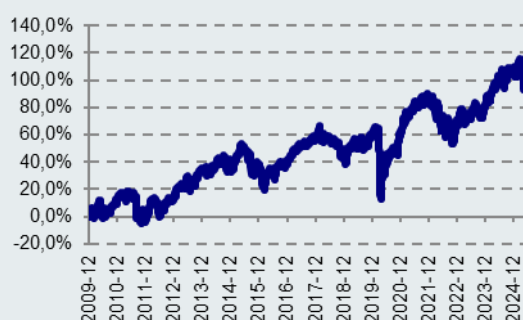


ERGO pojišťovna

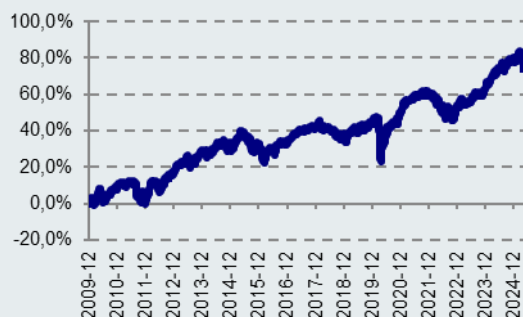
ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC KVĚTEN 2025

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	5
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	9



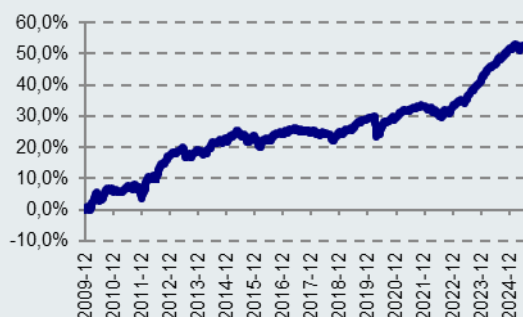
Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **216,6869**
Výkonnost za poslední měsíc **4,01 %**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **183,5680**
Výkonnost za poslední měsíc **1,93 %**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **152,7214**
Výkonnost za poslední měsíc **0,60 %**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

▣ DLUHOPISY – USA, EMU

Evropské výnosy se poté, co v dubnu poklesly s tím, jak se vlivem cel Trumpa zvýšily obavy z hospodářského zpomalení, s mírným uvolněním napětí kolem cel (odklad uvedení do platnosti + další známky toho, že Trump nakonec vyměkne atd.) **vrátili** v květnu lehce **nahoru**. Německé dvouleté výnosy, které poklesly v dubnu o 36 b.b. (pod 1,7 %), se v květnu vrátily na dohled 1,8 % (+10 b.b.); desetileté, které klesly v dubnu o 30 b.b. (na 2,45 %), v květnu narostly o 5 b.b.

Ve Spojených státech byly pohyby nahoru v důsledku růstu inflačních očekávání **vyšší**: desetiletý výnos přidal 25 b.b. na 4,4 %, dvouletý pak 30 b.b. na 3,9 %.

▣ DLUHOPISY ČR

U české výnosové křivky byly pohyby v květnu opět pod vlivem vývoje v Německu. Dvouletý výnos narostl o 11 b.b. na 3,5 %, desetiletý pak o 9 b.b. na 4,15 %.

Bloomberg Barclays Czech Index



▣ DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské dluhopisy

V Polsku křivka po výrazném dubnovém poklesu (a to v kombinaci rostoucích očekávání na pokles sazeb, které nakonec v květnu přišlo, a vlivu poklesu německých výnosů) v květnu **korigovala nahoru**. Dvouletý výnos umazal čtvrtinu dubnového poklesu (o 70 b.b.) a vrátil se nad 4,50 %, desetiletý pak narostl o 15 b.b. na 5,35 %.

Ukrajinské dluhopisy

Vývoj na Ukrajině pokračuje ve stejném směru, jako v předešlých měsících – 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 pokračovaly i v květnu v růstu a prozatím odmazaly zhruba dvě třetiny březnových poklesů, nicméně zůstávají na nižších úrovních.

