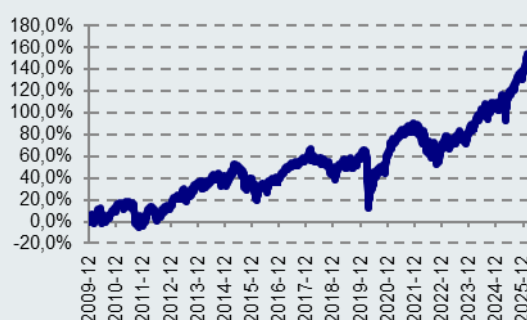


ERGO pojišťovna

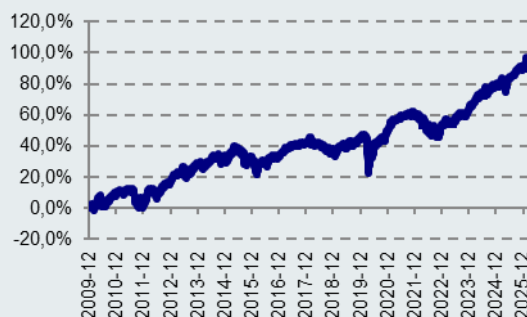
ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA MĚSÍC LEDEN 2026

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIÍ	5
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	9



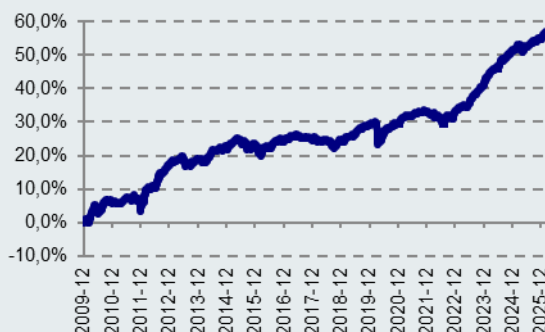
Dynamické portfolio

Hodnota jednotky portfolia **252,1286**
Výkonnost za poslední měsíc **4,16 %**



Vyvážené portfolio

Hodnota jednotky portfolia **196,6302**
Výkonnost za poslední měsíc **1,96 %**



Konzervativní portfolio

Hodnota jednotky portfolia **157,0503**
Výkonnost za poslední měsíc **0,86 %**

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

▣ DLUHOPISY – USA, EMU

Evropské výnosy se během ledna nezměnily. Dvouleté výnosy byly zůstaly kolem 2,1 %, desetileté na 2,85%

Ani ve Spojených státech nedošlo v lednu k výraznějším pohybům. Desetiletý výnos narostl o 7 b.b. na 4,24 %, dvouletý výnos o 5 b.b. (3,52 %). Oproti konci ledna 2025 jsou dvouleté výnosy o c. 70 b.b. nižší, desetileté o c. 30 b.b. nižší.

▣ DLUHOPISY ČR

U české výnosové křivky byly pohyby v lednu relativně velké. Dvouletý výnos klesla o 30 b.b. na 3,4 %, desetiletý o 20 b.b. na 4,45 %. I když je ČNB stále opatrná a k poklesu sazeb se staví spíše odmítavě, nižší inflace vede trh ke spekulaci, že ČNB tento svůj postoj přehodnotí.

Bloomberg Barclays Czech Index



▣ DLUHOPISY – STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPA

Polské

dluhopisy

V Polsku byly pohyby během posledního měsíce větší jenom na krátkém konci: dvouleté výnosy klesly o 30. b.b. na 3,55 %, desetileté o 8 b.b. na 5,09 %. Tento vývoj byl překvapivý, jelikož polská centrální banka si dala pauzu a data o růstu i mzdách byla silnější.

Firemní

dluhopisy

Tzv. total return index (TRI) přidal koncem minulého měsíce v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce 0,2 % (tj., stejně jako v předcházejících měsících); u jejich spekulativních protějšků došlo k růst o 0,5 %. V případě dolarových instrumentů investičního stupně TRI během posledního měsíce vzrostl o 0,24 %, v případě spekulativních pak narostl o 0,5 %.

