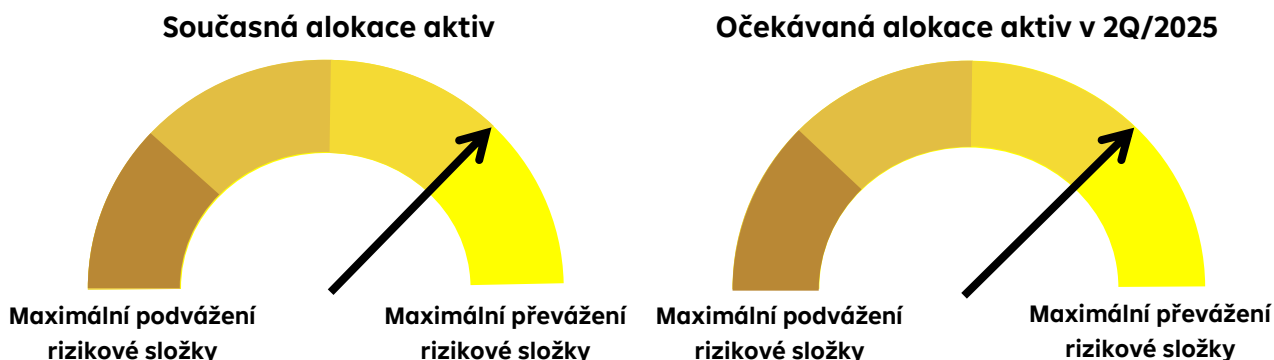




Zdroj: Raiffeisenbank a.s., útvar Asset Management, údaje k 10. 4. 2025

Vážená klientko, vážený kliente,

první čtvrtletí roku 2025 vyznělo pro účastníky finančních trhů odlišně od předpokladů. Na akciových trzích oproti rčení „Amerika na prvním místě“ zaostaly právě americké akcie s poklesem o 5 % (index S&P 500). Světové akciové trhy (index MSCI AC World) poklesly o 1,7 %, akcie rozvíjejících trhů přidaly 2 % (měřeno v USD), evropské akcie rostly o 5 % (v EUR), index pražské burzy zhodnotil dokonce o 19 %. Investice v cizí měně, zejména v USD, pro korunového investora (naopak proti roku 2024) znamenaly ztráty vlivem oslabení dolaru vůči CZK cca o 5 %. Na trhy se vrátily obavy mimo jiné z inflace, z nejasného vývoje sazeb, z nejasného vlivu celních tarifů na světovou ekonomiku. Zvýšilo se riziko recese a zaznává nepopulární slovo stagflace, a dokonce obchodní války. Globální dluhopisy, měřeno Bloomberg globálním agregátním indexem dluhopisů (nezajištěný v USD), vynesly 2,6 %, když část výnosu dodal vliv posílení cizoměnových dluhopisů vůči americkému dolaru. České státní dluhopisy vynesly v prvním čtvrtletí 1,4 %.

Po dvou letech chabého růstu ekonomiky eurozóny nebude ani letošní rok jednoduchý. Ekonomika Německa dva roky za sebou klesala a tento rok výraznější změnu nepřinese. Evropské země jsou v daleko vyšší míře odkázané na výkon svého exportu, proto bude dopad oznámených cel pravděpodobně významně škodlivý. S ohledem na zahraniční vývoj snížil tým makroekonomických analýz RB výhled růstu české ekonomiky v tomto roce z 2,1 % na 1,6 %, přičemž rizika hodnotí směrem k nižšímu růstu. Americké ekonomice se v minulých letech dařilo překonat všechny překážky a rostla o takřka 3 %. S novým rokem ale přichází nová výzva v podobě Donalda Trumpa zpět v Bílém domě. Počáteční euforii začíná střídát strach a obavy z dalšího vývoje. Pojem recese se vrátil do slovníku mnoha analytiků, investorů, ale i běžných spotřebitelů, a to zejména v souvislosti s dopady celní války. Nicméně za celý letošní rok není základním scénářem RB recese, což potvrzuje nejnovější odhad Fedu, který očekává pro letošek růst o 1,7 %.

