

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500 (USD)	4,24 %	USA (USD)	-1,54 %	USD/EUR	-2,86 %	Ropa Brent (USD)	-3,92 %
Evropa – DJ Stoxx 600 (EUR)	6,08 %	Evropa (EUR)	0,14 %	CZK/USD	2,76 %	Zemní plyn (USD)	-5,88 %
Japonsko – Nikkei 225 (JPY)	0,73 %	ČR (CZK)	-1,69 %	CZK/EUR	-0,25 %	Sil. elektřina (EUR)	8,43 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	-1,70 %	Polsko (PLN)	0,00 %	PLN/EUR	2,45 %	Zlato (USD)	-0,87 %
ČR – PX (CZK)	3,11 %	Maďarsko (HUF)	0,24 %	HUF/EUR	-0,03 %	Stříbro (USD)	-7,08 %
Polsko – WIG30 (PLN)	1,20 %	Turecko (TRY)*	-10,70 %	TRY/EUR	8,29 %	Měď (USD)	-3,30 %
Maďarsko – BUX (HUF)	1,22 %						

* BofA Merrill Lynch index

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Maloobchodní tržby sice kvůli uzavírkám provozoven samozřejmě poklesly, ale jinak se ekonomika drží, což naznačuje zlepšení snad všech předstihových ukazatelů, některých dokonce na úroveň vyšší než před začátkem pandemie.

Ekonomika Evropské měnové unie (EMU) se dle druhého odhadu (a samozřejmě v souladu s očekáváním) **ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku vrátila z nebeských růstových výšin třetího čtvrtletí zase zpátky na zem.** Respektive lehce pod ni. Po růstu ve třetím čtvrtletí o 12,5 % q/q (-4,2 % r/r) totiž ve čtvrtém čtvrtletí její ekonomika poklesla, byť dle finálních dat jenom mírně (o 0,7 % q/q, respektive o 4,9 % r/r). Strukturální data zveřejněná během března 2021 ukázala, že na tomto mezičtvrtletním poklesu se podílela jen poptávka domácností, která mezičtvrtletnímu růstu ubrala 0,7 p. b. Ostatní složky agregátní poptávky buďto přispěly růstu pozitivně (hrubé fixní investice +0,33 p. b.) nebo de facto stagnovaly (vláda +0,09 p. b., čistý export -0,07 p. b.)

Měsíční data, která byla v EMU v průběhu března 2021 zveřejněna, sice refletovala uzavírky obchodů (viz propad maloobchodních tržeb), ale také neutuchající naděje, že již brzy bude podstatně lépe (viz předstihové indikátory).

Maloobchodní tržby zaznamenaly v lednu 2021 po prosincovém meziměsíčním růstu o necelá dvě procenta výrazný propad, a to o bezmála 6 %, který byl největší od dubna 2020 (-11,4 % m/m). Není ale divu: krátké předvánoční prosincové rozvolnění poměrů bylo v lednu vystřídáno opětovným uzavřením provozoven. Irsko i Rakousko zaznamenaly dvouciferné m/m poklesy, Francie se k takovému výsledku poklesem o 9,9 % m/m přiblížila nejvíce, jak to šlo. Meziroční pokles maloobchodních prodejů tak dosáhl 6,4 %. **Spotřebitelská důvěra** zůstala přitom v lednu i v únoru 2021 stabilní: v lednu dosáhla -15,5 bodu, v únoru -14,8 bodu, obojí ve shodě s průměrnou hodnotou v posledním čtvrtletí minulého roku (-15,6 bodu). V **březnu** se důvěra domácností naopak zlepšila, a to na -10,8 bodu, což byla její nejlepší hodnota od února minulého roku (tj., od posledního předpandemického měsíce). Vzhledem k tomuto zlepšení se dá čekat, že ve zbytku 1Q21 se už situace v maloobchodu nezhoršovala. Takovému očekávání nahrává i **trh práce**, který je velmi stabilní: sezonně očistěná míra nezaměstnanosti dosáhla v lednu 2021 8,1 %, což je jen o 0,7 p. b. více než před rokem (nejvyšší je nadále míra nezaměstnanosti ve Španělsku, a to 16 %).

