



AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	1,79 %	USA	1,91 %	USD/EUR	-1,35 %	Ropa Brent	3,57 %
Evropa – DJ Stoxx 600	1,69 %	Evropa	1,82 %	CZK/USD	2,12 %	Zemní plyn	-5,33 %
Japonsko – Nikkei 225	-0,84 %	ČR	0,68 %	CZK/EUR	0,73 %	Sil. elektřina	-3,64 %
MSCI Emer. Mark.	0,68 %	Polsko	0,60 %	PLN/EUR	0,04 %	Zlato	-1,76 %
ČR – PX	0,25 %	Maďarsko	1,38 %	HUF/EUR	1,68 %	Stříbro	-2,75 %
Polsko – WIG30	-0,39 %	Turecko*	-11,90 %	TRY/EUR	3,26 %	Měď	-0,64 %
Maďarsko – BUX	3,35 %	* BofA Merrill Lynch index					

BŘEZEN V KOSTCE

KLÍČOVÉ UDÁLOSTI VE SVĚTĚ

- Americká centrální banka Fed zasedala 19.–20. března. V souladu s očekáváním investorů byla základní úroková sazba, Fed funds rate, jednomyslně ponechána ve stávajícím pásmu 2,25–2,50 %. Předseda Fedu Jerome Powell prohlásil, že úrokové sazby mohou zůstat na stávající úrovni ještě nějakou dobu, s tím, že globální rizika – obchodní spory, zpomalování ekonomického růstu v Číně a Evropě, brexit – negativně dopadají na výhled americké ekonomiky a inflace zůstává umírněná. Silně holubičí bylo snížení prognózy Fedu na vývoj úrokových sazeb, když z původně očekávaných dvou zvýšení v tomto roce byla prognóza snížena směrem dolů k žádnému zvýšení úrokových sazeb. Američtí centrální bankéři také rozhodli, že od května zmenší tempo snižování rozvahy z 30 na 15 mld. dolarů měsíčně s tím, že od září budou rozvahu udržovat stabilní. Fed tak dokončil holubičí otočku směrem od politiky utahování měnových kohoutů. Finanční trhy potvrdily holubičí vyznění celého zasedání, když se zvedla, byť stále relativně nízká, pravděpodobnost snížení úrokových sazeb ještě v průběhu letošního roku, a došlo k poklesu výnosu desetiletého amerického vládního dluhopisu na nejnižší úroveň za více než rok.
- 28. března zasedala Česká národní banka a v souladu s očekáváním investorů ponechala svou základní úrokovou sazbu, dvoutýdenní reposazbu na 1,75 %. Ačkoliv by vyšší inflace a neposilující koruna hovořily ve prospěch zvýšení úrokových sazeb, v rozhodování ČNB, stejně jako na únorovém zasedání, převážila externí rizika v čele s nedořešenými obchodními spory mezi USA a Čínou, brexitem, anemickým ekonomickým růstem eurozóny v čele s Německem a koneckonců také slábnoucí dynamika českého průmyslu dle indexu nákupních manažerů PMI. I na následné tiskové konferenci s guvernérem Jiřím Rusnokem zaznělo, že další růst sazeb ČNB se bude odvíjet právě od vývoje v zahraničí. Pokud se globální sentiment alespoň trochu zlepší, mohla by ČNB v letošním roce sazby ještě dvakrát zvýšit.
- Celkový obrázek se na finančních trzích v průběhu března ve srovnání s únorem příliš nezměnil. Nová makroekonomická data byla opět vesměs slabší, než analytici očekávali. Nicméně rizikovým aktivům v čele s akciemi se opět s minimální volatilitou dařilo obstojně a globální akciový index připsal zisk rovné 1 %.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

- Pokračování mírně příznivého sentimentu na trzích rizikových aktiv se opět projevilo v posílení dolaru. Dolarový index DXY, jenž měří výkonnost dolaru vůči koši hlavních světových měn, posílil o 1,2 %. Vůči euru dolar posílil o 1,4 % na úroveň 1,122 dolaru za euro.
- Koruna oslabil vůči euru o 0,7 % na úroveň 25,80 CZK/EUR a vůči dolaru výrazněji o 2,1 % na úroveň 22,97 CZK/USD.
- Globální akciové trhy pokračovaly v mírném růstu, index MSCI All Country World posílil o 1,0 %. Z regionálního pohledu se dařilo jak akciovým trhům rozvinutých zemí (MSCI World +1,0 %), tak i akciovým trhům rozvíjejících se zemí (MSCI Emerging Markets +0,7 %).
- Z konkrétních zemí se nejvíce dařilo akciím v Indii (Sensex +7,8 %), Číně (CSI 300 +5,5 %) a Rumunsku (BET +4,8 %). Naopak ztrátu zaznamenaly akcie v Turecku (BIST 100 -10,3 %) a Latinské Americe (MSCI Latin America -2,7 %).
- Index pražské burzy PX připsal nepatrný zisk 0,3 % a měsíc zakončil na úrovni 1 074 bodů.
- České vládní dluhopisy mírně posílily, když dle indexu českých státních dluhopisů Bloomberg Barclays v průměru zhodnotily o 0,7 %. Výnosy do doby splatnosti státního dluhopisu s krátkou, dvouletou splatností i dlouhou, desetiletou splatností shodně nepatrně poklesly o 0,05 % na úroveň 1,82 %, resp. 1,92 %. Česká výnosová křivka je tak i nadále zcela plochá.