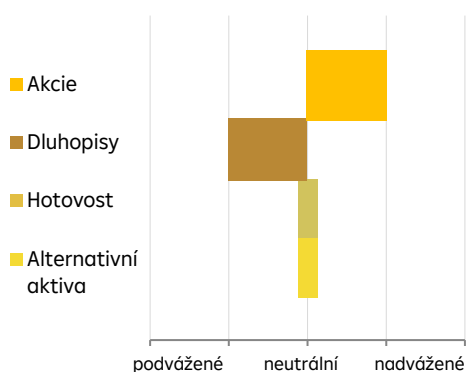
Za aktuální propady trhů je možné vinit politiku prezidenta Donalda Trumpu, který již začátkem března na přímý dotaz nevyloučil recesi v tomto roce a připustil krátkodobé turbulence plynoucí z jeho ekonomické agendy. Prosazení ekonomické agendy nového amerického prezidenta tak bude nějakou dobu trvat a může přinést další turbulence, přičemž nová americká administrativa negativní pohyby trhů i scénář krátkodobé recese prozatím zřejmě toleruje. Dopady celních opatření do inflace a ekonomického růstu jsou obtížnou výzvou také pro předsedu Fedu Jeromea Powella, pro kterého bude velmi obtížné balancovat rizika inflace a recese do změn úrokových sazeb. Na druhou stranu je třeba připomenout, že cla byla již delší dobu avizována, mnoho firem již zahájilo přípravu na jejich zavedení, a to například přesunem výroby do USA či širší diverzifikací svých odbytišť. Současná reakce trhů je velmi emocionální, po uklidnění situace mohou nastat velmi silné protipohyby zejména, pokud prezident Trump znovu změní či upraví svoje postoje.

Ve spravovaných portfoliích udržujeme nadváženou váhu akcií s regionálním přibližně vyváženým zastoupením jednotlivých trhů podle tržní kapitalizace. Výnosy vybraných dluhopisů jsou stále solidní a jejich alokace v portfoliích rozkládá riziko možné korekce trhů akciových. Diverzifikace portfolia je klíčová pro navigaci v aktuálně nejistém prostředí, přičemž akciové trhy a soukromá aktiva (private equity a debt) mohou nabídnout příležitosti pro solidní výnosy ve střednědobém až dlouhodobém horizontu. Spravovaná portfolia jsou široce diverzifikovaná, pokles akcií bývá vyrovnáván růstem cen dluhopisů. V portfoliích máme zastoupené kvalitní instrumenty od nejlepších světových firem, jejichž obchodní modely prošly mnoha zatěžkávacími zkouškami i v předchozích poklesech.

Při správě portfolií jsme obezřetní a dodržujeme zásady optimálního portfolia a diverzifikace. Jsme přesvědčeni, že pečlivý výběr investičních instrumentů a dlouhodobě prověřená investiční strategie nám pomáhá čelit poklesům trhů a zajistit stabilitu a dlouhodobý růst portfolií našich klientů. Děkujeme, že jste s námi a těšíme se na další spolupráci!

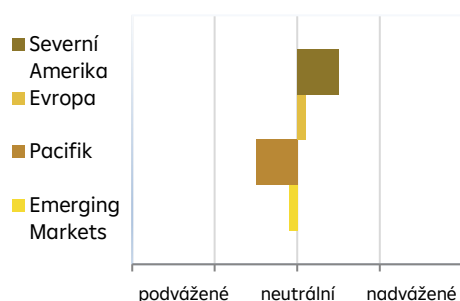
Miroslav Paděra, CFA, Head of Asset Management