Průmyslová produkce počátkem letošního roku vzrostla o 0,8 % m/m, a to i přesto, že v Německu v jakožto největší ekonomice eurozóny poprvé po 8 měsících poklesla (-0,4 % m/m). Zpracovatelský subsektor průmyslové produkce rovněž rostl, byť o něco mírnějším tempem (+0,6 % m/m). Meziroční tempo se však poprvé od října 2018 dostalo do černých čísel, i když jenom tím nejmenším možným rozdílem (+0,1 % r/r).

Měkké indikátory v průmyslu se dále zlepšily, dostaly se tak už na předpandemické úrovně. **Důvěra v průmyslu** měřená **EK** byla už v lednu 2021 (-6,1 bodu) lepší než bezprostředně před začátkem pandemie v únoru 2020 (-6,2 bodu), v únoru i v březnu se posunula ještě výš. Svým březnovým výsledkem (+2 body) se dokonce dostala na nejvyšší hodnotu od prosince 2018. V největší ekonomice eurozóny se index **IFO**, mapující poměry v průmyslu, v březnu dostal na hodnoty (96,6 bodu), na kterých nebyl od června 2019. Zlepšilo se přitom nejenom hodnocení stávající situace (93 body, nejvýše od února 2020), ale hlavně složka očekávání (100,4 bodu). Takto vysokou míru optimismu ohledně budoucnosti jsme naposledy viděli před 2,5 lety, v srpnu 2018. A nakonec narostl i **index nákupních manažerů (PMI)** ve zpracovatelském průmyslu, který se svou březnovou hodnotou 62,4 bodu dostal na historické maximum (měří se od června 1997). **V dominantním sektoru služeb je situace sice horší, ale i tam se zlepšuje:** oproti únoru, kdy index dosáhl 45,7 bodu, se v březnu zlepšil na sedmiměsíční maximum 48,8 bodu. Dohromady se tak poprvé po půlroce **celkový kompozitní index PMI dostal nad 50**, což indikuje expanzi ekonomiky.

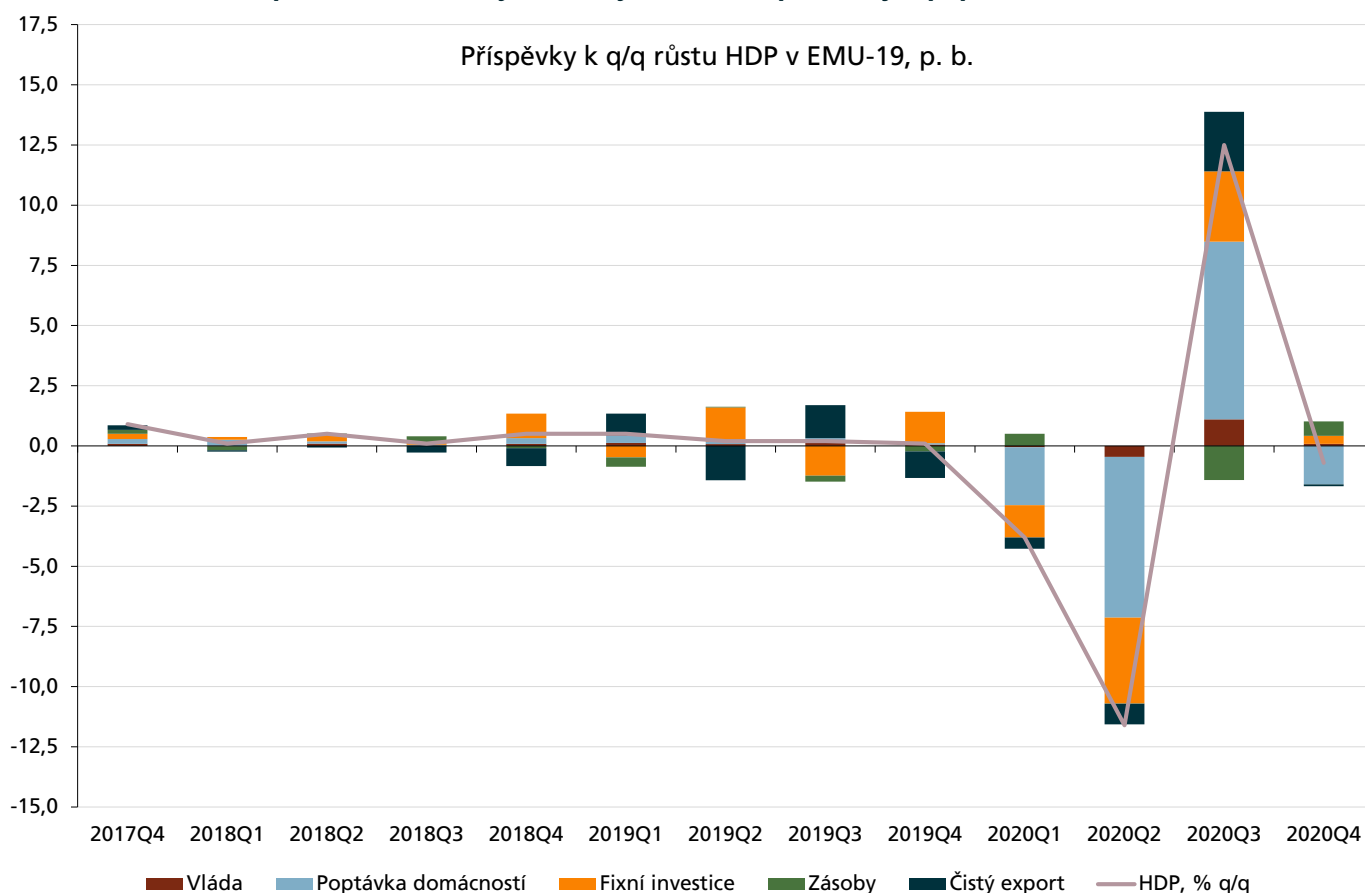
EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Celková inflace dle předběžných dat dále narostla, a to z 0,9 % v únoru na **1,3 % v březnu**. Důvodem růstu byl výrazný nárůst v sektoru energií, kde po sérii 13 měsíců negativních příspěvků k růstu celkové cenové hladiny cenový okruh energií přidal 4,3 % r/r. Poptávkové tlaky jsou však stále slabé, jak potvrzuje březnové zpomalení jádrové inflace na 0,9 %.

