08%	**3,09%**
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-5,96%	-6,09%	**3,09%**
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	6,76%	1,33%	**2,99%**
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,18%	-5,26%	**2,95%**
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-3,79%	-8,68%	**2,94%**
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-3,37%	-8,29%	**2,93%**
FF FAST Global I	Globální	USD	-2,00%	-6,99%	**2,86%**
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	4,09%	3,94%	**2,73%**
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,95%	-4,19%	**2,47%**
Allianz Europe Equity Growth WT	Evropa	EUR	-1,97%	-2,11%	**2,22%**
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-4,28%	-9,15%	**2,22%**
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-0,61%	-5,67%	**2,03%**
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	-0,15%	-0,29%	**1,94%**
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-0,96%	-1,10%	**1,92%**
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-0,70%	-0,84%	**1,91%**
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-2,10%	-2,24%	**1,90%**
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	4,33%	-0,98%	**1,86%**
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	2,46%	-2,75%	**1,83%**
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-0,05%	-5,13%	**1,69%**
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-3,11%	-3,25%	**1,65%**
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-4,77%	-4,90%	**1,55%**
CT (LUX) Japan Equities LJ	Japonsko	JPY	0,84%	0,08%	**1,40%**
Goldman Sachs III Japan Equity (Former NN) I	Japonsko	JPY	-0,75%	-1,50%	**1,35%**
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	0,58%	-4,54%	**1,31%**
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-12,57%	-12,69%	**1,27%**
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	-1,14%	-1,88%	**1,12%**
OSTATNÍ					**2,33%**

Conseq Investment Management, a.s., Rybná 682/14, Praha 1, 110 05, tel.: +420 225 988 222, fax: +420 225 988 202, www.conseq.cz

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci poklesla o 0,55 %. Duben se na akciových trzích nesl ve znamení zvýšené volatility. Po oznámení prezidenta Trumpa o zavedení širších a tvrdších cel, než se očekávalo, akciové trhy na začátku měsíce bezprostředně reagovaly výprodejem. Nicméně, akcie část ztrát rychle umazaly po nečekaném odkladu zavedení recipročně uvalených cel pro země, které dosud nezavedly odvetná opatření a dále po udělení výjimky pro vybrané elektronické produkty. Dařilo se americkým technologickým titulům, a to zejména díky solidním ziskům za první čtvrtletí a optimistickým výhledům. Ceny středoevropských akcií si navzdory zvýšené volatilitě udržely relativní stabilitu, přičemž pozitivní vývoj zaznamenalo Polsko. Indické akcie vzrostly díky snížení úrokových sazeb, naopak čínské akcie vykázaly pokles kvůli eskalaci obchodní války s USA. Dluhopisová složka celkově přispěla mírně negativně, především kvůli vysoce úročeným dluhopisům, jejichž výnosy v nejistém prostředí vzrostly (ceny poklesly).
V průběhu dubna 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					**9,11%**
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	**1,95%**
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,22%	0,22%	**7,16%**
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					**38,22%**
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,38%	0,38%	**25,22%**
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	-0,11%	-0,11%	**12,99%**
Dluhopisové fondy - ostatní					**11,86%**
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	0,00%	-5,09%	**4,75%**
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,62%	-0,62%	**4,23%**
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,82%	-1,82%	**2,88%**
Fondy alternativních investic					**3,36%**
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	**3,36%**
Akciové fondy					**36,16%**
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-0,51%	-0,51%	**5,90%**
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	-1,46%	-6,47%	**2,27%**
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	0,05%	-0,09%	**1,72%**
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	0,28%	-4,82%	**1,59%**
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	-5,96%	-6,09%	**1,38%**
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	6,76%	1,33%	**1,37%**
Schroder ISF Latin American I	Latinská Amerika	USD	5,27%	-0,08%	**1,34%**
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	-3,79%	-8,68%	**1,31%**
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	-0,18%	-5,26%	**1,29%**
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	-3,37%	-8,29%	**1,27%**
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	4,09%	3,94%	**1,22%**
FF FAST Global I	Globální	USD	-2,00%	-6,99%	**1,21%**
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	0,95%	-4,19%	**1,07%**
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	-0,61%	-5,67%	**0,96%**
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	-4,28%	-9,15%	**0,94%**
Allianz Europe Equity Growth WT	Evropa	EUR	-1,97%	-2,11%	**0,93%**
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	-2,10%	-2,24%	**0,88%**
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	-0,70%	-0,84%	**0,86%**
CSIF (Lux) Equity Canada QB	Severní Amerika	USD	4,33%	-0,98%	**0,86%**
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	-0,96%	-1,10%	**0,86%**
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	2,46%	-2,75%	**0,85%**
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	-0,15%	-0,29%	**0,83%**
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-3,11%	-3,25%	**0,81%**
BNP Paribas US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	-0,05%	-5,13%	**0,78%**
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-4,77%	-4,90%	**0,71%**
CT (LUX) Japan Equities LJ	Japonsko	JPY	0,84%	0,08%	**0,69%**
Goldman Sachs III Japan Equity (Former NN) I	Japonsko	JPY	-0,75%	-1,50%	**0,61%**
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	0,58%	-4,54%	**0,57%**
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	-1,14%	-1,88%	**0,54%**
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-12,57%	-12,69%	**0,53%**
OSTATNÍ					**1,30%**

Conseq Investment Management, a.s., Rybná 682/14, Praha 1, 110 05, tel.: +420 225 988 222, fax: +420 225 988 202, www.conseq.cz

Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc poklesla o 0,34 %. Výnosy amerických státních dluhopisů v dubnu poklesly (ceny vzrostly) s obavou, že cla způsobí v USA dlouhodobě vyšší inflaci. Fed se rozhodl ponechat sazby beze změn v souladu s očekáváními a zdůraznil potřebu opatrnosti vzhledem k přetrvávající nejistotě ohledně celní politiky a jejích dopadů na americkou ekonomiku. Evropské výnosy včetně německých v dubnu také poklesly s tím, jak se vlivem celní politiky USA zvýšily obavy z hospodářského zpomalení. Výnosy českých státních dluhopisů poklesly (ceny vzrostly), což přispělo k pozitivní výkonnosti dluhopisových fondů v portfoliu. ECB i ČNB snížily sazby o 25 b.b. dle očekávání.
V průběhu dubna jsme v portfoliu neprovedli žádné změny.