Taktická alokace aktiv – třídy aktiv



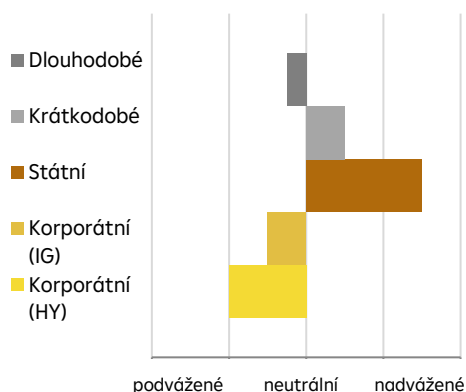
Poměr rizikových a bezrizikových instrumentů jsme v posledním období neměnili. Změny probíhaly jen na úrovni regionů a sektorů. Překvapivě razantní zahájení celní války má v tuto chvíli největší dopad na riziková aktiva a dokonce na trh bezpečných vládních dluhopisů USA. Korunové státní dluhopisy v prvním čtvrtletí performovaly velmi pěkně, což pomohlo diverzifikovaným portfoliím. Také evropské akciové tituly, především v souvislosti s plánovanou mohutnou německou fiskální expanzí, vykazovaly v prvním čtvrtletí slušné výsledky. Předpoklad je, že počáteční šok z vysokých cel odezní a také dojde ke korekcím v avizované celní politice. Akcie a akciové fondy by pak opět měly, tak jako vždy v minulosti, dlouhodobě vynášet více než bezrizikové investice.

Taktická alokace aktiv – akciové regiony



V alokaci aktiv jsme udělali menší změny, když jsme nově zvýšili alokaci v regionu Evropy a ponížili jsme mírně váhu v Severní Americe. Tento krok jsme udělali z důvodů zrušení dluhové brzdy v Německu a nových možných investic do oblasti infrastruktury a obraného průmyslu v EU. Na rozvíjejících se trzích jsme prakticky v neutrální pozici a jsme podváženi v Pacifiku a Japonsku, které může znevýhodnit silný jen. Nyní naše expozice do amerických akciových trhů reprezentuje přibližně 66 % rizikové části portfolií. Na evropských akciových trzích držíme zastoupení cca 15 %. V Pacifiku včetně Japonska máme 6 % a v rozvíjejících se trzích držíme přibližně 13 %. Sektorové rozložení jsme neměnili.

Taktická alokace aktiv – dluhopisy

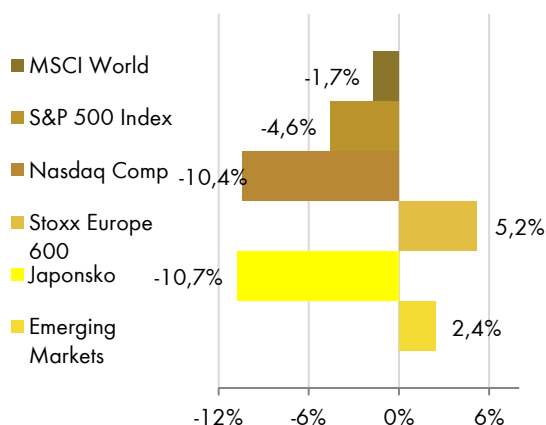


Sazby FEDu zůstaly v prvním čtvrtletí nezměněny (pásmo 4,25-4,50 %). Výhledy na budoucí pohyby se ale nyní mění velmi dramaticky. Ještě nedávno byl předpoklad, že období snižování sazeb se blíží ke konci. Nyní se v souvislosti s celní válkou a obavami z recese spekuluje dokonce o rychlém snížení dokonce o jedno procento v letošním roce. Prudké změně ve výhledech vedly k významnému růstu US Treasuries (index Bloomberg U.S. Treasury: 3-5 Y vzrostl v prvním čtvrtletí o 2,7 %). V eurozóně došlo k opačnému pohybu v očekáváních. Plánuje se obří německá fiskální expanze a díky tomu skokově vzrostly výnosy evropských dluhopisů. ČNB je se snižováním sazeb opatrná. Analytici RB očekávají pouze jedno snížení sazeb v květnu a následnou dlouhou úrokovou stabilitu.

V obhospodařovaných portfoliích udržujeme duraci blízkou benchmarku. Portfolia doplňujeme také dluhopisy s pohyblivým kupónem, kde těžíme z ještě poměrně vysokých aktuálních kupónů. Stále přetrvává nedostatek kvalitních korporátních dluhopisů v CZK. K segmentu HY dluhopisů přistupujeme opatrně.