Na posledním zasedání (11. 3. 2021) ECB samozřejmě žádnou změnu politiky neprovedla, jasně však naznačila, že nedovolí růst výnosů. Prohlásila totiž, že očekává, že „tempo nákupů v rámci PEPP bude v příštím čtvrtletí výrazně rychlejší než v prvních měsících tohoto roku“, což je evidentně reakce na růst výnosů během února a března. Aby bylo trhu jasné, že se jedná o „whatever it takes“ slib podobný slibu Draghiho z roku 2012 nedopustit rozpad eurozóny, hodila koncem měsíce jeho nástupkyně v čele ECB Lagardová investorům rukavici, když řekla, že můžou „odhodlání ECB [nepřipustit zpřísnění měnově-politických podmínek skrze růst výnosů] testovat, jak jen chtějí“, ECB však nepovolí.

Na poklesu ekonomiky Eurozóny se ve 4Q20 podílela jen poptávka domácností



Zdroj: Eurostat, <http://goo.gl/p7uuIT>

USA

Americká ekonomika sice v únoru kvůli počasí klopýtla, její vyhlídky se však díky zlepšování trhu práce i schválení dalšího balíku fiskálních stimulů zlepšily. Inflace je nadále nízká.

Americká ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku samozřejmě také nezapomněla stratosférické tempo růstu z třetího čtvrtletí (33,4 % q/q, anualizovaně), ale na rozdíl od eurozóny ani mezičtvrtletně nepoklesla. Tempo jejího anualizovaného mezičtvrtletního růstu totiž dle třetího odhadu dosáhlo 4,3 % (vs. druhý odhad +4,1 %), když se na něm výrazně podepsaly jak hrubé fixní investice (+4,4 p. b.), tak, což bylo vcelku překvapivé, rovněž spotřebitelské výdaje na služby (+1,9 p. b.); výdaje na zboží růstu naopak dle očekávání ubíraly (-0,3 p. b.).

Data zveřejněná během března 2021 byla smíšená: na jedné straně sice počasí utlumilo průmyslovou produkci a maloobchodní tržby, na druhé straně se dále zlepšil trh práce.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