Firemní dluhopisy

Tzv. total return index (TRI) přidal koncem května v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce 0,26 % (tj., zhruba dvojnásobek oproti předcházejícím měsícům); u jejich spekulativních protějšků došlo k nejvýraznějšímu nárůstu za dlouhou dobu (o 1,3 %). V případě dolarových instrumentů investičního stupně TRI v květnu stagnoval, v případě spekulativních pak podobně jako u EUR výrazně narostl (o 1,7 %).

Kreditní prémie investičních i spekulativních instrumentů denominovaných v EUR korigovaly růst v předchozích měsících: po březnu, kdy přidaly +14 % u spekulativních a 18 % u investičních instrumentů a poté, co vzrostly v dubnu shodně o 7 %, **klesly** v květnu o 15 % resp. o 14 %.

AKCIE

Globální trhy

Americké akciové trhy zaznamenaly v květnu po dubnovém poklesu výrazné oživení (index S&P 500 + 6,2 %). Hlavními faktory tohoto vývoje byly příznivé výsledky firem za první čtvrtletí a zmírnění obav z obchodních cel. Nejvýraznější růst zaznamenal sektor informačních technologií.

Došlo také ke schválení rozpočtového návrhu administrativy prezidenta Trumpa. Ten prodlužuje daňové úlevy z roku 2017, navyšuje výdaje na obranu a snižuje financování vybraných sociálních programů. V návaznosti na to **agentura Moody's snížila úvěrový rating Spojených států z nejvyššího stupně Aaa na Aa1**, kvůli obavám z prohlubování už tak výrazného státního deficitu.

Růst byl patrný také na evropských akciových trzích (index STOXX Europe 600 + 4 %), i když ho dočasně narušily obavy ohledně dalšího vývoje obchodní politiky USA. Prezident Trump indikoval možnost zavedení 50% cel na dovoz z EU od 1. června, což vedlo k přechodnému oslabení evropských akcií. Následné rozhodnutí o prodloužení vyjednávání do 9. července však přispělo k obnovení pozitivního sentimentu. **Došlo rovněž k pokroku ve vztazích mezi Spojeným královstvím a Evropskou unií**, kdy obě strany oznámily záměr "resetovat" vzájemné vztahy a prohloubit spolupráci po brexitu.

V regionu střední a východní Evropy (CEE) byl květen ve znamení prezidentských voleb v Polsku a Rumunsku. V obou případech byly preference voličů vyrovnané a diskuse se soustředila na to, zda dají voliči přednost středovým proevropským kandidátům nebo nacionalisticky orientovaným.

Květnové prezidentské volby v Rumunsku přinesly silné politické napětí, ale nakonec i uklidnění trhů a potvrzení proevropské orientace země. V prvním kole 4. května 2015 zvítězil krajně pravicový kandidát George Simion. Následující den rezignoval premiér Marcel Ciolacu a jeho strana opustila vládní koalici, což vedlo k rozpadu vlády a nárůstu politické nejistoty. Ve druhém kole **18. května však voliči podpořili umírněného a proevropského kandidáta Nicușora Dana**, současného primátora Bukurešti, který získal více než 54 % hlasů. Tento výsledek byl trhem vnímán pozitivně a potvrdil pokračování proevropské orientace Rumunska.

V Polsku získal v prvním kole nejvíce hlasů Rafał Trzaskowski, kandidát vládní Občanské platformy podporovaný premiérem Donaldem Tuskiem. Na druhém místě skončil Karol Nawrocki z opoziční strany Právo a spravedlnost (PiS), známý svým konzervativním postojem. **Souhrnně kandidáti pravice získali většinu, což bylo potvrzeno i ve druhém kole, kdy opoziční kandidát těsně zvítězil.** Tento vývoj vyvolal obavy z potenciálního nárůstu politického rizika a možnosti blokády legislativních návrhů.

Začátkem května oznámila rakouská Erste Group Bank AG akvizici 49% podílu v Santander Bank Polska S.A. Tento krok znamená jeden z největších strategických vstupů Erste Group v regionu CEE a významně posiluje její pozici na největším trhu tohoto regionu. Dokončení transakce se očekává do konce roku 2025.