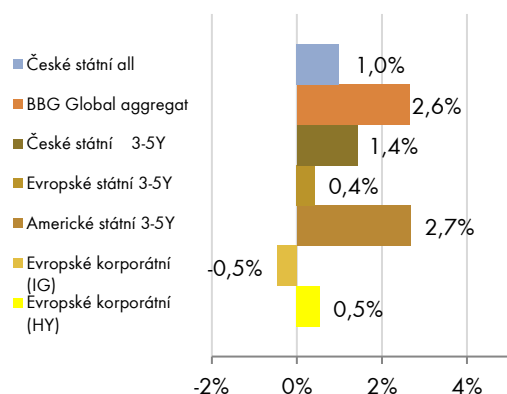
Zdroj dat v grafech: Raiffeisenbank a.s., útvar Asset Management, údaje k 10. 4. 2025

Ekonomická situace a vývoj na trzích v 1Q/2025



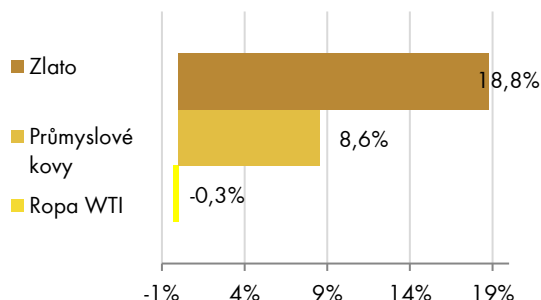
Akcie

První kvartál letošního roku se na akciových trzích nesl na vlně pesimismu. Index světových akcií MSCI World oslabil o 1,7 %. Relativně špatně si vedly americké akcie. Americký technologický index NASDAQ oslabil o 10,4 %. Index S&P 500 oslabil o 4,6 %. Naopak relativně dobře si vedly evropské akcie. Index Stoxx Europe 600 posílil o 5,2 %. Rovněž index rozvíjejících se trhů připsal 2,4 %. Investoři přesouvali část svých investic z USA, jelikož valuace v USA byly již relativně vysoké. Evropské akciové trhy těžily z očekávaných investic, který má směřovat především do infrastruktury a obranného průmyslu.



Dluhopisy

V úvodu roku, si téměř všechny významné trhy státních dluhopisů připsaly pozitivní zhodnocení. Index českých státních dluhopisů se splatností 3-5 let posílil o 1,4 %. Index amerických státních dluhopisů s totožnou splatností posiloval o 2,7 %. Evropské státní dluhopisy posílily o 0,4 %. Index evropských rizikových dluhopisů (High Yield) přidal 0,5 %. Relativně hůře si vedly evropské firemní dluhopisy (Investment Grade), které oslabily o 0,5 %, primárně vlivem delší durace než jaká je u dluhopisů s vysokým výnosem.



Komodity

Zlato coby pomyslný bezpečný přístav posílilo o solidních 18,8 %. Rovněž průmyslové kovy přidávaly 8,6 %. Cena ropy mezikvartálně nezaznamenala výraznou změnu, když oslabila o 0,3 %. Nyní však ropa výrazněji klesá z důvodů obav z recese a negativního rozhodnutí na úrovni členů OPEC+ zvýšit těžbu více, než se čekalo.

	31/12/24	31/03/25
EUR/CZK	25,20	24,95
USD/CZK	24,34	23,07
EUR/USD	1,0354	1,0816

Měny

Dolar oslabil jak vůči koruně, tak vůči euru. Vůči koruně odepsal 5,2 %. Dolar oslabil vůči euru o 4,7 %. Trhy tak negativně reagují na kroky nového amerického prezidenta. Koruna vůči euru posílila o 1,0 %.

Zdroj dat v grafech: Bloomberg. Výkonnost jednotlivých aktiv je měřena v primární měně daného instrumentu od 31. 12. 2024 do 31. 3. 2025. Procentuální hodnoty jsou zaokrouhleny na jedno desetinné místo. Tabulka měn zobrazuje kurzy k popisovanému datu.