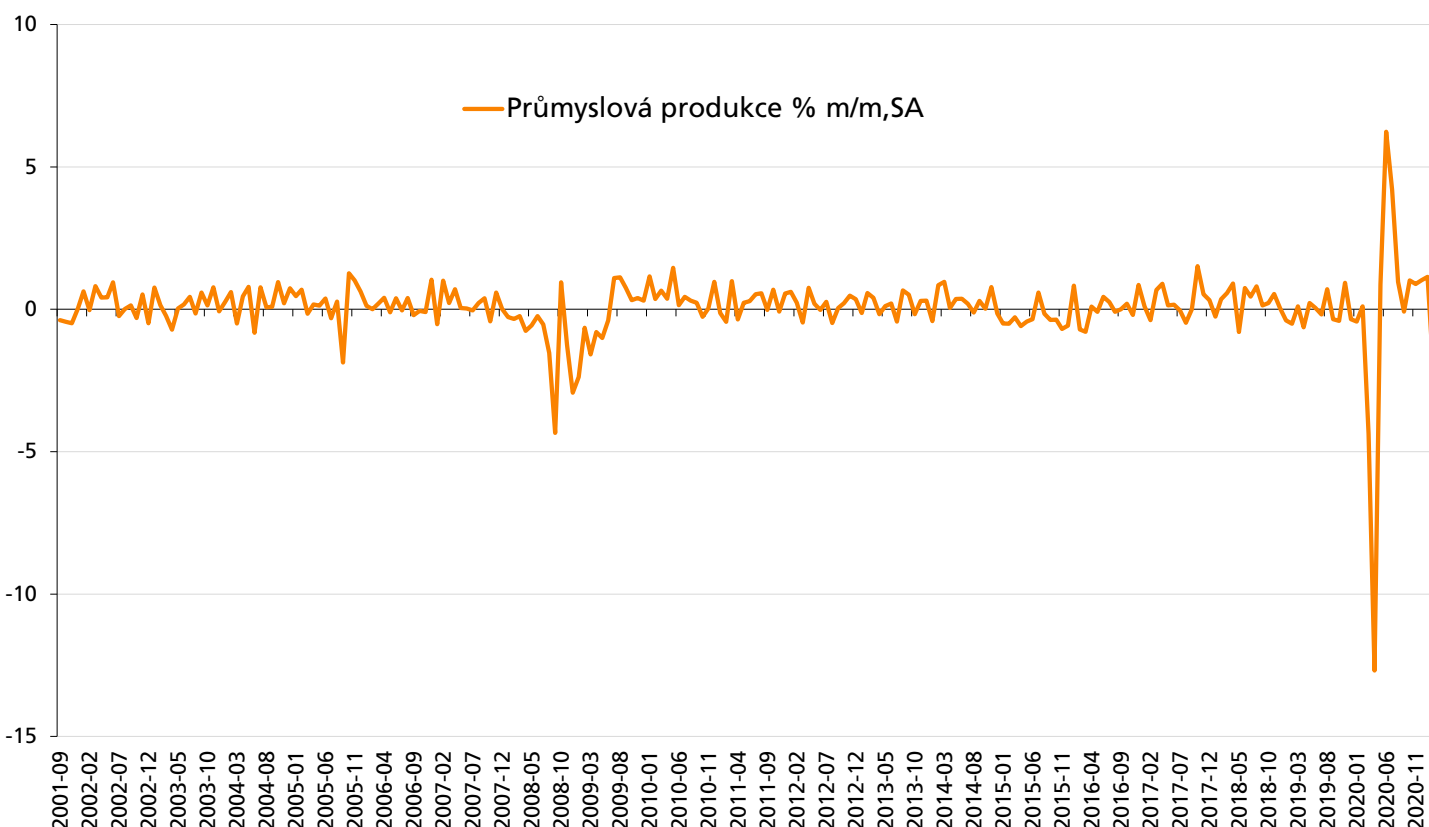
USA

Celkové **maloobchodní tržby** bez aut a bez paliv se po poklesech (dohromady o 4,2 %) ve všech třech měsících posledního čtvrtletí minulého roku v lednu sice výrazně zvedly (+8,5 % m/m), v únoru 2021 však opět poklesly. Únorový pokles o 3,3 % po lednovém silném růstu samozřejmě není žádná katastrofa, tím méně, uvědomíme-li si, že primárním důvodem bylo velmi chladné počasí zejména na jihu Spojených států. Druhým vysvětlením poklesu v únoru je efekt základny: v lednu totiž tržby podpořily rovněž 600dolarové šeky schválené koncem prosince, které většina příjemců obdržela právě počátkem letošního roku. Únorový pokles byl tak skoro jistě jen přechodný. A i tak byly maloobchodní tržby v únoru 2021 o 6 % vyšší než před rokem. Výhled zlepšuje největší fiskální balíček mírových časů: poté, co se koncem prosince 2020 Demokraté a Republikáni domluvili na novém balíčku fiskální podpory (900 mld. USD), schválila Sněmovna reprezentantů hned koncem února další balíček. Jelikož v polovině března jej pak podepsal i prezident Joe Biden, balíček za bezmála 2 biliony dolarů, navíc z převážné části zacílený na běžné příjmy (a nikoliv třeba na infrastrukturní projekty), se může rozběhnout.