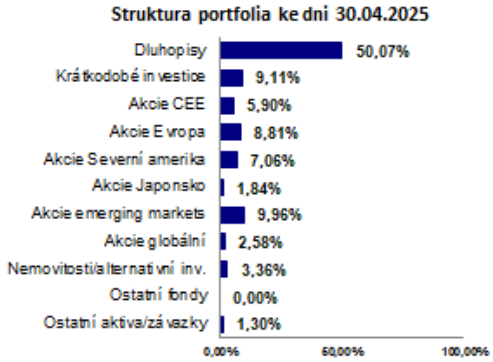
Žádná z cizoměnových pozic nepřesáhla hranici 1,5 mil. Kč, od které zajišťujeme měnové riziko.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu			***MTD Výkonnost***		
Název fondu	**Teritoriální zaměření**	**Zákl. měna**	**v z. měně**	**v měně portfolia**	**Rozložení portfolia**
Krátkodobé investice					**21,94%**
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	**0,73%**
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,22%	0,22%	**21,21%**
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					**59,18%**
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,38%	0,38%	**39,02%**
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	-0,11%	-0,11%	**20,16%**
Dluhopisové fondy - ostatní					**11,39%**
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	0,00%	-5,09%	**4,55%**
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-0,62%	-0,62%	**4,00%**
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	-1,82%	-1,82%	**2,84%**
Fondy alternativních investic					**3,32%**
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	**3,32%**
Akciové fondy					**4,10%**
Schroder ISF QEP Global Core Fund C	Globální vyspělé trhy	USD	1,29%	-3,86%	**1,99%**
Goldman Sachs III Emerg.Markets Eq. Income I	Globální rozvíjející se trhy	USD	1,28%	-3,87%	**1,15%**
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	-0,51%	-0,51%	**0,68%**
FF FAST Global I	Globální	USD	-2,00%	-6,99%	**0,27%**
OSTATNÍ					**0,07%**

Conseq Investment Management, a.s., Rybná 682/14, Praha 1, 110 05, tel.: +420 225 988 222, fax: +420 225 988 202, www.conseq.cz

DYNAMICKÉ PORTFOLIO

VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Conseq Investment Management, a.s., Rybná 682/14, Praha 1, 110 05, tel.: +420 225 988 222, fax: +420 225 988 202, www.conseq.cz

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 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

Chaos kolem cel amerického prezidenta a s tím související růst očekávání na pokles sazeb centrální banky stlačil výnosy dolů. Dle nás sice polská centrální banka přistoupí ke snížení sazeb, ale vzhledem k napjatému trhu práce i růstu mezd je riziko, že bude postupovat pomaleji, než trh čeká (100 b.b. do konce roku). Také se domníváme, že cla Trumpa nakonec nebudou tak ostré, jak se počátkem dubna zdálo. Myslíme si proto, že se výnosy na krátkém i dlouhém konci vrátí o něco nahoru. Dvouletý výnos čekáme v pásmu kolem 4,5 %, desetiletý kolem 5,25 %.

Celkově se situace na Ukrajině posouvá do podoby zamrzlého konfliktu. Evropa se snaží udržet vojenskou a finanční pomoc, zatímco USA pod Trumpem tlačí Ukrajinu do jednání s Ruskem a svým přístupem zvyšují její zranitelnost. Silné tržní propady a eskalace obchodních válek pak budou dále tříštit pozornost americké administrativy.

Měny

U kurzu **eura proti dolaru** nastalo to, co jsme čekali, tj. další oslabení až do pásma 1,13-1,15. Vývoj v dalším období bude určovat to, jak moc chaotická bude další hospodářská politika Trumpa. Jelikož Trump rozebírá všechny pilíře, na nichž stála sila dolaru (předvídatelná hospodářská politika, vláda zákona, kooperace se spojenci), a jelikož dolar je fundamentálně příliš silný a také zranitelný (dvojí deficit), nevidíme prostor pro posílení. Pokud se z těchto úrovní pohne, pak dále na slabší stranu.

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. 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 očekávání zkorigoval z pětiletých maxim na znatelně slabší úrovně. Stávající úrovně kolem 4,27-4,30 vidíme jako mírně slabší než bychom si představovali. Jelikož dle nás polská centrální banka bude postupovat pomaleji než trh čeká, zlotý se dle nás ustálí mezi 4,20 a 4,25. Podobně jako pro korunu či forint je rizikem pro oslabení případná další větší 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, 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 rozdílné názory. 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

Conseq Investment Management, a.s., Rybná 682/14, Praha 1, 110 05, tel.: +420 225 988 222, fax: +420 225 988 202, www.conseq.cz

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 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

Conseq Investment Management, a.s., Rybná 682/14, Praha 1, 110 05, tel.: +420 225 988 222, fax: +420 225 988 202, www.conseq.cz