Výhled na další období

Již v prvním čtvrtletí tohoto roku kapitálové trhy zasáhla možná obchodní válka mezi USA a zbytkem světa, která se plně rozhořela 2. dubna po oznámení nečekaně vysokých celních tarifů pro dovoz do USA. Index Nasdaq a později i S&P 500 se začátkem dubna dostaly do medvědího trhu. Na druhou stranu dluhopisové trhy v prvním čtvrtletí letošního roku posilovaly. Jak se budou vyvíjet kapitálové trhy v následujících měsících?

V hledáčku investorů, ale i politiků jsou především cla (obchodní válka) mezi USA a zbytkem světa, která spustila letošní silný propad na akciových trzích. Americký prezident Trump ve středu večer 2. 4. vyhlásil tzv. reciproční cla prakticky na všechny státy světa, která byla mnohem vyšší a rozsáhlejší než očekávání trhu. Pro nadcházející období bude především důležité, zda se politikům alespoň některá cla na EU, Čínu nebo i jiné země podaří vyjednáváním snížit nebo i zrušit. Podle posledních zpráv prezident Trump odložil platnost navýšených cel (v platnosti zůstává základní 10% sazba) na všechny státy mimo Čínu o 90 dnů, což pomohlo finančním trhům 9. 4. (popřípadě 10.4, neboť evropské trhy byly již 9. 4. zavřeny). Také EU odložila plánovaná odvetná opatření na cla o 90 dnů, aby byl čas na vyjednávání s USA ohledně snížení cel.

Nadcházející firemní výsledková sezóna za první čtvrtletí tohoto roku a výhled jednotlivých firem na další období by paniku na akciových trzích mohla zmírnit. Pro první čtvrtletí letošního roku se očekává, že agregovaný zisk firem z indexu S&P 500 vzroste o 7,0 % r/r a tržeb o 4,2 % r/r. Pro celý letošní rok se prozatím očekává agregovaný růst zisků firem z indexu S&P 500 o 11,3 % a tržeb o 5,4 % (zdroj: FactSet, 4. 4. 2025). Banky (např. JPM, GS, WFC, Citi) budou mezi prvními korporacemi, které začnou své hospodářské výsledky zveřejňovat. Nicméně v kontextu nově zavedených cel lze předpokládat, že analytici i jednotlivé firmy budou své odhady růstu firemních zisků na letošní rok snižovat, což se promítne i do odhadovaného agregovaného růstu zisku pro index S&P 500.

FED bude zasedat 7. května a trh prozatím očekává (zdroj: Bloomberg), že v květnu spíše FED sazbu ponechá na 4,50 %, i když nové zavedení cel může toto očekávání ještě změnit. Očekává se, že FED bude v průběhu roku základní sazbu postupně snižovat. Příští zasedání ECB je naplánováno na 17. dubna. Trh očekává, že ECB sníží svoji depozitní sazbu, která je nyní nastavena na 2,5 % na 2,25 % (zdroj: Bloomberg). ČNB zatím drží repo sazbu na 3,75 %. Další zasedání ČNB je naplánované na 7. května. Očekává se, že během letošního roku ČNB sníží sazbu na 3,5 % (zdroj: RB).

Výnos desetiletého státního dluhopisu „USA treasury“ začátkem dubna poklesnul až pod 3,9 % p. a., aby se o pár dní později dostal přes 4,4 % p. a. Výnos koncem března a začátkem dubna mírně poklesnul, jak se investoři přesouvali z akcií do dluhopisů. Ale i na dluhopisovém trhu panuje značná nervozita a výnosy jsou rozkolísané.