Kreditní prémie investičních i spekulativních instrumentů denominovaných v EUR během posledního měsíce roku 2025 výrazně klesly: u první kategorie o 4 % (v roce 2025 pak celkem o 12,1 %), u druhé o 4,4 % (za celý rok pak o bezmála 22 %). Leden začaly mírným růstem (+1,4 % resp. +1,3 %).

AKCIE

Globální trhy

Leden 2026 zahájil nový rok na akciových trzích poměrně volatilně, přičemž klíčovou roli sehrála geopolitika, měnová politika a probíhající výsledková sezóna. Navzdory zvýšené nejistotě dokázaly akciové indexy zakončit měsíc v kladných číslech, přičemž evropské trhy opět na začátku roku překonaly Spojené státy. Americký index S&P 500 si připsal +1,4 %, technologicky orientovaný Nasdaq vzrostl o +1,2 %.

MSCI World Index



Evropský index STOXX 600 posílil výrazněji o +3,2 %, což odráželo diverzifikaci části kapitálu mimo USA a rostoucí optimismus ohledně evropského ekonomického oživení.

Hned v prvním týdnu roku došlo ke geopolitické eskalaci, když Spojené státy provedly vojenský zásah ve Venezuele. Trhy tuto událost vyhodnotily jako regionálně omezenou a bez zásadních dopadů. Větší nejistotu vyvolala následná eskalace obchodního napětí mezi USA a Evropou v souvislosti s Grónskem, kdy prezident Trump pohrozil vybraným evropským státům zavedením cel až ve výši 25 %. Evropská unie připravovala odvetná opatření, nicméně po konferenci v Davosu došlo ke zmírnění rétoriky a deeskalaci celého konfliktu.

Světové ekonomické fórum v Davosu patřilo k hlavním událostem měsíce. Projevy politických a ekonomických lídrů vyzněly převážně pozitivně, s důrazem na stabilizaci globální ekonomiky, technologický rozvoj a snahu o omezení geopolitických rizik, což podpořilo tržní sentiment.

Významným impulzem byl také krok na poli měnové politiky. Prezident Trump oznámil nominaci Kevina Warsha do čela amerického Fedu, což trhy přijaly pozitivně. Nominace snížila nejistotu ohledně budoucího směřování měnové politiky a nezávislosti centrální banky.

Aktuální výsledková sezóna v USA potvrzuje, že reportovaná čísla zůstávají celkově silná, ale výkonnost jednotlivých titulů se stále více diferencuje. Takovým příkladem byla společnost Microsoft, jejíž akcie i přes solidní výsledky po zveřejnění hospodářských čísel oslabily přibližně o 10 %. Za poklesem stály především obavy investorů z vysokých kapitálových výdajů na AI infrastrukturu a nejisté návratnosti těchto investic. Klíčový růstový segment firmy, cloudová platforma Azure, sice nadále rostla dvouciferným tempem, avšak pomaleji, než trh očekával. Ve stejný den reportovala výsledky také společnost Meta, která rovněž indikovala vyšší než očekávané kapitálové výdaje. Na rozdíl od Microsoftu se však Metě podařilo investory přesvědčit o plánu monetizace těchto investic, zejména prostřednictvím zlepšení efektivity reklamních platform a využití AI v cílení reklamy. Akcie Mety tak po zveřejnění výsledků vzrostly o více než 10 %. Nutno dodat, že do výsledkové sezóny vstupovaly obě společnosti s výrazným valuačním rozdílem.

Drahé kovy byly během měsíce velmi volatilní. Zlato i stříbro znovu překonávaly svá historická maxima v reakci na zvyšující se geopolitické napětí a z obavy o nezávislost Fedu, ke konci ledna však následovala výrazná korekce, způsobená realizací části zisků a uklidnění trhů jmenováním nového šéfa Fedu.