Trh práce se v únoru opět zlepšil. Míra nezaměstnanosti totiž v únoru klesla z prosincových 6,7 % a lednových 6,3 % o 0,1 p. b. na 6,2 %, což už je jen o 2,7 p. b. více než v únoru 2020. Oproti lednu 2021 však neklesla míra nezaměstnanosti U6 (zahrnující kromě nezaměstnaných i ty, co pracují méně, než by chtěli, a ty, kteří hledání práce vzdali kvůli absenci naděje, že nějakou najdou), když tato zůstala na lednových 11,1 %. Zlepšení však naopak bylo vidět na „tokových“ datech. U prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti dosáhl březnový týdenní průměr 733 tis. (v prosinci to bylo cca 836 tis., v lednu 842 tis., na jaře během druhé poloviny března a první poloviny dubna 5,5 mil.), u pokračujících žádostí došlo v březnu k poklesu pod 4 miliony.

Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby v únoru po devíti měsících nepřetržitého růstu poprvé meziměsíčně poklesly, a to o 1,1 %. Po vyloučení volatlní kategorie letadel a kategorie vojenské techniky, tj. poté, co objednávky skutečně představují proxy pro fixní investice většiny firem, je obrázek podobný: v únoru 2021 první pokles po třech čtvrtletích, ale jen o 0,8 % m/m. Meziročně jsou objednávky zboží bez letadel a zbraní stejně jako v lednu o 9,1 % **vyšší** než před rokem. Tento vývoj je vcelku překvapivý ve světle toho, jak se vyvíjela **průmyslová produkce**. Ta se sice po propadu v březnu a dubnu minulého roku s výjimkou drobného zakolísání v září (-0,1 % m/m) nepřetržitě zlepšovala, ale i tak byla koncem prosince stále ještě o 3 % nižší než koncem února 2020. V lednu letošního roku pak přidala 1,1 % m/m, v únoru však o 2,2 % m/m klesla. I zde však bylo, podobně jako u maloobchodu, důvodem únorového nezdaru počasí, které vyřadilo z provozu některé podniky, zejména na jihu USA.

Průmyslová produkce kvůli počasí v únoru poměrně výrazně klesla



Zdroj: Federal Reserve, <https://bit.ly/39xMtdA>

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Jádrová PCE inflace přidala v únoru 2021 0,1 % m/m, meziroční tempo tedy dosáhlo 1,4 %, což je stejné jako v srpnu 2020 nebo v prosinci 2020. Zatím tak obavy finančního trhu z vysoké inflace nejsou opodstatněné. Vezmeme-li však v úvahu gigantický balík fiskální pomoci (900 mld. v prosinci, 1900 mld. v březnu) a očekávaný letošní návrat k normálu díky vakcinaci, není nepředstavitelné, že se letos (a v dalších letech) znatelného růstu inflace nakonec dočkáme.

Americká centrální banka na svém březnovém zasedání ponechala nastavení měnové politiky beze změny. Sazby zůstaly na nule a nezměnil se ani závazek FEDu pokračovat v agresivních nákupech aktiv. Pokračující vakcinace, schválení fiskálního plánu podpory během února a jeho podpis prezidentem v polovině března však znamenaly, že se výhled od posledního zasedání přece jenom zlepšil. To pak v textu prohlášení reflektoval i samotný FED, když řekl, že „*po poklesu tempa zpomalení v minulosti se v minulých týdnech indikátory zaměstnanosti i ekonomické aktivity zvedly*“ a že se tak bude dít díky podpoře vlády i nadále. Přes to všechno však mediánové datum prvního zvýšení sazeb je stále až v roce 2024. Na rozdíl od situace před 3 měsíci však již 7 (místo tehdejších tří) členů FOMC očekává alespoň jedno utažení do konce roku 2023.