Do dalších dní očekáváme, že zvýšená volatilita (rozkolísanost) na akciových trzích bude pokračovat, dokud se nevyjasní případná možnost snížení cel vyjednáváním s americkou administrativou a ostatním světem (EU, Čína atd). Pokud se nepodaří vyjednat snížení cel, bude se zvyšovat pravděpodobnost globální recese nebo i stagflace. Také hospodářské výsledky a výhledy jednotlivých firem na další období může investorům napovědět, jakým směrem se akciové trhy vydají. Válka na Ukrajině a další geopolitické faktory (např. Blízký východ) včetně strachu z návratu vyšší inflace (zavedení stálých cel) zůstávají mezi hlavními riziky pro kapitálové trhy.

Výhled Raiffeisenbank a.s., útvaru Asset Management, na jednotlivé třídy aktiv v 2Q/2025:

AKCIE	DLUHOPISY	HOTOVOST	ALTERNATIVY
USA	Dluhopisy < 3Y	Cash, Termínované vklady, Spořicí účty	Energie, ropa
Technologie, Finance, Industrials, Materials, segment dividendových akcií	Dluhopisy > 3Y		Nemovitosti
	Kredit		

LEGENDA:

POZITIVNÍ OČEKÁVÁNÍ

NEUTRÁLNÍ OČEKÁVÁNÍ

NEGATIVNÍ OČEKÁVÁNÍ

Upozornění

Všechny názory, informace a jakékoliv ostatní údaje obsažené v tomto dokumentu jsou pouze informativní, nezávazné a představují názor Raiffeisenbank a.s. („RB“). Informace a údaje související s vývojem na kapitálových trzích uvedené v souvislosti s poskytováním služby obhospodařování majetku klienta (tj. asset management) v tomto dokumentu vycházejí z veřejně dostupných zdrojů a z informací či údajů zveřejněnými informačními agenturami typu Reuters, Bloomberg, FactSet apod. Tento dokument nepředstavuje nabídku nákupu nebo prodeje jakéhokoli finančního aktiva nebo jiného finančního instrumentu. Před učiněním jakéhokoli investičního rozhodnutí je na zodpovědnosti každého investora obstarat si podrobné informace o zamýšlené investici nebo obchodu. RB nenese žádnou odpovědnost za jakékoliv škody nebo ušlý zisk způsobené jakýmkoliv třetím osobám použitím informací a údajů obsažených v tomto dokumentu. RB upozorňuje, že poskytování investiční služby obhospodařování majetku klienta (tj. asset management) je spojeno s řadou rizikových faktorů, které mohou mít vliv na výnosnost nebo ztrátovost investice. Investice nejsou bankovním vkladem a nejsou pojištěny v rámci fondu pojištění vkladů. Čím vyšší je očekávaný výnos, tím vyšší je potenciální riziko. Doba trvání investice ovlivňuje míru rizika. Výnos rovněž kolísá vzhledem k výkyvům měnových kurzů. Hodnota investované částky a výnos z ní mohou stoupat i klesat, přičemž není zaručena návratnost původně investované částky. Minulá ani očekávaná výkonnost nezaručuje výkonnost budoucí. Vzhledem k nepředvídatelným výkyvům a událostem na finančních trzích a riziku investičních nástrojů nemusí být zajištěno dosažení stanoveného investičního cíle klienta. Od výnosů z investic musí být odečtena odměna a náklady RB sjednané ve smluvní dokumentaci, případně odměna a poplatky uvedené v sazebníku odměn a poplatků RB. Zdanění majetku klienta vždy závisí na osobních poměrech klienta a může se měnit. RB neposkytuje daňové poradenství, a proto odpovědnost spojená s daňovými důsledky investic zůstává plně na klientovi. Nabídka investiční služby nesmí být předložena klientovi, který je definován jako US person.

Informace o Raiffeisenbank a.s.

Dokument vyhotovila Raiffeisenbank a.s., se sídlem Hvězdova 1716/2b, Praha 4, IČO: 49240901, zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 2051. Dohledovým orgánem nad Raiffeisenbank a.s. je Česká národní banka.

Informace jsou publikovány k datu 10. 4. 2025. Tyto informace se mohou v budoucnu měnit a RB není povinná informovat příjemce dokumentu o změnách.

Odpovědná osoba: Miroslav Paděra, Head of Asset Management.