Evropské akcie pokračovaly v solidním výkonu, podporované očekáváním ekonomického oživení. Pozornost investorů přitáhl německý trh, kde se Siemens stal nejhodnotnější společností podle tržní kapitalizace po propadu akcií SAP v reakci na slabší výhled tržeb a obavy z dopadů umělé inteligence na tradiční softwarové modely. Celý sektor softwarových technologií se v posledních měsících ocitá pod značným tlakem z obav o ztrátu konkurenční výhody díky snadnému nahrazení pomocí AI. Dařilo se i největší evropské společnosti ASML, která v lednu přidala více než 30 % díky zlepšenému výhledu nových objednávek.

Region střední a východní Evropy i na začátku roku patřil k nejvýkonnějším. Index CECEUR posílil o 7,8 %. Český index PX vzrostl o 2,9 %. Nejlépe se vedlo společnosti Colt (12,4 %), která se svezla na vlně kolem IPO společnosti Czechoslovak Group, jež vstoupila na burzu

v Amsterdamu. Akcie společnosti si první den připsaly zhodnocení přes 30 %. Dobře se dařilo i bankovním titulům naopak se nedařilo společnosti ČEZ, které během dvoudenního výprodeje umazaly více než 15 % své hodnoty v reakci na negativní revize akciových analytiků, nejistot ohledně procesu plánovaného zestátnění a pravděpodobně i profit-takingu ve prospěch společnosti CSG. Polský WIG 30 přidal 5,6 %, kde se nejlépe dařilo utilitám (Tauron, PGE) a společnosti KGHM, kterou podpořil růst cen komodit. Naopak se vůbec nedařilo consumeru, kde i přes velmi dobrá čísla z domácí ekonomiky zůstává spotřebitelská nálada za očekáváním. Nejlepší výkonnost zaznamenalo Rumunsko, kde index BET přidal výrazných 11,3 % prakticky napříč celým indexem a navázal tak na skvělé výsledky předchozího roku.

Akcíím na rozvíjejících se trzích se i přes řadu zmíněných geopolitických událostí a rizik vstup do nového roku nadmíru vydařil, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD připsal 8,8 %, což je nejlepší měsíční výsledek za několik uplynulých let. Hlavním tahounem byl sektor technologií, slabší dolar také pomohl. Silná poptávka po čipech, AI infrastruktuře a paměťových modulech vystřelila výše korejské akcie (+24 %). Z podobných důvodů silně rostly i akcie na Taiwanu (+11,3 %). Slušné zisky připisovaly trhy v Kong-Kongu (+6,9 %) či pevninské Číně (CSI300 +1,7 %). Nedařilo se naopak indickým akciím, a to především kvůli pokračujícímu negativnímu sentimentu, celních sporech s USA. Svoji roli hraje také nízká váha technologického sektoru. Akciím v Latinské Americe se daří i nadále, v lednu index MSCI Latin Amerika USA zhodnotil o 15,2 %. Investoři očekávají začátek snižování úrokových měř brazilskou centrální bankou, což podpořila i dobrá inflační data. Za zmínku stojí i prudké posílení tureckých akcií (+23,8 %).

STRUKTURA PORTFOLIÍ

Dynamické portfolio

Hodnota dynamického portfolio v tomto měsíci vzrostla o 4,16 %. Akciové trhy v USA zahájily letošní rok v kladných číslech. Pomohly tomu zejména očekávání uvolněníjší měnové politiky a celkově pozitivní aktuální výsledková sezóna. Evropské akcie pokračovaly v růstu taženým vyhlídkami na ekonomické oživení, přičemž k nejvýkonnějším patřily opět akcie regionu střední a východní Evropy. Souhrnný akciový index rozvíjejících se trhů zaznamenal nejsilnější měsíční nárůst za několik posledních let. Technologický sektor opět posunul trhy v Jižní Koreji a na Taiwanu výrazně výše. Solidní výkonnost zaznamenaly akcie Latinské Ameriky.