Český akciový index si v květnu připsal zisk 6,41 %. Největším přispěvatelem k tomuto růstu byla právě Erste Group, jejíž akcie po oznámení akvizice vzrostly o 19 %. Pozitivní vývoj zaznamenaly také rumunské akcie, které reagovaly na výsledek prezidentských voleb růstem o 6,7 %. **Nejvýrazněji rostly akcie společnosti Purcari**, jež se stala akvizičním cílem polské skupiny Maspex, která nabídla 21 RON za akcii. Akcie společnosti Purcari tak v květnu vzrostly o 31,5 %. Naopak polský index WIG 30 přidal pouze 1,6 %, což odráželo nejistotu spojenou s výsledkem prvního kola voleb.

Relativní uklidnění na poli celních válek se přeneslo i na rozvíjející se trhy, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD připsal slušná 4 %. V Asii se nejvíce dařilo technologickým společnostem (do centra pozornosti se opět vrátilo téma umělé inteligence), což se nejvíce projevilo na trzích v Hong-Kongu (+5,3%), Taiwanu (+5,4%) a Jižní Koreji (+5,5 %).

MSCI World Index



Čínské domácí akcie (A-Shares) zhodnotily o 1,9 % (index CSI300).

Investory sice do jisté míry uklidnilo poměrně úspěšné jednání s americkými představiteli, slabá domácí poptávka a strukturální problémy čínské ekonomiky nadále působí nepříznivě. Indické akcie připsaly po dvou silných měsících menší zisky (+1,5%). **Lehce pod 1 % pak zhodnotily i akcie v Latinské Americe**, dařilo se více mexickým titulům (díky silné měně a dalšímu snížení úrokových sazeb), brazilské akcie však také skončily v plusu, a potvrzují tím dobré letošní výsledky.

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolio v tomto měsíci vzrostla o 4,01 %. Květen přinesl americkým akciovým trhům po dubnovém poklesu výrazné oživení. Za tímto vývojem stály především příznivé výsledky firem za první čtvrtletí a zmírnění obav z obchodních cel. Patrný růst zaznamenaly i evropské akcie. Ačkoliv jejich vzestup dočasně narušily obavy z dalšího směřování obchodní politiky USA vyvolané prohlášením prezidenta Trumpa o možném zavedení 50% cel na dovoz z EU, následné rozhodnutí o prodloužení vyjednávání navrátilo pozitivní sentiment. Relativní uklidnění na poli celních válek se přeneslo i na rozvíjející se trhy. V Asii dominovaly růstu technologické firmy, což se nejvíce projevilo na trzích v Hong Kongu, Taiwanu a Jižní Koreji. Mírné zisky si připsaly také indické a čínské domácí akcie. Pozitivní vývoj zaznamenaly i akcie v Latinské Americe, přičemž se více dařilo mexickým titulům, brazilské akcie však skončily také v plusu.

V květnu jsme snížili naši celkovou expozici vůči akciím a naopak zvýšili váhu krátkodobých investic, jelikož se domníváme, že trhy ještě zcela nevstřebaly negativní efekty obchodní války.