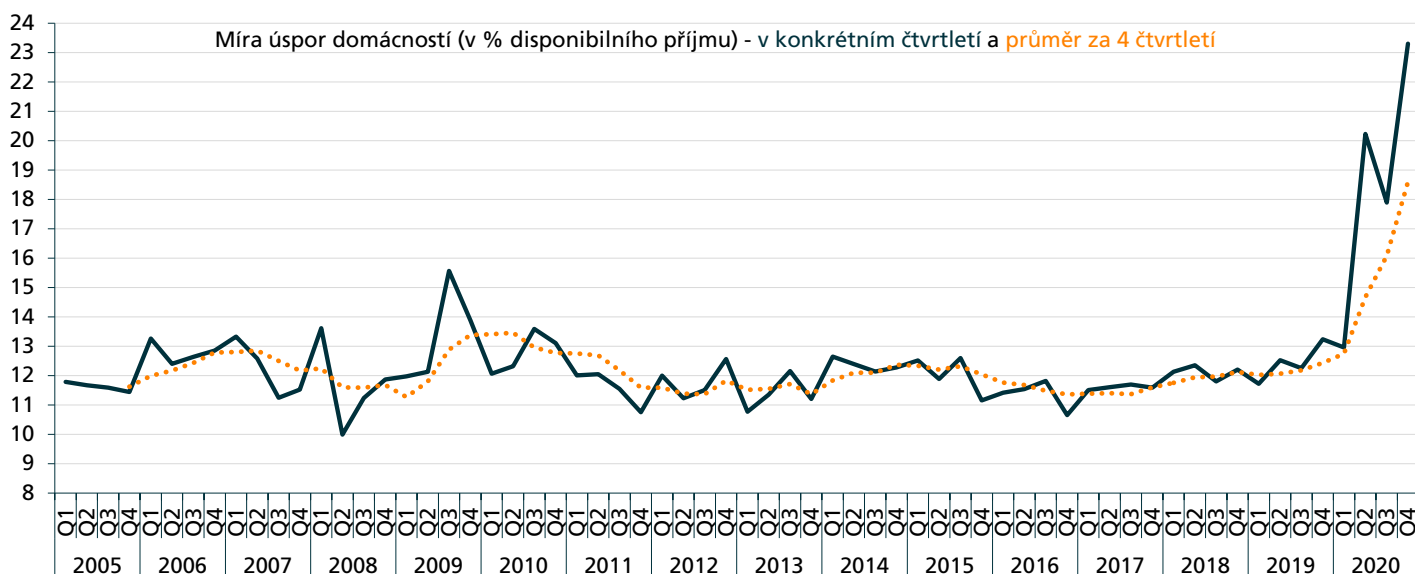
CEE3

ČR

Ekonomika se s podzimní a zimní vlnou pandemie vypořádává lépe než s tou první, jarní. Míra úspor domácností, která nebývale narostla, představuje zásobárnu poptávky pro dobu, kdy se ekonomika znovu plně otevře. Může pak pomoci zvednout inflaci, která nyní naopak zpomaluje.

Po poklesech v prvním a ve druhém čtvrtletí minulého roku (o 3,1 % q/q v prvním a o 8,7 % q/q ve druhém čtvrtletí) a po výrazném oživení ve třetím čtvrtletí (+7,1 % q/q) ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí dle finálních dat ze začátku dubna 2021 překvapivě rostla, a to až o 0,6 % q/q. To znamená, že se i navzdory druhé vlně pandemie, která ČR zasáhla na podzim a která v podstatě pokračuje doteď, dokázala nejen vyhnout dalšímu propadu (a tudíž recesi tvaru písmene W), ale také to, že za celý rok ekonomika poklesla „jen“ o 5,6 % (v posledním čtvrtletí pak pokles dosáhl 4,8 % r/r). To, že druhá vlna pandemie se na růstu nepodepsala tak jako první, je důsledkem mnohem lepšího vývoje průmyslu (ten na rozdíl od jara 2020 nezavřel provozy), ale také menších propadů v maloobchodu. Výdaje domácností ve 4Q20 totiž klesly o 4,2 % r/r (vs. -7,2 % ve 2Q20), export se dokonce zvýšil o 6,9 % q/q (vs. propad o 21,4 % ve 2Q20), neboť nedošlo k žádnému uzavření továren jako na jaře. Co se spotřeby domácností týče, pro budoucnost je důležité, že **míra úspor díky poklesu daní a uzavření obchodů výrazně vzrostla, a to až na neuvěřitelných 23,3 % disponibilního příjmu ve 4Q20.** To je rezervoár nakumulované poptávky, který ekonomiku může po jejím znovu-otevření nakopnout, byť efekt tohoto krátkodobého vzdmutí spotřeby pro státní rozpočet určitě nevykompenzuje dopady snížení daní. To, jak velké tyto dopady na rozpočet jsou, je vidět z dat o plnění rozpočtu za první čtvrtletí: **deficit rozpočtu v prvních třech měsících letošního roku dosáhl gigantických 125 mld. korun.**