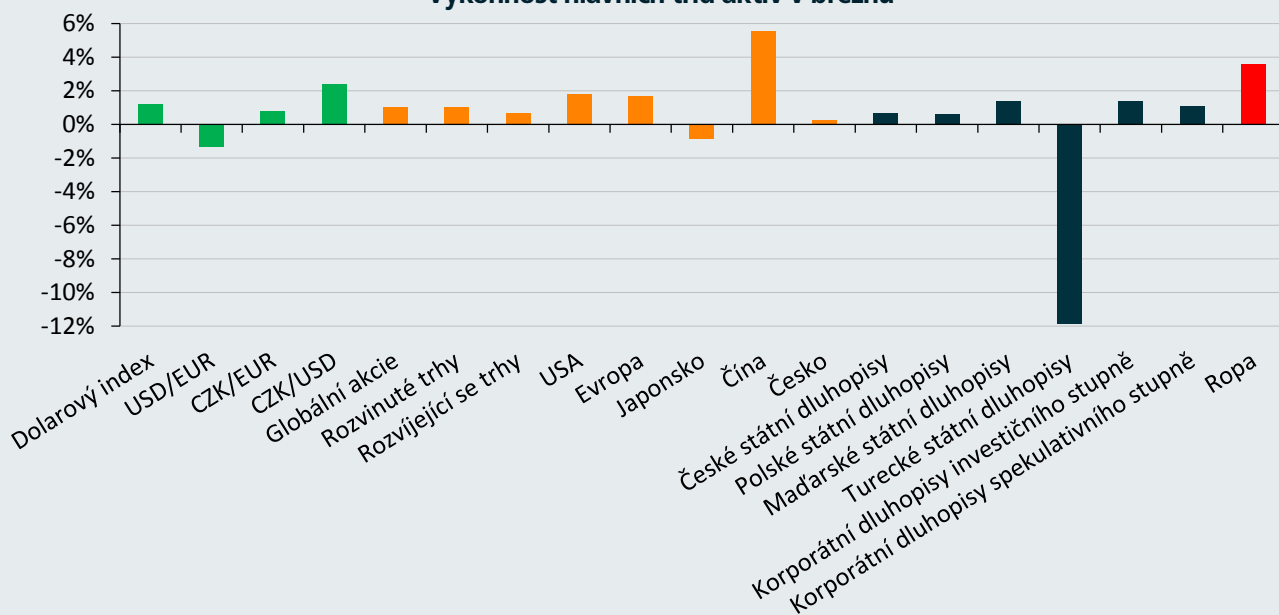


BŘEZEN V KOSTCE

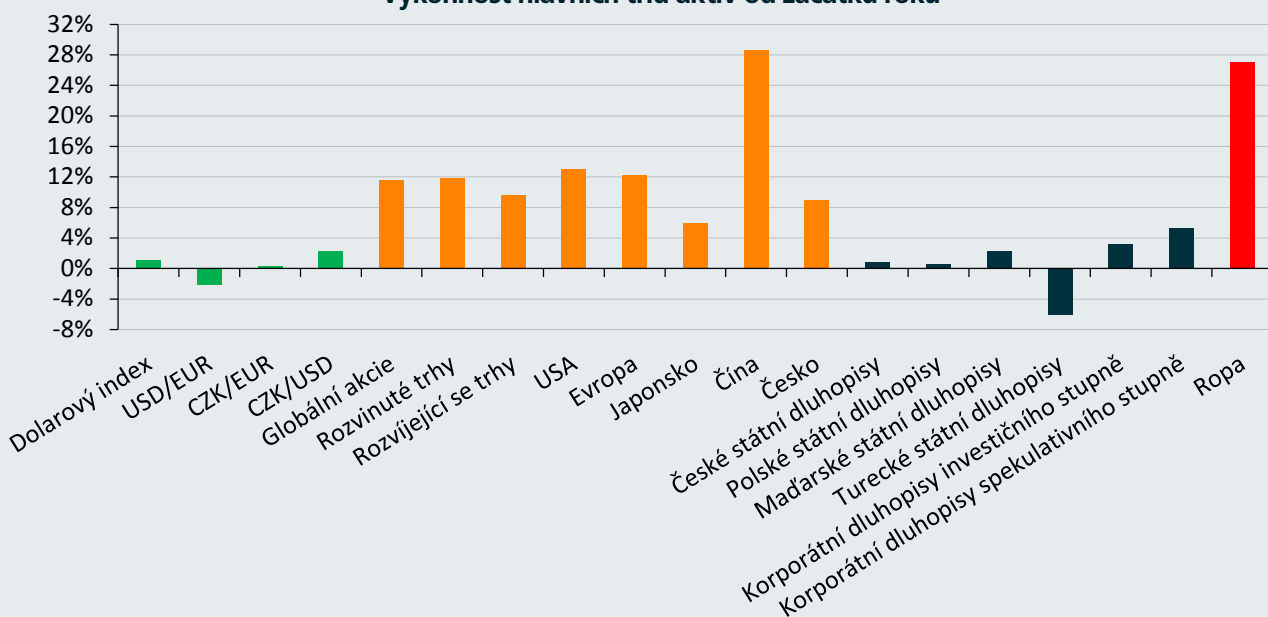
VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

- Polské vládní dluhopisy připsaly zisk 0,6 % a maďarské vládní dluhopisy hodnotily o 1,4 %. Naopak se výrazně nedařilo tureckým vládním dluhopisům v souvislosti s obavami kvůli municipálním volbám, když odepsaly 11,8 %. Výnosy tureckých vládních dluhopisů se ve výsledku zvýšily o 2,5–3,0 %.
- Korporátní dluhopisy pokračovaly ve velmi dobré výkonnosti. Eurový index korporátních dluhopisů investičního stupně posílil o 1,4 % a eurový index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně (high-yield) o 1,1 %.
- Cena ropy Brent pokračovala v růstu, tentokrát o 3,6 % na úroveň 68 dolarů za barel.

Výkonnost hlavních tříd aktiv v březnu



Výkonnost hlavních tříd aktiv od začátku roku





BŘEZEN V KOSTCE

CO JSME DĚLALI V NAŠICH INVESTIČNÍCH PORTFOLIÍCH?

- V rámci asset alokace investičních portfolií jsme v průběhu března žádné významné investiční akce neprováděli. Celkově máme v rámci asset alokace investičních portfolií vůči srovnávacím indexům (benchmarkům) i nadále neutrální váhu v akciích, podvážení v dluhopisech a naopak nadvážení v alternativních investicích a hotovosti.
- U českých vládních dluhopisů i nadále udržujeme defenzivní nastavení u úrokového rizika prostřednictvím podvážené durace.

	akcie	dluhopisy	alternativy	hotovost
ASSET ALOKACE	=	-	+	+
	neutrál	podvážení	nadvážení	nadvážení

JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

- Naše očekávání pro zbytek roku 2019 jsou v rámci našeho základního scénáře očekávaného budoucího vývoje opatrně pozitivní.
- Světová ekonomika dosáhla v rámci aktuálního hospodářského cyklu vrcholu na konci roku 2017. Od začátku roku 2018 mírně zpomaluje a toto postupné ochlazování růstu aktuálně pokračuje, když bylo v průběhu března potvrzeno novými makroekonomickými daty napříč klíčovými ekonomikami, snad jen s výjimkou USA. Je tak velice pravděpodobné, že mírné zpomalování bude v příštím období dále pokračovat.
- Aktuální konsenzus společnosti FocusEconomics přitom odhaduje růst světové ekonomiky za celý rok 2019 na úrovni solidních 2,9%, byť se tento odhad v průběhu času posouvá mírně dolů. V každém případě ale platí, že globální hospodářskou recesi momentálně ekonomický konsenzus rozhodně neočekává. Hlavními tahouny globálního růstu budou i nadále rozvíjející se ekonomiky v Asii v čele s Čínou a Indií.
- Inflační vývoj pro globální finanční trhy stále nepředstavuje žádný problém. Ve vyspělých zemích by se měla inflace i v letošním roce pohybovat kolem 2 % inflačních cílů centrálních bank.
- Co se týče klíčových centrálních bank, Evropská centrální banka a v březnu opětovně také americký Fed uznaly realitu slabšího růstu a výrazných rizik. Fed si nyní bude dávat ve zvyšování úrokových sazeb pauzu a ECB pravděpodobně nebude zvedat sazby dříve než v roce 2020. Japonská centrální banka bude i nadále udržovat nulové sazby a nákupy vládních dluhopisů po ještě velice dlouhou dobu, neboť míra inflace se v Japonsku stále pohybuje velice hluboko pod 2% inflačním cílem.
- Co se globálního akciového výhledu týče, domníváme se, že po silném růstu ze začátku roku je prostor pro další výrazný růst do značné míry omezen. V následujících měsících proto očekáváme tržní konsolidaci kolem stávajících úrovní, případně menší korekci. Tento názor podporují tři fundamentální faktory. Zaprvé, makroekonomický obrázek se proti konci loňského roku, kdy trhy prošly rapidními poklesy, vůbec nezměnil. Světová ekonomika dále mírně zpomaluje a patrné je to zejména v eurozóně a Číně. Zadruhé, z historického srovnání jsou valuace jako P/E, P/B či P/S přibližně na úrovních historických průměrů, což značí neutrální, resp. férové akciové ocenění. Akcie tak nejsou ani vyloženě levné, ani vyloženě drahé. A zatřetí, globální dynamika korporátních zisků prudce zpomaluje. Zatímco v druhé polovině loňského roku se pohybovala enormně vysoko, kolem 25 % meziročně, dle aktuálních dat dynamika zpomalila k 11 % a zpomalovat bude velice pravděpodobně i nadále. Celkově proto máme na globální akcie neutrální názor.
- Z hlediska regionální akciové alokace stále silně preferujeme rozvíjející se trhy (emerging markets) oproti trhům rozvinutým (developed markets), zejména na základě 1) příznivějších valuací, 2) výrazně vyšší dynamiky HDP, 3) vyššího očekávaného tempa růstu korporátních zisků a 4) výrazně horší výkonnosti za poslední rok, když rozdíl činí 12 % ve prospěch rozvinutých trhů.
- Na trh českých státních dluhopisů máme i nadále poměrně opatrný výhled, neboť výnosy do doby splatnosti jsou z historického srovnání stále poměrně hodně nízké, byť již o poznání výše oproti historickým minimům dosaženým před dvěma lety. Pozitivním faktorem, který bereme také v úvahu, je velmi vysoký rozdíl mezi výnosy českých a německých státních dluhopisů. Tento faktor hovoří ve prospěch českých bondů.
- Co se týče korporátních dluhopisů investičního i neinvestičního stupně, domníváme se, že po výrazném cenovém růstu z let předcházejících roku 2018 již pravděpodobně mají to nejlepší za sebou, a to i přes mírný pokles v loňském roce. Klíčový indikátor atraktivity korporátních dluhopisů, kreditní marže, se totiž, přes určitý růst v loňském roce stále pohybují poměrně blízko historických minim.
- V každém případě musíme i nadále počítat se zvýšenou krátkodobou volatilitou neboli kolísavostí tržních cen všech rizikových aktiv v čele s akciemi.
- Mezi aktuální klíčová rizika našeho opatrně pozitivního základního scénáře očekávaného vývoje globálních finančních trhů patří 1) rychlejší než aktuálně očekávané postupné zpomalování globální ekonomiky v čele s Čínou, 2) zásadní vyostření situace v mezinárodním obchodě ve vztahu mezi USA a Čínou, případně EU, 3) rychlejší než aktuálně očekávané zpomalování čínské ekonomiky, 4) brexit, 5) vývoj v Itálii – prohloubení ekonomické recese, vývoj státního rozpočtu a korespondující dynamiky státní zadluženosti.