V průběhu ledna jsme v portfolio zvýšili podíl krátkodobých investic na úkor vysoce úročených korporátních dluhopisů za účelem snížení rizika v současném prostředí utážených kreditních marží.

Koruna posílila vůči dolaru a oslabil vůči euru. Efekt měnového zajištění byl tedy smíšený.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfolio		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolio	Rozložení portfolio
Krátkodobé investice					7,02%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,67%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,52%	0,52%	5,35%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolio					5,30%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	1,04%	1,04%	3,71%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,87%	0,87%	1,59%
Dluhopisové fondy - ostatní					3,77%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	0,60%	-0,47%	1,38%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,91%	0,91%	1,24%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,74%	1,74%	1,15%
Fondy alternativních investic					2,92%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	2,92%
Akciové fondy					80,71%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	7,09%	7,09%	12,22%
BNPPF US Small Cap I	Spojené státy americké	USD	2,44%	1,35%	4,99%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie a Severní Irsko	EUR	n/a	n/a	3,79%
Schroder ISF Latin American I	Latinská Amerika	USD	16,32%	15,09%	3,13%
FF FAST Global I	Globální	USD	6,24%	5,11%	2,94%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené státy americké	USD	3,16%	2,07%	2,94%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	8,25%	7,10%	2,92%
FF - America Fund I	Spojené státy americké	USD	2,54%	1,45%	2,87%
BNPPF Europe Small Cap I	Evropa	EUR	3,33%	3,69%	2,69%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	10,69%	9,52%	2,65%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	3,80%	2,70%	2,59%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	16,89%	17,30%	2,50%
BNPPF Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	7,57%	7,95%	2,43%
Jupiter India Select D	Indie	USD	n/a	n/a	2,39%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	7,40%	6,26%	2,38%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	4,14%	3,03%	2,35%
Allianz Europe Equity Growth WT	Evropa	EUR	2,09%	2,45%	2,23%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	6,76%	5,63%	2,15%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	3,50%	3,86%	1,92%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	3,57%	3,93%	1,91%
BNPPF Europe Equity I	Evropa	EUR	2,23%	2,59%	1,87%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	1,84%	2,20%	1,86%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	3,08%	1,99%	1,78%
UBS MSCI Canada I-A	Severní Amerika	USD	n/a	n/a	1,76%
BNPPF Resp. US Multi-Factor Equity I	Spojené státy americké	USD	1,48%	0,40%	1,70%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	3,56%	2,46%	1,34%
Goldman Sachs III Japan Equity (Former NN) I	Japonsko	JPY	4,32%	4,95%	1,34%
CT (LUX) Japan Equities LJ	Japonsko	JPY	n/a	n/a	1,34%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-0,84%	-0,49%	1,31%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-1,03%	-0,68%	1,23%
BNPPF Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	5,74%	6,38%	1,19%
OSTATNÍ					0,28%

Vyvážené portfolio

Hodnota vyváženého portfolia v tomto měsíci vzrostla o 1,96 %. Akciové trhy v USA zahájily letošní rok v kladných číslech. Pomohly tomu zejména očekávání uvolněníjší měnové politiky a celkově pozitivní aktuální výsledková sezóna. Evropské akcie pokračovaly v růstu taženým vyhlídkami na ekonomické oživení, přičemž k nejvýkonnějším patřily opět akcie regionu střední a východní Evropy. Souhrnný akciový index rozvíjejících se trhů zaznamenal nejsilnější měsíční nárůst za několik posledních let. Technologický sektor opět posunul trhy v Jižní Koreji a na Taiwanu výrazně výše. Solidní výkonnost zaznamenaly i akcie Latinské Ameriky. Dluhopisová složka celkově přispěla pozitivní výkonností.