Míra úspor domácností díky poklesu daní a uzavření provozoven nebývale narostla



EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

Průmyslová produkce, která během března a dubna minulého roku ztratila více než 35 % a která v následujících třech měsících přidala skoro 40 %, přidala ve čtvrtém čtvrtletí 1,6 % (ovšem jen díky růstu o bezmála dvě procenta již v říjnu). V dalších dvou měsících pak produkce klesla (o 0,1 % m/m v listopadu a o 0,2 % v prosinci) a poklesem začal i nový rok 2021: v lednu produkce klesla o 0,4 % m/m. Meziročně tak tempo jejího růstu dosáhlo +0,6 %. Index **PMI ve zpracovatelském průmyslu** přitom naznačuje ještě mnohem lepší výsledky. Již koncem minulého roku se dostal na 57 bodů, v prvním čtvrtletí se tam udržel, když v lednu dosáhl 57 bodů, v únoru 56,5 bodu a v březnu dokonce 58 bodů, nejvíce od února 2018. Takové hodnoty historicky indikují meziroční tempo růstu o 4–6 %. Ani **důvěra v průmyslu měřená ČSÚ** neukazuje na opakování jara minulého roku: zatímco na jaře 2020 se důvěra propadla až k –30 bodům, letos se drží lehce pod nulou. V samotném únoru se dokonce dostala nejvýše (–1,3 bodu) od dubna 2019, v březnu potom jen mírně poklesla (–3 body). To bylo vzhledem k vývoji pandemie a (nyní již malému, ale trvajícím) riziku, že dojde k zavření průmyslových provozů, hodně překvapivé.

Celkové **maloobchodní tržby** (tj., tržby včetně pohonných hmot a motorových vozidel) samozřejmě uzavírkami utrpěly, ovšem méně než na jaře minulého roku. Listopadový meziroční pokles o 7,2 % r/r se díky krátkodobému otevření obchodů v prosinci zmírnil na –3,2 % r/r (u nepotravinářského zboží mimo aut dokonce z –11,2 % na +2,3 %), v lednu se však situace opět zhoršila: celkové tržby poklesly o 5,2 % r/r, nepotravinářské tržby mimo aut pak o 11,4 % r/r. Data o maloobchodě budou i ve zbytku 1Q21 horší. Vinou zhoršující se epidemiologické situace se totiž v únoru i v březnu dále zhoršil sentiment domácností měřený Českým statistickým úřadem. U důvěry domácností se poté, co se tato v prosinci, reflektujíc krátkodobé rozvolnění restrikcí, skokově zvedla o 8 bodů na –14,5 bodu, v lednu index důvěry vrátil na –17,8 bodu. Protože v únoru pak poklesl na –21 a v březnu na –22 bodů, dostala se tak spotřebitelská důvěra na dohled k dubnovému dnu (–25,3 bodu) z minulého roku.

Měnově-politická inflace na meziročním základě dále zpomalila z lednových 2,2 % na únorových 2,1 %, což je její nejnižší hodnota od prosince 2018. **Jádrová inflace** reflektující růst cen neregulovaných, nepotravinářských komodit (ergo, celková inflace bez regulovaných cen, cen potravin a cen pohonných hmot) také zpomalila, a to o 0,4 p. b. na 3,2 %.

ČNB zasedala koncem března 2021, k žádné změně měnové politiky samozřejmě nedošlo, neboť, jak konstatovala BR ČNB, „*v situaci bezprecedentní míry nejistoty, která nadále ovlivňuje jak samotný hospodářský život, tak i jeho zachycení statistickými daty, se zimní (listopadová) prognóza zatím docela uspokojivě naplňuje*“. Výhled měnové politiky se posunul mírně holubičím směrem: ČNB totiž konstatovala, že rizika pomalejšího odeznívání pandemie jsou velká a mohou „*vést k potřebě udržovat měnové podmínky uvolněné o něco déle než v prognóze*“.