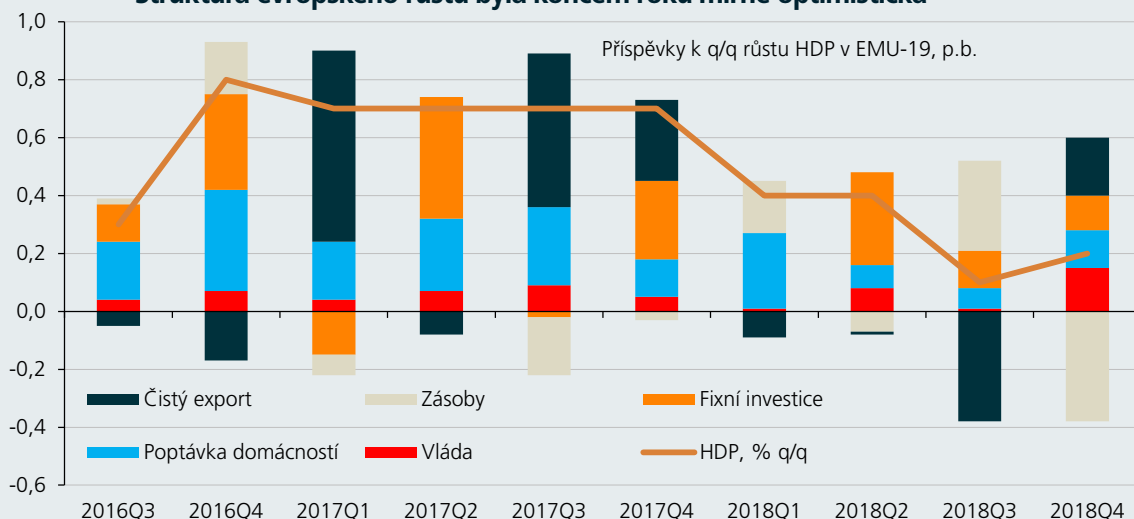
HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Evropská měnová unie ani v prvním čtvrtletí 2019 růstově moc oproti slabému druhému pololetí minulého roku nepřidala. Inflace se nikam nehýbe, ECB už přiznává, že se mýlila.

Finální růstová data za konec roku 2018 nedoznala oproti předchozím odhadům žádných změn – růst EMU v posledním čtvrtletí dosáhl pouze slabých 0,2 % q/q. To bylo sice oproti 3Q18 zlepšení, ale jen nejmenší možné (o 0,1 p. b.), a v každém případě to byl růst výrazně pomalejší než kvartální růstová tempa viděná v roce 2017 (která přesahovala 0,5 % q/q). Struktura růstu však byla mírně optimistická. Zaprvé, čisté exporty se poprvé od konce roku 2017 staly čistým pozitivním přispěvatelem k celkovému růstu. Zadruhé, příspěvky všech hlavních složek domácí poptávky ke kvartálnímu růstu byly pozitivní: spotřeba domácností přidala 0,13 p. b., fixní investice 0,12 p. b., příspěvek vlády ve výši 0,15 p. b. byl dokonce nejvyšší od 1. čtvrtletí 2016. Zatřetí, negativní efekt poklesu zásob vytváří prostor pro opačný efekt v dalších kvartálech, tedy, pokud byl pokles zásob koncem roku způsoben tím, že firmy špatně odhadly skutečnou poptávku a ta, protože byla vyšší než aktuální produkce, musela být pokryta ze zásob.

Struktura evropského růstu byla koncem roku mírně optimistická



Zdroj: Eurostat

Že tomu tak mohlo skutečně být, lze vidět v **datech o lednovém průmyslu**. Průmyslová produkce totiž v eurozóně zaznamenala silný růst o 1,4 % m/m, který přišel po poklesech v předchozích měsících. Shora popsané naděje vzbuzené strukturálními daty o HDP z konce minulého roku ale kazí fakt, že během celého prvního čtvrtletí se zhoršoval výhled průmyslu měřený indexem nákupních manažerů (PMI). Ten v březnu dále poklesl z beztak slabé (a kontrakční indikující) únorové hodnoty 49,3, a to až na šestileté minimum 47,6. Bylo to zejména v důsledku slabých exportních objednávek: celkové exportní objednávky (včetně objednávek v rámci EU) poklesly nejníže od srpna 2012.

Sektor služeb se nadále drží, ale i tak jeho PMI zůstal v březnu 2019 jen marginálně nad lokálním dnem z konce minulého roku. Zhoršení oproti únoru bylo opět v důsledku vývoje ve Francii, kde se opět rozhořely protesty hnutí žlutých vest – francouzský PMI ve službách tak poklesl z únorových 50,2 na 48,7 v březnu. I v sektoru služeb, stejně jako ve zpracovatelském průmyslu, poklesly objednávky, a to nejvíce od září 2014. V obou sektorech zůstává nálada velmi pesimistická, což není dobré znamení zejména pro budoucí investice: ve službách je pesimismus nejhorší od konce 2014, v průmyslu od konce 2012.

Jediným pozitivním měkkým indikátorem byla v březnu, podobně jako v předcházejících měsících, spotřebitelská důvěra. Březnová hodnota byla shodná s tou únorovou, nicméně hlavně byla nadále zřetelně nad dlouhodobým průměrem. Spotřebitelská důvěra však dle nás není dobrým předstihovým indikátorem, pokud vůbec předstihovým indikátorem je.

Z dalších měsíčních dat zveřejněných v březnu nepřekvapilo nic. **Maloobchodní tržby** přidaly v únoru 2019 pouze 2,8 % r/r, průměrné tempo růstu v posledních 3 měsících tak bylo jen 1,8 %. To zdaleka není na úrovních, které by měly způsobit inflaci. Není proto překvapení, že celková inflace se dle prvních dat v březnu opět nahoru nehnila, právě naopak. **Celková inflace** dosáhla 1,4 %, což bylo stejné jako v lednu, ale u jádrové složky inflace jsme viděli pokles na 0,8 %, tj. nejníže od dubna 2018. A stále to nevypadá, že by se inflační vývoj měl rychle otočit směrem k cíli ECB („poblíž, ale pod 2 %“).



HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Nezaměstnanost sice zůstala v únoru stejná jako v lednu, tj. lehce pod 8 % (7,8 %), a tudíž nejnižší od krize, ale tempo zlepšování trhu práce, měřené meziročním poklesem míry nezaměstnanosti, které ještě v srpnu minulého roku dosahovalo 1 p. b. meziročně, se zhoršilo na pouze 0,7 p. b. Drtivá většina zlepšení trhu práce EMU pak je na vrub vývoje ve Španělsku, kde nezaměstnanost klesla pod 14 %; kupříkladu ve Francii se v posledním roce míra nezaměstnanosti snížila jen marginálně (z 9,1 % v lednu 2018 na 8,8 % v únoru 2019). Nezaměstnanost za celou eurozónu tak je stále min. 2 p. b. od hranice, kde by mohl trh práce začít generovat inflační tlaky. A tempem, kterým se teď trh práce zlepšuje, se tam nedostane dřív než za tři roky.