V průběhu ledna jsme v portfoliu zvýšili podíl krátkodobých investic na úkor vysoce úročených korporátních dluhopisů za účelem snížení rizika vyplývajícího z utažených kreditních marží.

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					14,65%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	1,29%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,52%	0,52%	13,36%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					39,04%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	1,04%	1,04%	27,33%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,87%	0,87%	11,71%
Dluhopisové fondy - ostatní					10,01%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	0,60%	-0,47%	3,70%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,91%	0,91%	3,30%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,74%	1,74%	3,01%
Fondy alternativních investic					3,16%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,16%
Akciové fondy					33,20%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	7,09%	7,09%	5,01%
BNPPF US Small Cap I	Spojené státy americké	USD	2,44%	1,35%	1,95%
CT (Lux) UK Equity Income IE	Velká Británie a Severní Irsko	EUR	n/a	n/a	1,53%
Schroder ISF Latin American I	Latinská Amerika	USD	16,32%	15,09%	1,38%
Schroder ISF Emerging Asia	Asie (bez Japonska)	USD	8,25%	7,10%	1,22%
Franklin Gold and Precious Metals Fund I	Globální	USD	10,69%	9,52%	1,21%
FF FAST Global I	Globální	USD	6,24%	5,11%	1,20%
Franklin Mutual U.S. Value Fund I	Spojené státy americké	USD	3,16%	2,07%	1,17%
FF - America Fund I	Spojené státy americké	USD	2,54%	1,45%	1,15%
BNPPF Europe Small Cap I	Evropa	EUR	3,33%	3,69%	1,08%
HSBC GIF Turkey Equity I	Turecko	EUR	16,89%	17,30%	1,05%
BNPPF Asia ex-Japan Equity I	Asie (bez Japonska)	EUR	7,57%	7,95%	0,99%
FF - Emerging Asia Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	7,40%	6,26%	0,98%
Templeton Asian Smaller Companies Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	3,80%	2,70%	0,97%
Allianz China A Opportunities PT10	Čína	USD	4,14%	3,03%	0,93%
Schroder ISF Frontier Markets Equity I	Ostatní rozvíjející se trhy	USD	6,76%	5,63%	0,91%
Jupiter India Select D	Indie	USD	n/a	n/a	0,90%
Allianz Europe Equity Growth WT	Evropa	EUR	2,09%	2,45%	0,89%
Goldman Sachs III Europe Equity I	Evropa	EUR	3,57%	3,93%	0,81%
BNPPF Europe Equity I	Evropa	EUR	2,23%	2,59%	0,79%
Franklin Mutual European Fund I	Evropa	EUR	3,50%	3,86%	0,79%
UBS MSCI Canada I-A	Severní Amerika	USD	n/a	n/a	0,75%
BGF European Equity Income Fund I2	Evropa	EUR	1,84%	2,20%	0,75%
FF - ASEAN Fund I	Asie (bez Japonska)	USD	3,08%	1,99%	0,71%
BNPPF Resp. US Multi-Factor Equity I	Spojené státy americké	USD	1,48%	0,40%	0,68%
LOYS Premium Dividende I dis	Evropa	EUR	-0,84%	-0,49%	0,65%
LOYS Aktien Europa I	Evropa	EUR	-1,03%	-0,68%	0,57%
Goldman Sachs III Japan Equity (Former NN) I	Japonsko	JPY	4,32%	4,95%	0,57%
Amundi Funds US Pioneer Fund I2	Severní Amerika	USD	3,56%	2,46%	0,56%
CT (LUX) Japan Equities LJ	Japonsko	JPY	n/a	n/a	0,54%
BNPPF Japan Small Cap I	Japonsko	JPY	5,74%	6,38%	0,49%
OSTATNÍ					-0,05%