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					6,51%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	2,00%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,32%	0,32%	4,51%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					5,20%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,32%	0,32%	3,44%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,77%	0,77%	1,77%
Dluhopisové fondy - ostatní					4,44%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,04%	1,04%	1,79%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-0,05%	0,23%	1,44%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,33%	1,33%	1,21%
Fondy alternativních investic					3,22%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,22%
Akciové fondy					79,76%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	5,17%	5,17%	13,01%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	6,76%	7,06%	4,85%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	5,76%	5,76%	3,89%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	3,75%	4,04%	3,63%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	7,83%	8,14%	3,16%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	5,42%	5,42%	2,95%
Schroder ISF Latin American I	Latinská Amerika	USD	4,43%	4,73%	2,94%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	3,89%	4,18%	2,93%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	3,06%	3,35%	2,84%
FF FAST Global I	Globální	USD	0,85%	1,14%	2,84%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	3,32%	3,61%	2,80%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	8,33%	8,33%	2,74%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	6,26%	6,56%	2,45%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	2,39%	2,68%	2,25%
Allianz Europe Equity Growth WT	Evropa	EUR	6,40%	6,40%	2,18%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	3,38%	3,67%	2,02%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	5,10%	5,10%	1,88%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	3,48%	3,48%	1,86%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	5,04%	5,04%	1,83%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	4,47%	4,47%	1,81%
UBS MSCI Canada I-A	Severní Amerika	USD	n/a	n/a	1,81%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	4,94%	5,24%	1,76%
BNP Paribas Resp. US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	7,03%	7,33%	1,69%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	6,39%	6,39%	1,68%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	6,41%	6,41%	1,58%
Goldman Sachs III Japan Equity (Former NN) I	Japonsko	JPY	5,13%	4,97%	1,37%
CT (LUX) Japan Equities LJ	Japonsko	JPY	3,69%	3,53%	1,32%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	9,03%	9,34%	1,29%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-0,71%	-0,71%	1,29%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	6,03%	5,86%	1,14%
OSTATNÍ					0,86%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci vzrostla o 1,93 %. Květen přinesl americkým akciovým trhům po dubnovém poklesu výrazné oživení. Za tímto vývojem stály především příznivé výsledky firem za první čtvrtletí a zmírnění obav z obchodních cel. Patrný růst zaznamenaly i evropské akcie. Ačkoliv jejich vzestup dočasně narušily obavy z dalšího směřování obchodní politiky USA vyvolané prohlášením prezidenta Trumpa o možném zavedení 50% cel na dovoz z EU, následné rozhodnutí o prodloužení vyjednávání navrátilo pozitivní sentiment. Relativní uklidnění na poli celních válek se přeneslo i na rozvíjející se trhy. V Asii dominovaly růstu technologické firmy, což se nejvíce projevilo na trzích v Hong Kongu, Taiwanu a Jižní Koreji. Mírné zisky si připsaly také indické a čínské domácí akcie. Pozitivní vývoj zaznamenaly i akcie v Latinské Americe, přičemž se více dařilo mexickým titulům, brazilské akcie však skončily také v plusu. Dluhopisová složka celkově přispěla pozitivně.

V květnu jsme snížili naši celkovou expozici vůči akciím a naopak zvýšili váhu krátkodobých investic, jelikož se domníváme, že trhy ještě zcela nevstřebaly negativní efekty obchodní války.

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					12,95%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,93%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,32%	0,32%	11,03%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					37,95%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,32%	0,32%	25,01%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,77%	0,77%	12,94%
Dluhopisové fondy - ostatní					11,91%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-0,05%	0,23%	4,75%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,04%	1,04%	4,20%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,33%	1,33%	2,97%
Fondy alternativních investic					3,30%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,30%
Akciové fondy					33,60%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	5,17%	5,17%	5,43%
BNP Paribas US Small Cap I	Spojené Státy	USD	6,76%	7,06%	2,08%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie	EUR	5,76%	5,76%	1,59%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	3,75%	4,04%	1,53%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	7,83%	8,14%	1,27%
BNP Paribas Sustain. Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	5,42%	5,42%	1,24%
Schroder ISF Latin American I	Latinská Amerika	USD	4,43%	4,73%	1,24%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	3,89%	4,18%	1,23%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené Státy	USD	3,06%	3,35%	1,19%
FF - America Fund I	Spojené Státy	USD	3,32%	3,61%	1,17%
FF FAST Global I	Globální	USD	0,85%	1,14%	1,17%
BNP Paribas Europe Small Cap I	Evropa	EUR	8,33%	8,33%	1,12%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	6,26%	6,56%	1,03%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	2,39%	2,68%	0,95%
Allianz Europe Equity Growth WT	Evropa	EUR	6,40%	6,40%	0,91%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	3,38%	3,67%	0,85%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	6,39%	6,39%	0,84%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	6,41%	6,41%	0,84%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	5,04%	5,04%	0,76%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	5,10%	5,10%	0,76%
UBS MSCI Canada I-A	Severní Amerika	USD	n/a	n/a	0,76%
BNP Paribas Europe Equity I	Evropa	EUR	4,47%	4,47%	0,75%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	3,48%	3,48%	0,75%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	4,94%	5,24%	0,73%
BNP Paribas Resp. US Multi-Factor Equity I	Spojené Státy	USD	7,03%	7,33%	0,73%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	9,03%	9,34%	0,56%
CT (LUX) Japan Equities LJ	Japonsko	JPY	3,69%	3,53%	0,56%
Goldman Sachs III Japan Equity (Former NN) I	Japonsko	JPY	5,13%	4,97%	0,56%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	-0,71%	-0,71%	0,52%
BNP Paribas Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	6,03%	5,86%	0,49%
OSTATNÍ					0,29%