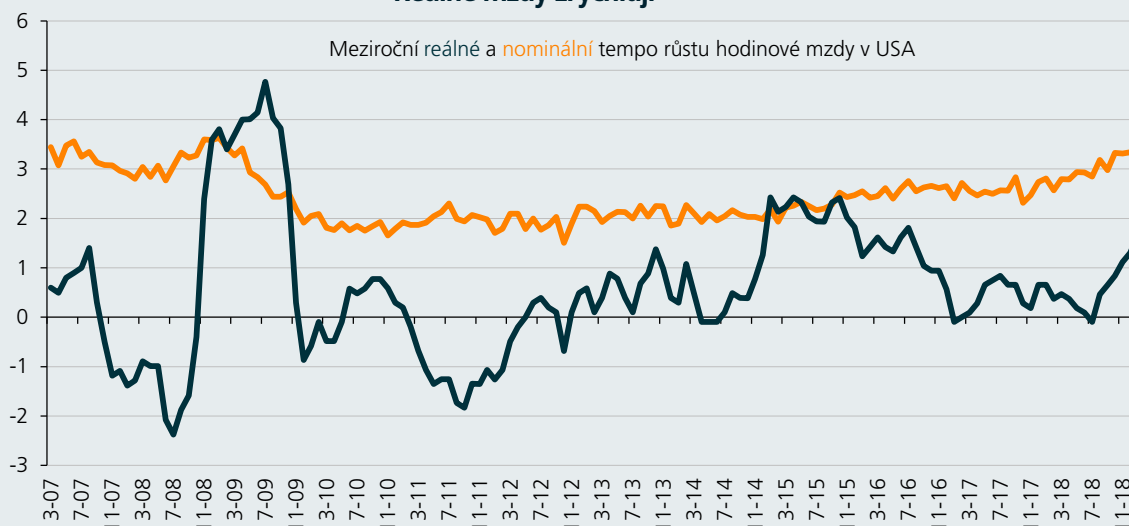
Evropská centrální banka v březnu přiznala, že se věci vyvíjejí odlišně, než čekala. Jen pár měsíců poté, co v prosinci ukončila program odkupu aktiv, na svém posledním zasedání vyslala dvě jasné holubičí zprávy. Tou první bylo agresivní snížení výhledu inflace i růstu na nejbližší roky včetně roku letošního. To mělo za důsledek odsunutí nejdřívějšího data zvýšení sazeb až do příštího roku (oproti předchozím komentářům, kde si ECB nechávala otevřené dveře pro letošní utažení, když tvrdila, že k růstu sazeb nedojde „před létem 2019“). Tou druhou bylo ohlášení třetího kola tzv. cílených likvidit dodávajících operací (TLTRO). To, že Draghi na tiskovce přiznal, že se výhled definitivně zhoršil a že si nechal dveře otevřené pro případné znovuzavedení QE, už byla jen holubičí třešnička na dortu.

USA

Americká ekonomika roste, ale proti 4Q18 ztlačila. Fed si vybírá dlouhou pauzu.

Americká ekonomika vzrostla dle druhého odhadu ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku o 2,2 % (q/q, anualizovaně), tj. o 0,4 p. b. méně než dle odhadu prvního. Revize byla důsledkem poklesu příspěvku poptávky domácností (z 1,9 p. b. na 1,7 p. b.) a příspěvku fixních investic z 0,6 p. b. na 0,5 p. b. Na celkovém příběhu americké ekonomiky, tedy že roste díky poptávce domácností, se nic nezměnilo. Růst v celém minulém roce tak dosáhl 2,9 %, tj. jen o 0,1 p. b. zaostal za tříprocentním cílem prezidenta Trumpa z volební kampaně.

Data zveřejněná během března ovšem naznačují zpomalení. **Průmyslová produkce** v únoru zaznamenala třetí slabý měsíc v řadě. Po dvou malých poklesech o 0,08 % a 0,06 % v prosinci a v lednu téměř stagnovala v únoru (+0,04 %), za poslední tři měsíce se tak nikam nepohnula. U zpracovatelské složky byla situace ještě horší: v posledních dvou měsících (leden, únor) klesla celkem o 0,8 %, což navzdory prosincovému růstu o 0,5 % znamená, že kumulativně za poslední tři měsíce poklesla. Slabost, kterou již nějakou dobu pozorujeme v Evropě, tak, zdá se, dorazila i do Spojených států. **Maloobchodní tržby** bez aut a paliv byly v posledních měsících na m/m bázi volatilní, ale v datech pozorujeme zpomalení – v polovině roku 2018 rostly tržby měsíčním tempem zhruba 0,5 %, v posledních třech měsících o 0,4 % m/m klesaly. Jistě na tom má zásluhu mnohem menší fiskální stimul v letošním roce.

Reálné mzdy zrychlují



HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Trh práce je stále velmi dobrý. V březnu 2019 vytvořil 182 tis. soukromých pracovních míst, za poslední tři měsíce celkem 507 tis. pracovních míst, což je zpomalení o zhruba 150 tis. oproti tomu, co jsme viděli v průměrném čtvrtletí roku 2018. Je však pravda, že je to hlavně důsledek slabého února (28 tis.), který byl nejspíš jen jednorázovou záležitostí. **Oficiální míra nezaměstnanosti** poklesla na 3,8 %, to však jenom v důsledku návratu míry participace ze 63,2 % na 63 %. **První žádosti o podporu v nezaměstnanosti pohybující se nadále na úrovni 220 tis./týdně** jsou nejnižší nejméně od roku 1970 (což je období, za které máme k dispozici data). Dobrý vývoj trhu práce se i nadále projevuje ve mzdách – reálné mzdy vzrostly v únoru 2019 nejrychleji (o 1,9 % r/r) od listopadu 2015, nominální růst zůstal nad 3 % (3,4 % v únoru, 3,2 % v březnu).

Jádrová PCE inflace v lednu 2019 poklesla na 1,8 %, tj. nejnižší od února 2018, celková inflace klesla na m/m bázi poprvé za dva roky a meziročně se tak dostala až na 1,4 %, tj. nejnižší od září 2016. Je tedy evidentní, že inflace je stabilizovaná, že se na ní ani pokrizově nejrychlejší růst mezd, ani (dle shora popsaných kritérií) za dlouhou dobu nejutaženější trh práce příliš nepodepisují.

Fed proto v březnu 2019 ponechal sazby beze změny a přiznal navíc, že ekonomika oproti 4Q18 zpomalila. Zpomalení se týká hlavně poptávky domácností a fixních investic. Protože poklesla, zejména kvůli nižším cenám energií, i inflace a protože inflační očekávání jsou dobře ukotvená, Fed ani nenaznačil, že by k dalšímu růstu sazeb mělo v dohledné době dojít.

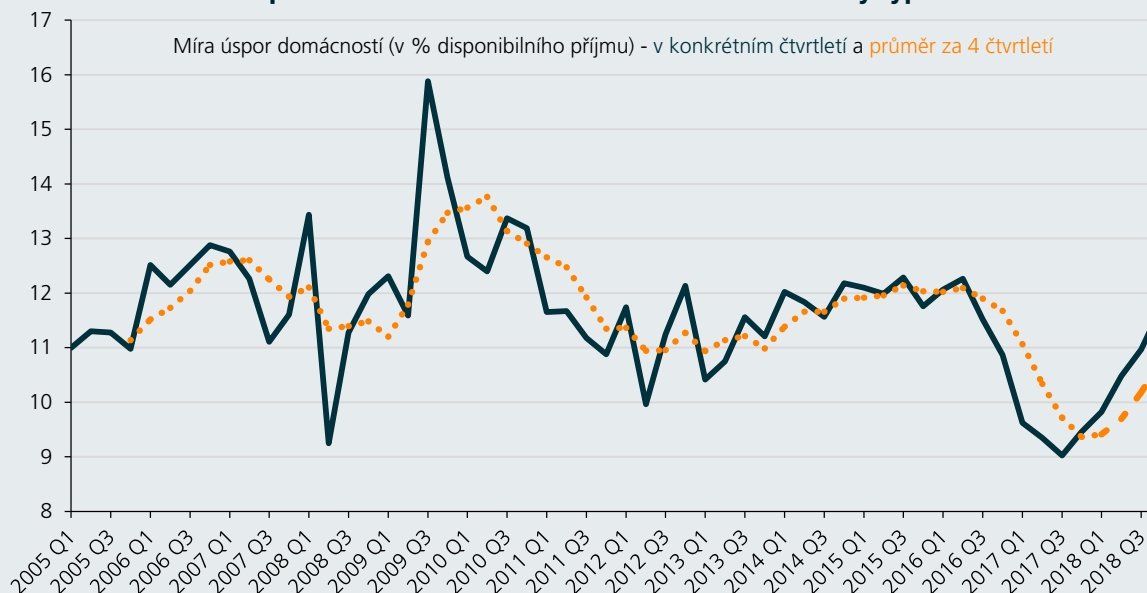
CEE3

ČR

Česká ekonomika dále roste, v průmyslu jsou však jasné známky slabosti, a ani předstihové indikátory nevypadají dobře. Pilířem růstu zůstává poptávka domácností.

Finální data o růstu ekonomiky ve 4Q18 nepřinesla žádné překvapení. Drobná revize tempa růstu ve 4Q18 z 0,9 % na 0,8 % q/q je nevýznamná, růst za celý minulý rok tak bez desetiny procentního bodu dosáhl tří procent. Jedinou novou informací ve třetím a finálním odhadu HDP za 4Q18 tak bylo zveřejnění dat o míře úspor domácností a o míře ziskovosti nefinančních podniků. V případě prvního z ukazatelů došlo k další normalizaci, míra úspor domácností vzrostla oproti 4Q17 o více než 2 p. b. na 11,7 %, což je historicky průměrná a obvyklá hodnota. Dá se tak říct, že dluhový boom let 2016–2018 skončil. V případě míry ziskovosti firem došlo k jejímu dalšímu poklesu, a to na historicky nejnižší úroveň nejméně od roku 2008 (což je období, za které máme tato data). Zde se zrcadlí jak (veřejným sektorem hnaný) růst mezd, tak slabost v průmyslu.