Konzervativní portfolio

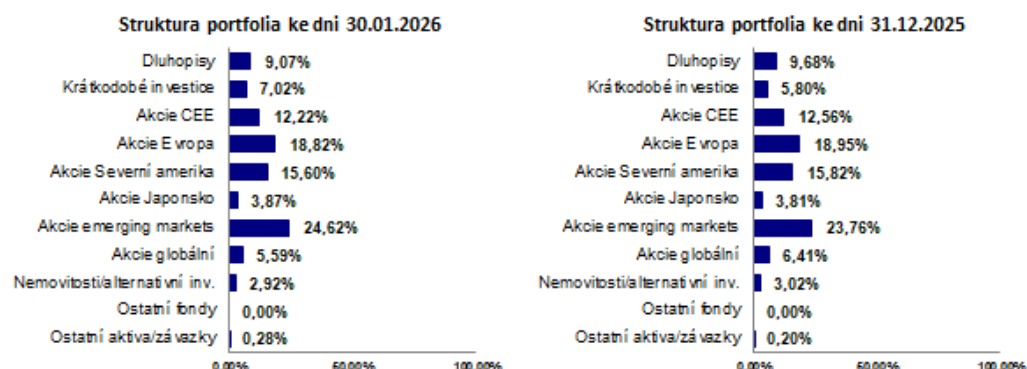
Hodnota portfolia tento měsíc vzrostla o 0,86 %. Výnosy amerických a evropských státních dluhopisů v lednu nezaznamenaly žádné výrazné pohyby. Naopak výnosy českých státních dluhopisů poklesly (ceny dluhopisů vzrostly). Fed, jehož současného předsedu v květnu nahradí prezidentem Trumpem nominovaný Kevin Warsh, na svém lednovém zasedání podle očekávání ponechal úrokové sazby beze změny. Celkově dluhopisové fondy v portfoliu přispěly pozitivní výkonností.

V průběhu ledna jsme v portfoliu zvýšili podíl krátkodobých investic na úkor vysoce úročených korporátních dluhopisů za účelem snížení rizika vyplývajícího z utažených kreditních marží.

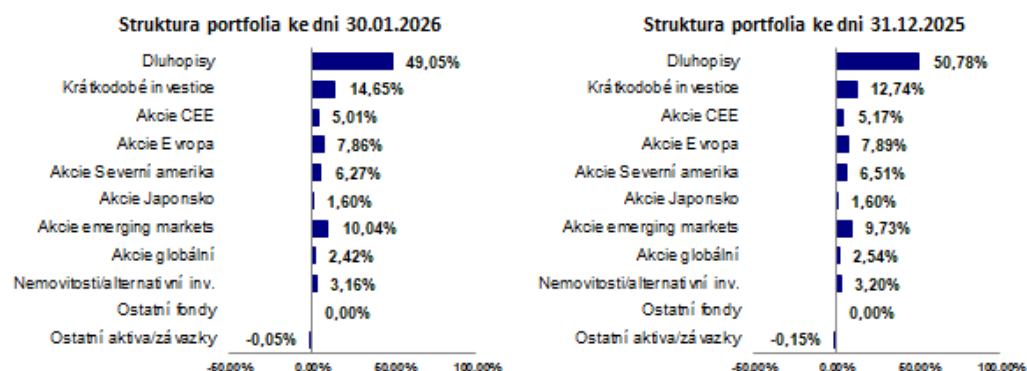
Žádná z cizoměnových pozic nepřesáhla hranici 1,5 mil. Kč, od které zajišťujeme měnové riziko.