Konzervativní portfolio

Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,60 %. Výnosy amerických státních dluhopisů v květnu vzrostly (ceny poklesly) vlivem růstu inflačních očekávání. Evropské výnosy včetně německých po dubnovém poklesu, který byl zapříčiněn převážně narůstajícími obavami z hospodářského zpomalení plynoucích z celní politiky USA, také mírně vzrostly. Podobný vývoj zaznamenaly i výnosy českých státních dluhopisů. ČNB na začátku měsíce snížila základní úrokové sazby o 25 b.b. dle očekávání.

V květnu jsme snížili naši celkovou expozici vůči akciím a naopak zvýšili váhu krátkodobých investic, jelikož se domníváme, že trhy ještě zcela nevstřebaly negativní efekty obchodní války.

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

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					22,88%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	0,72%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,32%	0,32%	22,17%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					59,04%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	0,32%	0,32%	38,91%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,77%	0,77%	20,13%
Dluhopisové fondy - ostatní					11,41%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	-0,05%	0,23%	4,53%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,04%	1,04%	4,02%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,33%	1,33%	2,86%
Fondy alternativních investic					3,31%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,31%
Akciové fondy					3,42%
Schroder ISF QEP Global Core Fund C	Globální vyspělé trhy	USD	6,06%	6,36%	1,65%
Goldman Sachs III Emerg.Markets Eq. Income I	Globální rozvíjející se trhy	USD	4,29%	4,59%	0,94%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	5,17%	5,17%	0,56%
FF FAST Global I	Globální	USD	0,85%	1,14%	0,27%
OSTATNÍ					-0,07%

DYNAMICKÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 30.05.2025

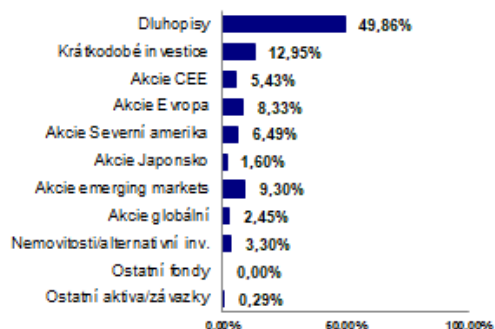


Struktura portfolia ke dni 30.04.2025

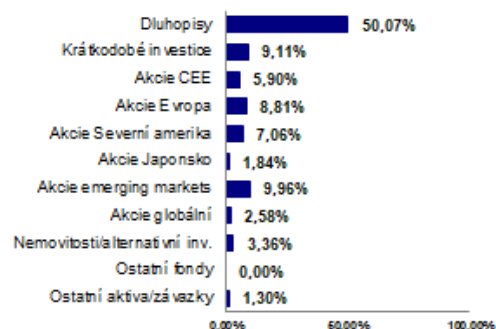


VYVÁŽENÉ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 30.05.2025

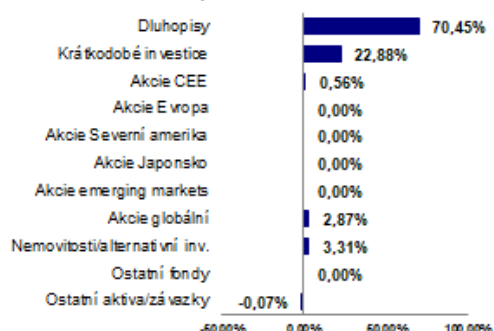


Struktura portfolia ke dni 30.04.2025

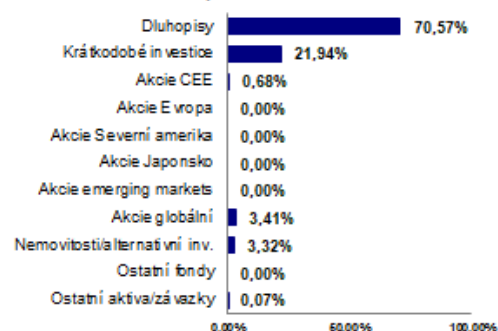


KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO

Struktura portfolia ke dni 30.05.2025



Struktura portfolia ke dni 30.04.2025



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Vzhledem k tomu, že ČNB se již dostala do momentu, kdy se sazby přiblížily neutrální úrovni, z domácího prostředí silnější impulsy k případnému poklesu výnosů na vládních dluhopisech nevidíme. Rozpočet je a zůstane v deficitu, je však nutno říci, že ve výrazně nižším, než v okolních zemích (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). Pokud nedojde k výraznému hospodářskému ochlazení v Evropě z titulu celních válek, očekáváme v ČR solidní ekonomický růst, živěný spotřebou a naakumulovanými úsporami, což by mělo podporovat střednědobá inflační očekávání a držet ČNB na uzdě co se týče dalšího snižování úrokových sazeb. Samozřejmě, české výnosy budou nadále výrazně ovlivňovány vývojem v zahraničí – ve výsledku očekáváme nadále pozitivní sklon výnosové křivky s tendencí k mírně rostoucím výnosům na delších splatnostech. Střednědobě by se desetiletý výnos měl dle nás pohybovat zhruba v pásmu 4 - 5 %.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Chaos kolem cel amerického prezidenta a pokles sazeb centrální banky stlačily výnosy dolů. Další snížení sazeb však jisté není: centrální banka samotná upozornila, že z květnového snížení by trh neměl dovozovat začátek trendu a koneckonců model „jedno, dvě snížení, pak dlouhá pauza“ už od polské centrální banky známe (takto postupovala po snížení sazeb na podzim v roce 2023). Inflace i silný trh práce dle nás výrazné snižování sazeb nepřipustí. I chaos kolem cel Trumpa nakonec pomine a dle nás budou cla mnohem menší než původně vyhlášená. Na krátkém konci tak vidíme prostor pro setrvalý pokles do pásma 4-4,5 %, na delším však výnosy spíše zůstanou nad 5 %.

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. Vážnoucí jednání vedla evropské spojence k uvolnění omezení týkajících se využití dodaných zbraní i na ruském území. Ukrajina tak získala větší prostor pro zásahy vojenské infrastruktury. Pro zbytek letošního roku je také zajištěné financování rozpočtu ve formě zahraničních půjček a grantů. Podpora západu tak pokračuje i nadále a s ústupem USA z pozice globálního garanta demokracie sílí i uvědomění Evropy o tom, že se v otázce obrany (a podpory Ukrajiny) bude muset spoléhat jen na sebe.

Měny

U kurzu **eura proti dolaru** nastalo to, co jsme čekali, tj. 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 (dvojitý deficit), nevidíme prostor pro posílení. Pokud se z těchto úrovní pohne, pak dále na slabší stranu.

Česká koruna dle nás nemá moc důvodů posilovat, avšak ani oslabovat. Sazby jsou již poblíž neutrální úrovně, jistý kladný diferenciál proti Eurozóně sice zachován zůstane, ale na setrvalější posílení to důvod není. Růst je obstojný, relativně malé makroekonomické nerovnováhy jsou také pozitivem (ostatně, to bylo vidět v nejmenší a nejkratší reakci koruny na Trumpa mezi regionálními měnami). Koruna tak dle nás zůstane kolem 25 korun za euro. Vychýlení na slabší stranu by vyžadovalo turbulence na světových trzích.

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 ve snižování sazeb pomalu (a v nejlepším tak, jak trh čeká, tj. do konce roku o max. 75 b.b.), 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 (a s novým německým kancléřem se tento moment dostává do popředí). Maďarský forint je tak dle nás v případě zhoršení situace na trzích nejzranitelnější regionální mě-

**Globální akciové
trhy**

nou. Dle nás tak nevidím důvod pro cokoliv jiného než setrvalý pobyt nad hranicí 400 forintů za euro.

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 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