Míra úspor domácností v roce 2018 vzrostla na historicky typické úrovni





HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

Průmyslová produkce totiž „konečně“ (konečně proto, že v Německu byla slabá data už měsíce předtím) poklesla. Po poklesu o procento v prosinci klesla produkce o dalších 1,3 % v lednu letošního roku, což v meziročním vyjádření znamenalo pokles o 1,1 %. Pokud ignorujeme červenec 2016 a jeho krátkodobý pokles o 5,7 % způsobený pouze jiným časováním dovolených v automobilkách, jedná se o nejvýraznější meziroční pokles od jara 2013. Zpracovatelská složka průmyslu poklesla o 2,7 % r/r. **Maloobchodní tržby si naopak vedly velmi dobře**, v únoru 2019 vzrostly o 3,4 % r/r celkem, což bylo nejrychlejší od léta minulého roku. Protože jádrové tržby, tj. bez aut, paliv a potravin, přidaly 7,4 %, což je přesně průměr předchozích 13 měsíců, je evidentní, že celkové tržby se zlepšily jen díky zlepšení tržeb za jiné kategorie, v tomto případě za auta (které po šesti měsících poprvé rostly, byť mírně) a za paliva.

Předstihové indikátory nejsou moc optimistické. Index nákupních manažerů PMI dále poklesl, 47,3 v březnu je jeho nejslabší výsledek od konce roku 2012. Průměrná hodnota v 1Q19 byla také nejslabší od 4Q12. Popáté v řadě totiž klesly objednávky, a to nejvíce od října 2012, což se následně projevilo v největším poklesu poptávky po zaměstnancích od ledna 2013. Pokles objednávek společně s nejslabší důvěrou od konce roku 2012 naznačují další zpomalení růstu ve druhém čtvrtletí a nejspíš i ve druhé polovině roku, a to jak skrze slabou produkci, tak skrze slabší investice. Podobný obrázek o situaci v průmyslu potvrdily i průzkumy Českého statistického úřadu.

Spotřebitelská (měnověpolitická) inflace v únoru dále vzrostla. Celková inflace poskočila o 0,3 p. b. na 2,7 %, poptávková inflace zůstala na 3 %. To by mohlo na první pohled vyvolat očekávání, že ČNB okamžitě přikročí k utažení měnové politiky, protože poptávkové tlaky se vymkly kontrole. Při bližším pohledu se však ukáže, že jediným faktorem, který za růstem cen v únoru stál, byl – jako v minulých měsících – segment bydlení. Ten přidal k růstu 1,4 p. b. Dalším nepoptávkovým faktorem byly ceny alkoholu a tabáku, které přidaly 0,3 p. b. Bez růstu cen sektoru bydlení a alkoholu + tabáku by inflace v únoru 2019 dosáhla pouze 1 %, což na široké poptávkové tlaky neukazuje.

Česká národní banka na svém zasedání koncem března ponechala sazby beze změny, pro jejich růst, podobně jako v únoru, hlasovali jen dva členové BR ČNB, A. Michl a V. Benda. Zasedání to bylo celkem nudné, žádné nové informace jsme se nedozvěděli. Rizika únorové prognózy vyhodnotila bankovní rada jako vyrovnaná – protiinflační dopady slabší globální ekonomiky kompenzuje v očích centrálních bankéřů možnost delší slabosti koruny.

POLSKO

Polská ekonomika dále roste, překvapivě dobře se vede průmyslu. Inflace je nadále velmi nízko, výrazná většina vedení centrální banky tak nevidí důvod k růstu sazeb.

Ekonomika dle zpřesňujících dat vzrostla v posledním čtvrtletí minulého roku o 4,9 %, za celý rok tak tempem 5 %. Mezičtvrtletní růst dosáhl 0,5 %. Všechny složky agregátní poptávky přispěly k růstu ve 4Q18 pozitivně, nejvíce pak domácí poptávka (2,2 p. b.) a fixní investice (1,7 p. b.).

Měsíční data zveřejněná během března byla dobrá. **Průmyslová produkce** se navzdory slabému Německu nadále celkem drží. Po silném, mírně nahoru revidovaném lednovém růstu o 1,9 % m/m přidala v únoru dalších 1,7 % m/m, což v meziročním vyjádření znamenalo růst o 6,5 %, tj. růst tempem převyšujícím tempo růstu v roce 2018. Nepotvrdilo se tak další zpomalení měsíční dynamiky, které naznačovala data za listopad a prosinec (+0,1 % m/m a -0,2 % m/m). Vzhledem k vývoji indexu nákupních manažerů (PMI), který i v březnu zůstal pod 50, byť se oproti únorovým 47,6 o 1,1 bodu zlepšil, je takový růst produkce překvapivý.

Maloobchodní tržby rostly i v polovině prvního čtvrtletí letošního roku solidně. V únoru přidaly v reálném vyjádření 6,5 % r/r, což bylo tempo shodné s lednovým tempem růstu (o 6,6 %) a jenom lehce pod tempem růstu tržeb v minulém roce (7,6 %). Fundamenty podporující poptávku domácností jsou přitom nadále silné. **Mzdy totiž rostou stále velmi dobře** (v únoru nominálně +7,6 % r/r) a velmi dobrý je nadále i trh práce. **Míra nezaměstnanosti** v únoru dosáhla shodně s lednem 6,1 %, po očištění o efekt sezonnosti pak setrvala na historickém minimu 5,6 %. Ani do dalších měsíců tak není vidět důvod, proč by poptávka domácností neměla dynamicky růst.



HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

Inflace je i přes stále silný růst a výtečný trh práce nadále abnormálně nízko. V únoru se sice konečně znatelně zvedla, ale i tak na úrovni jádrové inflace dosáhla jen 1 %, což je stejné jako třeba v lednu 2018. Celková inflace poskočila v únoru na 1,4 %, v březnu pak dokonce dále na 1,7 %, což v obou měsících trh mírně překvapilo. V obou případech však za růstem nebyla primárně (dokonce ani „významně“) jádrová složka, nýbrž ceny v dopravě, reflektující obrat cen ropy, a vyšší ceny potravin.

Měnový výbor centrální banky (MPC) na svém zasedání ponechal dle očekávání sazby beze změny na 1,5 %, kde se nacházejí od března 2015. Poté, co koncem února vládní strana představila fiskální balíček, nabraly na intenzitě hlasy požadující dřívější utažení měnové politiky. Vzhledem k tomu, že inflace je abnormálně nízko, však většina centrálních bankéřů tyto obavy nesdílela, a tak i vyjádření po zasedání nepřineslo nic, co by nás vedlo k tomu, že centrální banka zvažuje dřívější růst sazeb než v roce 2020.

MAĎARSKO

Pokračující silný růst ekonomiky a jádrová inflace nad cílem MNB přivedly centrální banku k utažení měnové politiky, nicméně pouze kosmetickému.

Růst maďarské ekonomiky ve 4Q18 dosáhl dle finálních dat 5,1 % r/r, tj. stejné tempo jako ve 3Q18. Růst za celý minulý rok tak dosáhl 5 %, tj. stejný výsledek jako v Polsku. Podobně jako po celý minulý rok se na meziročním růstu v posledním čtvrtletí podílela hlavně domácí poptávka. Příspěvek hrubé tvorby fixního kapitálu dosáhl 4 p. b., příspěvek poptávky domácností pak 2,4 p. b. Negativním faktorem růstu byl i v posledním čtvrtletí minulého roku čistý export (-1,7 p. b.).

Poptávka domácností byla i v prvním čtvrtletí letošního roku silná. Maloobchodní tržby totiž v lednu přidaly (o rozdílný počet pracovních dní očištěných) 5,6 % r/r, v únoru pak dokonce 6,7 % r/r, což je shodou okolností i průměrné meziroční tempo růstu tržeb od ledna 2018. Fundamenty podporující spotřebu domácností jsou přitom stále nakloněné silnému růstu. Zaprvé, **nezaměstnanost** za prosinec 2018 až únor 2019 (3,6 %) je na historickém minimu, sdíleném s koncem první poloviny minulého roku (3,6 %). Trh práce tak tedy nadále zůstává výrazně pod přirozenou mírou nezaměstnanosti. Tento vývoj (a vládní zásahy v oblasti minimální a zaručené mzdy z ledna letošního roku) se pak stále odráží v setrvalé vysokém meziročním **růstu mezd**, který v lednu 2019 opět, jako každý měsíc minulého roku, přesáhl 10 % (konkrétně 10,6 %). Dvouciferný meziroční růst nominálních mezd tak uvidíme i letos.