Přehled investičních nástrojů obsažených v portfoliu		MTD Výkonnost			
Název fondu	Teritoriální zaměření	Zákl. měna	v z. měně	v měně portfolia	Rozložení portfolia
Krátkodobé investice					24,83%
Peníze a peněžní ekvivalenty		CZK	n/a	n/a	0,78%
Conseq Invest Konzervativní A	Středoevropský region	CZK	0,52%	0,52%	24,05%
Fondy zaměřené na dluhopisy v měně portfolia					59,07%
Conseq Invest Dluhopisový B	Středoevropský region	CZK	1,04%	1,04%	41,36%
Conseq korporátních dluhopisů A	Středoevropský region	CZK	0,87%	0,87%	17,72%
Dluhopisové fondy - ostatní					9,48%
PIMCO GIS Income Fund I	Globální	USD	0,60%	-0,47%	3,46%
Conseq fond vysoce úročených dluhopisů A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	0,91%	0,91%	3,09%
Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy A	Globální rozvíjející se trhy	CZK	1,74%	1,74%	2,93%
Fondy alternativních investic					3,39%
Conseq realitní	Česká republika	CZK	n/a	n/a	3,39%
Akciové fondy					3,26%
Schroder ISF QEP Global Core Fund C	Globální vyspělé trhy	USD	2,42%	1,33%	1,55%
Goldman Sachs III Emerg.Markets Eq. Income I	Globální rozvíjející se trhy	USD	10,70%	9,52%	0,99%
Conseq Invest Akcie Nové Evropy B	Středoevropský region	CZK	7,09%	7,09%	0,49%
FF FAST Global I	Globální	USD	6,24%	5,11%	0,23%
OSTATNÍ					-0,03%

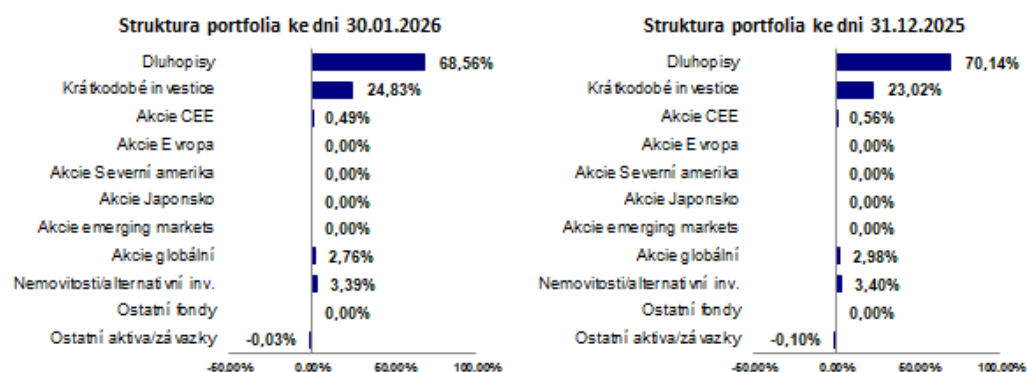
DYNAMICKÉ PORTFOLIO



VYVÁŽENÉ PORTFOLIO



KONZERVATIVNÍ PORTFOLIO



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

České dluhopisy

Lednová inflace sice bude nejspíš nižší, ale jenom díky jednorázovým efektům (zejména přesunutí poplatků za obnovitelné zdroje na stát) resp. volatilním položkám (jídlo, pohonné hmoty). Na rozhodnutí ČNB o sazbách by to tak vliv mít nemělo a vzhledem k trvajícím růstu nominálních mezd a cen služeb dle nás ČNB zůstane letos bez změny. Krátký konec by se tak měnit moc neměl (3-3,5 %), dlouhý bude primárně pod vlivem externího prostředí (český deficit nikoho nezajímá a ani není tak velký, a to ani s novou, fiskálně rozvolněnější vládou) a zůstane mezi 4 a 4,5 %.

Dluhopisové trhy střední a východní Evropy

Inflační obrázek se návratem inflace do tolerančního pásma centrální banky a zpomalením dynamiky jádrové inflace zlepšil. Polská centrální banka tak bude dle nás i letos pokračovat v mírném snižování sazeb. Na krátkém konci se budeme pohybovat mezi 3 % a 3,5 %, na delším výnosy klesnou na 4,5 %.