Průmyslová produkce reflektuje vývoj indexu PMI, který se jako jediný v regionu nadále drží nad 50 body – v únoru dosáhl 55,7 bodu, v březnu 52,4 bodu. Růst produkce v prosinci o 5,7 % r/r, což bylo nejrychlejší tempo od ledna 2018, tak nepřekvapil, podobně jako nepřekvapila ani lednová a únorová růstová data – v lednu produkce přidala 5 %, v únoru dokonce 5,9 % r/r. Vzhledem k tomu, že index je nadále nad 50, se dá očekávat, že i březen a duben budou/Jsou dobré.

Celková inflace dosáhla v lednu 2019 dle finálních dat 3 %. Mnohem důležitější však je, že se poprvé od roku 2008 nad hranici 3 %, což je cíl maďarské centrální banky, dostala i jádrová inflace. Jádrová inflace totiž vzrostla na 3,2 %, což je hodnota naposledy zaznamenaná v červenci 2008. Vzhledem k jejímu rychlému růstu (ještě před rokem byla jádrová inflace na úrovni 1,7 %) by šlo čekat, že maďarská centrální banka přistoupí brzy k utažení měnové politiky.

A skutečně. Po dlouhé době se maďarská centrální banka (MNB) odhodlala s nastavením měnové politiky něco dělat. I když hlavní sazba zůstala na 0,9 %, **depozitní sazba vzrostla z -0,15 % na -0,05 %**. I další opatření – snížení spodní hranice cíleného pásma množství (na mezibankovní trh) dodávané likvidity o 100 mld. forintů (ze 400–500 mld. na 300–500 mld.), které dle guvernéra Matolcsyho představuje utažení zhruba v rozsahu 10 b. b. u 3M BUBORu – znamená utažení politiky. Celkově vzato tak MNB začala s utahováním politiky, ale zpřísnění bylo zatím jen velmi, velmi pozvolné. A dalo by se říct, že neodpovídalo akceleraci inflace v posledních měsících.

ROPA

Ropa (Brent) během března pokračovala v cenovém růstu, který zahájila v lednu a který pokračoval i v únoru. Růst byl ve srovnání s předcházejícími dvěma měsíci o poznání mírnější, za celý minulý měsíc si ropa Brent připsala i tak tři dolary za barel a březen ukončila nad hranicí 68 dolarů/barel.

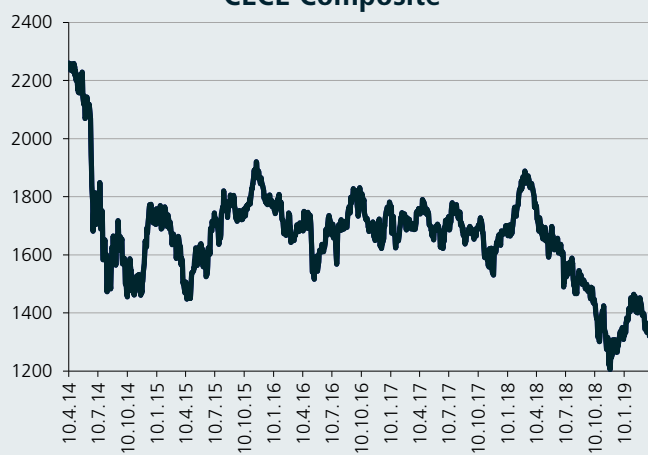


AKCIOVÉ TRHY

MSCI Emerging Markets



CECE Composite



Akiové trhy i v březnu pokračovaly v růstovém trendu započatém začátkem letošního roku. Akciový index vyspělých trhů (MSCI World) vzrostl o 1 %. Investoři i nadále příliš nereflektovali slabší makroekonomická data a zřejmě se soustředili již na druhou polovinu roku a na očekávané zlepšení hospodářské aktivity. Akciím amerických společností (index S&P 500 +1,8 %) zřejmě pomohly holubičí (uvolněné) prognózy Fedu ohledně vývoje úrokových sazeb a budoucího snižování jeho rozvahy. Také přetrvávající nejistota ohledně nevyřešeného brexitu vedla k posílení amerického dolaru, respektive oslabení eura, a růstu cen tamních akcií. Valuačně atraktivnější evropské akcie si také připsaly solidní 1,7 % zhodnocení (index DJ STOXX 600). Pozitivně pomohly zveřejněné výsledky hospodaření evropských společností. Lepší než očekávané výsledky přišly ze sektoru spotřebitelského a technologií, za očekáváním skončil sektor finanční a zdravotnictví.

MSCI World Index



Zdroj: Bloomberg

Středoevropské akiové trhy pokračovaly v růstovém trendu. Nejvyšší zisky si připsaly akcie rumunských společností, jež pokračovaly v korigování prosincových ztrát po oznámení zavedení sektorových daní. Téměř o 10 % vzrostly ceny akcií bank Transilvania a BRD, následované energetickými společnostmi. Dařilo se také méně likvidním slovinským akciím (index SBITOP +2,8 %). Důvodem byla pravděpodobně blížící se dividendová sezona. Vynikající výkonnost v Praze (index PX +0,3 %) na základě spekulací o změně majoritního akcionáře předvedly akcie mediální skupiny CETV (+16,3 %) a po dobrých kvartálních výsledcích hospodaření také akcie pojišťovny Vienna Insurance Group (+10 %). V Polsku (index WIG30 -0,8 %) se nedařilo sektoru utilit, naopak potěšil sektor spotřebitelský a těžební.

Celkově se akciím na rozvíjejících se trzích také dařilo, index MSCI Emerging Markets USD vzrostl o 0,68 % a připsal tak kladné zhodnocení třetí měsíc po sobě. Nejlépe se vedlo velkým asijským ekonomikám – indické akcie připsaly před nadcházejícími volbami do parlamentu téměř 8 % a čínské akcie přes 5,5 % (index CSI300), když reagovaly na stále slibně se vyvíjející jednání s USA. Na ostatních trzích panovala klidnější nálada bez výraznějších výkyvů, snad jen s výjimkou Turecka (-10,5 %), kde se tamní aktiva dostala před komunálními volbami pod velký tlak. To však nic nemění na faktu, že první kvartál letošního roku byl pro akcie na rozvíjejících se trzích jeden z neúspěšnějších za několik posledních let.



DLUHOPISOVÉ TRHY

USA A EMU

Vývoj na trzích státních dluhopisů byl ve Spojených státech v březnu ve znamení poklesu výnosů. Ten souvisel hlavně s nižší inflací a s holubičím Fedem. Dlouhé výnosy tak ve třetí dekádě března klesly nejnižší od prosince 2017 (2,37 %), a protože do konce března už vyrostly jen mírně, měsíc uzavíraly na hranici 2,40 %. Oproti konci února tak byly desetileté výnosy nižší o 0,3 p. b., na krátkém konci u dvouletých výnosů o 25 b. b.

V eurozóně byl vývoj podobný. Slabá růstová a inflační data, zejména v Německu, a z toho plynoucí snižující se (beztak ne moc vysoká) pravděpodobnost utažení měnové politiky ECB způsobily, že poprvé od září 2016 se německá desetiletka výnosově dostala opět do záporu. Koncem března totiž klesly desetileté výnosy až k úrovni -10 b. b. Samozřejmě to znamenalo, že celá výnosová křivka Německa až do této splatnosti byla záporná, na krátkém konci výnosy klesly až na -60 b. b. Tlak na pokles výnosů byl i ve zbytku eurozóny, klesly dokonce i italské výnosy, a to na desetileté splatnosti o necelých 30 b. b. na 2,45 %.

FIREMNÍ DLUHOPIŠY

Vývoj na kreditním trhu byl v březnu poměrně různorodý, nicméně ve výsledku opět mírně pozitivní. Dařilo se zejména evropským dluhopisům investičního stupně. Rizikovější emise (spekulativní stupeň) zakončily měsíc z pohledu vývoje kreditní marže zhruba stagnací, dolarové/americké firemní dluhopisy cenově mírně ztrácely. Všechny tyto segmenty ovlivňovaly zejména informace potvrzující ekonomické ochlazení na obou březích Atlantiku (negativní) a v reakci obrát kormidla tendencí měnových politik hlavních centrálních bank (Fed, ECB; pozitivní). Průměrná kreditní marže indexu EUR iBoxx Corporate IG za březen klesla o 5 b. na 90 bodů, v případě indexu spekulativního stupně (EUR iBoxx HY) převládla zmíněná stagnace na 335 bodech. Kreditní marže dané CDS kontrakty se naproti tomu tentokrát vyvíjely odlišně, když mírně stouply.

ČR

Vývoj na české výnosové křivce byl v březnu kvalitativně stejný jako v Německu, kvantitativně však nikoliv. Výnosy dlouhých dluhopisů poklesly mírněji, o cca 5–10 b. b. na 1,9 % desetiletý, na 1,8 % dvouletý dluhopis. České výnosy na události venku (brexit, slabá německá data, holubičí zasedání ECB) ani na události doma skoro nereagovaly. Bylo to způsobeno mimo jiné pokračující vysokou emisní aktivitou Ministerstva financí na primárním dluhopisovém trhu. Ta se sice potkala s velmi solidním zájmem investorů jak domácích, tak zahraničních investorů, nedovolila však cenám na sekundárním trhu nijak výrazněji vzrůst.

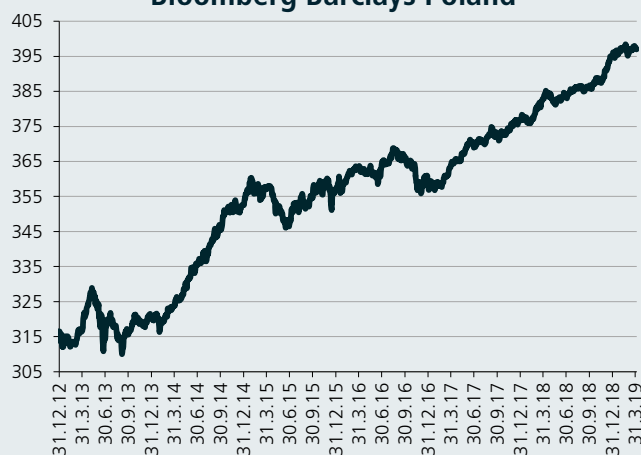
POLSKO

U polských výnosů byla reakce na vývoj na Bundech nejenom očekávatelným směrem, ale i v očekávatelném rozsahu. Navzdory tomu, že centrální banka se přece jenom alespoň zčásti začala zabývat myšlenkou růstu sazeb poté, co byl odsouhlasen expanzivní (předvolební) fiskální balíček, výnosy poklesly, a to na středních i delších splatnostech o cca 12–15 b. b. Evidentně tak převládá efekt německého dluhopisového trhu a vyhlídka delšího období velmi nízkých/záporných sazeb v eurozóně.

Bloomberg Barclays Czech Index



Bloomberg Barclays Poland





DLUHOPISOVÉ TRHY

TURECKO

Turecká aktiva se v březnu, zejména v jeho závěru, těsně před regionálními volbami, znovu dostala pod výraznější tlak. Investory znejistěl pokles výše devizových rezerv Turecké centrální banky, byť střednědobý trend je solidně rostoucí (i když z nízkých absolutních úrovní), jenž vyvolal obavy, že centrální banka před regionálními volbami na konci března podporovala měnový kurz TRY. Ten v druhé části měsíce čelil znovuobnovené volatilitě a výrazněji oslabil. Na to centrální banka zareagovala přechodným zvýšením efektivní měnověpolitické sazby z 24 % na 25,5 %. Kurzu liry to nicméně výrazněji nepomohlo a za březen, v jehož úplném závěru byly zmíněné a investory poměrně ostře sledované regionální volby, oslabil vůči koši měn (EUR, USD; 1 : 1) o 4,8 %. Citelně negativně se uvedený vývoj promítl do cen tureckých státních dluhopisů. Výnosová křivka stoupla o 275–500 bps, přičemž zvýraznila svůj inverzní sklon (největší růst požadovaných výnosů byl na krátkých splatnostech).

MĚNY

Během března se kurz eura vůči dolaru pohyboval v pásmu 1,12–1,14, nakonec však v souboji holubičích revizí výhledů centrálních bank „zvítězil“ dolar. Slabá, skoro až recesní inflační i růstová data v EMU a de facto uvolnění měnové politiky ECB byly pro devizový trh důležitějším faktorem než pouhé zpomalení inflace a růstu v USA a pouhá „opatrnost“ americké centrální banky. Zatímco ECB totiž reálně skrze TLTRO přistoupila k uvolnění měnové politiky, Fed jen připustil, že k dalšímu utážení hned tak nedojde.

Kurz české koruny proti euru se během března vesměs držel kolem 25,60, až po slabých předstihových indikátorech v eurozóně a se stoupající nervozitou s blížícím se původním (a nyní již odsunutým) datem brexitu (29. 3.) oslabil přes 25,85.

U polského zlotého se během března nic nestalo, jeho kurz proti euru pouze osciloval v úzkém rozpětí 4,28–4,30.

Maďarský forint během první poloviny měsíce posiloval, dostal se až na úroveň 312 HUF za euro. Poté však společně s korunou pod vlivem nervozity kolem brexitu a pod vlivem slabých dat z eurozóny oslabil až nad 320. Nepomohlo mu tak ani opatrné zahájení utahování měnové politiky maďarské centrální banky.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Vývoj českého dluhopisového trhu bude i nadále ovlivňován dvojicí faktorů. Zaprvé vývojem nastavení měnové politiky v eurozóně a v ČR. Vliv eurozóny je klíčový pro dlouhodobou tendenci vývoje výnosů dluhopisů – jinými slovy, dlouhodobý růst výnosů musí přijít zvenčí. Makroekonomická data z eurozóny však odsunula scénář, kdy ECB přistoupí ke zpřísnění úrokové komponenty měnověpolitických podmínek, dále za konec roku 2019. To samozřejmě odkládá růst německých výnosů, na který by nemohly české dluhopisy nereagovat. Evropská centrální banka sice nepřestane úplně mluvit o tom, že jednou sazby zvedne, zdá se však, že to bude nejdříve v roce 2020, a i tak bude utahování jenom pomalé. To na výraznější růst desetiletých německých výnosů prozatím nejspíš stačit nebude. U ČNB je pravděpodobné, že pauza, kterou si ve své měnověpolitické utahovací kampani vybírá, bude delší, než původně centrální banka i trh očekávaly. Důvodem pro možný růst požadovaných výnosů však může být zhoršení fiskální situace při výraznějším ekonomickém zpomalení. Vzhledem k tomuto námi vnímanému riziku neočekáváme, že riziková prémie nad německé dluhopisy (na desetileté splatnosti kolem 200 b. b.) v dalších měsících klesne, spíše naopak. Zde je hlavním rizikem nízká přirozená likvidita trhu a vysoký podíl držby zahraničními investory.

Druhým faktorem totiž je, jako po celý minulý rok, situace na devizovém trhu, konkrétně přetrvávající překoupenost české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž stále uložena právě v českých dluhopisech – koncem února 2019 drželi nerezidenti 35,8 % všech a 39,6 % korunových dluhopisů, což jsou stále velmi vysoké podíly. Jinými slovy, dluhopisy, podobně jako koruna, jsou velmi náchylné na zhoršení sentimentu.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

V Polsku se k růstu sazeb centrální banka v nejbližším roce, dost možná dokonce v nejbližších dvou letech, nedostane. To limituje prostor pro růst výnosů tažený polskou měnovou politikou. V eurozóně to, jak jsme již zmínili, na růst sazeb také hned tak nevypadá. Polská riziková prémie v březnu dále překvapivě narostla (na 2,9 p. b. na deseti letech). Dle nás je tak zde v letošním roce prostor pro její snížení k hranici 2–2,2 p. b., zejména pokud by inflační vývoj v Polsku přetrvával a přinesl spekulace na možný pokles sazeb (což je vzhledem k tomu, že Německo zpomaluje, což se Polsko nakonec přece jenom dotkne, a vzhledem k tomu, že polská inflace je hluboko pod cílem, teoreticky možné).