Měny

U kurzu **eura proti dolaru** jsme viděli, že chaos (tentokrát týkající se Grónska) dokáže dolarem stále pohnout: trh si tedy ještě úplně na prezidenta Trumpa a jeho politiku nezvykla. Jelikož dolar je stále fundamentálně příliš silný a také zranitelný (dvojitý deficit), jelikož vidíme riziko korekce na drahém akciovém trhu, a jelikož je nezávislost centrální banky stále pod tlakem Trumpa, nevidíme prostor pro posílení. Pokud se tedy z těchto úrovní tedy dolar někam pohne, pak na slabší stranu. Fundamentální hodnota je 1,25-1,3.

Česká koruna profituje z faktu, že růst je obстоjný a že ČR má relativně malé makroekonomické nerovnováhy. Koruna tak dle nás zůstane v pásmu 24-24,50 za euro. Vychýlení na slabší stranu by vyžadovalo turbulence na světových trzích.

Polský zlotý dle očekávání zkorigoval z pětiletých maxim na znatelně slabší úroveň. Jelikož dle nás polská centrální banka bude dále ještě snižovat sazby (a tedy brát zlotému úrokovou výhodu), zlotý bude dle nás v dohledné době mezi 4,20 a 4,25. Podobně jako pro korunu či forint je rizikem pro oslabení zlotého případná nervozita na hlavních trzích.

Maďarský forint se stal z úrokového hlediska atraktivní. Maďarská vláda je sice stále problémem, ale centrální banka drží sazby vysoko, což forintu pomáhá. Deficit běžného účtu je jen malý, dle zpráv statistického úřadu se v prvních třech čtvrtletích dobře vedlo i deficitu rozpočtu (deficit jen 1,9 % HDP, meziroční zlepšení o 2 p.b.). V dubnu budou v Maďarsku volby, které by mohla vyhrát opozice. Proti tomu ale jde velmi slabá ekonomická výkonnost (prakticky stagnace v posledních 3 letech). Krátkodobě, do voleb, je možné posílení hnané možností, že vyhraje opozice a znormalizuje vztahy s EU. Dlouhodobě však proti posilování působí absence růstu ekonomiky.

Globální akciové trhy

V následujících měsících očekáváme zvýšenou volatilitu spojenou s příchozími makrodaty, měnovými politikami a zveřejněnými hospodářskými výsledky společností. Stále vidíme zvýšená rizika primárně spojená s administrativou pod americkým prezidentem Trumpem a s tím vytvářenou nejistotou. Americké společnosti již například indikují zvyšování cen produktů v příštím roce a to z důvodu vyprazdňování skladů naplněné za předtarifní ceny. Dalším tématem bude i nadále monetizace a návratnost investic do AI. Zároveň zůstává nečitelná geopolitická situace při probíhající změně dříve nastaveného světového řádu přináší spousty rizik. Celní války v konečném důsledku nejvíce dopadají na samotné USA. Růst nesplacených úvěrů je jedním z důsledků. Pokles korporátních zisků některých společností a možný propad akciového trhu může negativně dopadnout na bohatství Američanů. Proto jsme i na základě dražších hodnotových ukazatelů na některé americké společnosti ve střednědobém horizontu opatrní. Naopak prostor pro další přesun nejen finančního kapitálu do Evropy může táhnout místní akcie výše. Hodnotové ukazatele evropských společností jsou výrazně levnější oproti americkým. Zároveň očekávané snížení byrokracie, revize nastavení energetického trhu, výdaje na obranu a snad revize hodnot povede k zatraktivnění místních akcií. Od druhé poloviny příštího roku ekonomikám a společnostem pomohou letos oznámené vládní balíčky, nejen do infrastruktury a obranného průmyslu.

Nadále jsme ze středně a dlouhodobého hlediska pozitivní na středoevropské akcie, které se obchodují na úrovni přibližně 10násobku očekávaného P/E, což z místního trhu dělá jeden

z nejlevnějších regionů na světě. 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.

David Pham
Portfolio manažer