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Věříme, že po zvýšené volatilitě a ztrátách tureckých aktiv před březnovými regionálními volbami dojde k opětovnému uklidnění situace a odmazání těchto ztrát. Turecko má nyní před sebou více než čtyři roky bez voleb. Toto období by jeho vedoucí představitelé měli začít protržními reformními kroky, směřujícími k rebalancování největších chronických problémů turecké ekonomiky – vysoké inflace a schodku běžného účtu platební bilance. Předpokladem je také stabilizace v předvolebním období zhoršené fiskální situace. Půjde také o to, zda centrální banka odolá politickému tlaku a bude držet dostatečně utaženou měnovou politiku. V současnosti jsou její klíčové úrokové sazby na úrovni 24 %, inflace je však prozatím stále vysoko (nad 20 %) a bude klesat postupně. Naplňování kredibilní hospodářské a měnové politiky by mělo vést k opětovnému otvírání pozic nyní rekordně podvážených zahraničních investorů a k příznivému cenovému vývoji tureckých aktiv. Důležité ale budou také externí faktory, zejména vývoj globální rizikové averze v souvislosti s vyhlídkami ekonomického růstu, měnové politiky Fedu či eskalace/uklidnění obchodních válek mezi USA a Čínou. V úhrnu jsme poměrně optimističtí a věříme, že turecká aktiva ve zbylé části letošního roku dosáhnou atraktivního zhodnocení.

MĚNY

Vzhledem k tomu, že vývoj kurzu přesně odpovídá našim dřívějším představám a že se nedomníváme, že by eurozóna jako celek měla spadnout do recese (tj. nečekáme dramatický obrat v měnové politice ECB), neměníme ani náš výhled kurzu eura proti dolaru. Očekáváme tedy, že v nejbližších dvou čtvrtletích se kurz **eura proti dolaru** bude pohybovat kolem 1,14. Pro výrazně vyšší úroveň (= pro slabší dolar) nadále nenacházíme v současných ani v očekávaných diferenciálech měnových politik na opačných stranách Atlantiku (což je primární faktor kurzu v posledním desetiletí) žádné odůvodnění. Fed s největší pravděpodobností bude v dalších čtvrtletích v klidu, ECB se k růstu sazeb nedostane dost možná ani v příštím roce. Ztráta dynamiky růstu eurozóny a perzistentně nižší než očekávaná inflace naopak zvyšují pravděpodobnost, že ECB měnovou politiku dokonce dále uvolní (ostatně, zavedení TLTRO de facto uvolněním politiky je). Proto pokud k nějakému pohybu od hranice 1,14 v dalších měsících dojde, čekali bychom, že bude směrem k silnějším dolaru.

Vývoj v posledních měsících stále potvrzuje, že **koruna** to s dalším posílením k hranici 25 korun za euro, resp. pod tuto hranici – což je to, co již delší dobu od ní čeká nejenom ČNB, ale i trh –, nebude mít nijak jednoduché. Korunu bude navíc v letošním roce utahování měnové politiky ČNB podporovat mnohem méně než v roce 2018, dost možná vůbec. Jejím výraznějším posílením také bude nadále bránit tendence zahraničních investorů z koruny vystupovat hned, jak se naskytne příležitost. Tato tendence bude dle nás tím více patrná, čím blíže bude k hranici 25 korun – čím více koruna posílí, tím více bude mít tendenci se kvůli vybírání zisků vracet na slabší úroveň. Posílení koruny bude rovněž limitováno vysokým podílem zajištěných vývozu a zpomalováním průmyslu. Náš výhled tak je koruna setrvale a po většinu letošního roku znatelně nad 25 korunami za euro, přičemž výrazné oslabení může v případě vyostření situace na trzích přijít velmi lehce. Dlouhodobým trendem kvůli vyššímu růstu produktivity v ČR ve srovnání s EMU nadále zůstává posilování koruny, a to tempem zhruba 1,5–2 % ročně.

U polského zlatého nadále očekáváme posílení. Slabá inflace sice nedovolí centrální bance zvyšovat sazby, což limituje prostor pro jeho výraznější posílení, ale stávající úrokový diferenciál a solidní makro by měly trhy přesvědčit, že hodnoty nad 4,30 jsou příliš slabé. V nejbližších dvou čtvrtletích tak očekáváme návrat k úrovním 4,20.

Maďarský forint má dle nás fundamentální potenciál posílit k hranici 300, či dokonce pod ni. Stávající hodnoty nad 320 jsou fundamentálně neodůvodnitelně slabé a vzhledem k tomu, že maďarská centrální banka již přistoupila k utahování politiky, čekáme jejich brzkou korekci směrem k hranici 310, poté, ve druhé polovině roku, až k hranici 300.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

AKCIOVÝ TRH

Akciové trhy pokračovaly v rostoucím trendu. Pro následující měsíce budou stěžejní příchozí makrodata, jež naznačí vývoj v druhé polovině roku, a rétorika centrálních bankéřů. Koncem letošního roku můžeme očekávat akceleraci ziskových marží, což povede k zatraktivnění hodnotových ukazatelů akcií, které se nyní obchodují blízko svých dlouhodobých historických průměrů. Evropské akcie by zároveň mohly reflektovat slabé euro a nadále uvolněnou měnovou politiku ECB. S hrozbou obchodních válek je však zřejmá určitá opatrnost evropských společností v plánování investičních výdajů. **Pozitivní jsme ohledně hospodaření společností z rozvíjejících se trhů**, které budou těžit ze silícího spotřebitele a z konvergence k vyspělým ekonomikám. Mezi klíčová rizika našeho základního scénáře patří: neočekávané a výrazné zvýšení inflace a inflačních očekávání, rychlejší než očekávané postupné zpomalování globální ekonomiky, obchodní války, oproti aktuálnímu očekávání výrazně rychlejší normalizace monetárních politik klíčových centrálních bank (Fed, ECB, BOJ, PBoC), vysoké zadlužení periferních států eurozóny, hlavní geopolitická rizika v čele s Blízkým východem, Argentinou a Venezuelou a pro rozvíjející se trhy silný americký dolar ve spojení s rostoucími úrokovými sazbami.

Ohledně mnoha akcií ze středoevropského regionu jsme velice pozitivní. Největší potenciál nyní vidíme u slovinských, rumunských a některých českých akcií. Z akcií na českém trhu jsme, vzhledem ke kladným úrokovým sazbám a silnému spotřebiteli, pozitivní ohledně akcií finančních titulů Erste Bank a Vienna Insurance Group a producenta tabákových výrobků Philip Morris Czech. Pozitivní jsme i ohledně akciového titulu AVAST a rychle se oddlužujícího majitele Novy, mediální skupiny CETV. Na českém trhu momentálně neočekáváme výrazný propad u žádné z obchodovaných akcií. Ze segmentu START, části pražské burzy, jsme pozitivní ohledně akcií výrobce strun do 3D tiskáren Fillamentum, výrobce obuvi Prabos a také producenta bezpilotních letadel Primoco. Z polských titulů se nám líbí prodejce bot CCC, mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, banky Pekao a Alior nebo leasingová společnost Prime Car Management. V Rumunsku jsme pozitivní ohledně akcií sítě zdravotnických zařízení MedLife, plynárenských společností Romgaz a Petrom, a producenta vína Purcari, ve Slovinsku jsou to akcie farmaceutické společnosti Krka, banky Nova Ljublanska Banka, sítě čerpacích stanic Petrol a přístavu Luka Koper.

Důležitá upozornění:

Před rozhodnutím investovat do podílového fondu by měl potenciální investor věnovat pozornost sdělení klíčových informací a statutu (prospektu) fondu. Informace uvedené v této zprávě mají pouze informační charakter a jejich účelem není nahradit sdělení klíčových informací nebo statut (prospekt) nebo poskytnout jeho kompletní shrnutí. Údaje o minulých kurzech a výnosech uvedené v tomto dokumentu nelze považovat za indikátor budoucího vývoje. Hodnota investice do podílových fondů může s časem jak stoupat, tak i klesat a Conseq Investment Management, a. s., ani jiná osoba nezaručují návratnost původně investované částky, nepřebírají odpovědnost za jednání učiněná na podkladě údajů v tomto dokumentu uvedených a doporučují investorům konzultovat investiční záměry s odbornými poradci. Další informace, sdělení klíčových informací, kopie statutu (prospektu) fondu a poslední výroční a pololetní zprávy můžete (zdarma) získat v sídle společnosti Conseq Investment Management, a. s., nebo na www.conseq.cz.

PODROBNĚJŠÍ INFORMACE ZÍSKÁTE

- na telefonické lince společnosti Conseq 225 988 225
- e-mailem na adrese fondy@conseq.cz
- na webové stránce společnosti Conseq www.conseq.cz