POLSKO

Ekonomika je vzhledem k nadále probíhající pandemii i v prvním čtvrtletí letošního roku v překvapivě dobré kondici – průmysl jede, domácnosti v rámci možností utrácí. Navzdory návratu inflace nad 3 % a výhledu silného růstu ekonomiky se polská centrální banka stále ani k verbálním náznakům přísnější politiky příliš nemá.

Pokles polské ekonomiky dosáhl v posledním čtvrtletí minulého roku dle finálních dat z konce února 2,8 % r/r. Struktura dat ukázala, že na poklesu ekonomiky se podílely ty samé složky agregátní poptávky jako ve 2. čtvrtletí minulého roku: poptávka domácností a fixní investice. Příspěvek první z těchto kategorií byl –1,7 p. b. (po nulovém příspěvku ve 3. čtvrtletí), příspěvek fixních investic byl –2,8 p. b. (rovněž horší než –1,7 p. b. ve třetím čtvrtletí). Lze tak říct, že rozjezd podzimní vlny se na ekonomice projevil kvalitativně stejně jako vlna jarní, kvantitativně však byl efekt, stejně jako v ČR, menší. Ze složek agregátní poptávky, které se podílely na meziročním růstu kladně, nestojí žádná moc za řeč: že bude poptávka vlády pozitivní, bylo jasné, čistý export (+0,4 p. b.) se do plusu dostal jen díky poklesu dovozu.

Průmyslová produkce si stále vede velmi dobře, když ve všech měsících od září zaznamenala pozitivní růst: ve 4Q20 vzrostla o více než 2 procenta, v prvních dvou měsících letošního roku pak o více než 1,6 % (leden 1,4 %, únor +0,2 % m/m). Meziroční tempo růstu se tak v únoru dostalo na +4,2 %. V nastoleném trendu bude produkce zřejmě dále pokračovat: jelikož se během 1. čtvrtletí letošního roku dále zvedl index nákupních manažerů (leden 2021: 51,9 bodu, únor: 53,4 bodu, březen: 54,3 bodu), vypadá to, že pro průmyslovou produkci bude zbytek 1. čtvrtletí a počátek 2. čtvrtletí letošního roku velmi dobrý.

Po částečném uvolnění podmínek pro provoz nákupních center před Vánoce došlo k lednu 2021 k opětovnému uzavření provozoven. **Reálné maloobchodní tržby** tak v lednu poklesly o 6 % r/r, a to zejména vinou poklesu prodeje pohonných hmot (–16 % r/r), oblečení a textilu (–41 % r/r). Jelikož v únoru se obchody v nákupních střediscích otevřely, a protože vývoj jak spotřebitelského sentimentu, tak nezaměstnanosti (únor: 6,2 % po sezonním očištění) zůstal dobrý, tržby **se v únoru zlepšily na –2,7 % r/r**.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

Nejenom nezaměstnanost, ale i mzdy ukazují, proč je poptávka domácností v pohodě a proč se na ni polská ekonomika bude moct po kompletním otevření spolehnout. Růst mezd zůstal totiž i v lednu a v únoru v černých růstových číslech: v lednu 2021 dosáhl růst meziročně +4,8 %, v únoru +4,5 %. I když se jedná podobně jako kupř. v Maďarsku o statistickou záležitost (po březnu minulého roku totiž došlo k nárůstu nezaměstnanosti, byť mírnému, a tento byl koncentrován v nízkopříjmových skupinách), je jasné, že pokud by měly mzdy nyní výrazně klesat, ani tento statistický efekt by to nezakryl. To se však neděje, a tak lze dovodit, že tlak směrem dolů na mzdy v polské ekonomice vinou pandemie prostě není.

Inflace je na houpačce. Po prosincovém střemhlavém zpomalení na 2,4 % poskočila v lednu 2021 mírně nahoru (2,6 %), v únoru se pak opět vrátila na 2,4 %. **V březnu** však dle prvních dat **inflace** překonala očekávání a dostala se opět nad 3 %, když cenová hladina **rostla o 3,2 %**. Důvodem byly zejména ceny paliv, jejichž růst dosáhl 7,6 % r/r. Jádrová inflace, která ještě zveřejněna nebyla (stane se tak až v polovině dubna), dle našeho odhadu poskočila z únorové hodnoty 3,7 % na 3,9 %; jádrová inflace je tak nadále setrvale vysoko.

Měnový výbor centrální banky (MPC) zasedal počátkem března (v dubnu zasedá až 7. 4.), žádná změna nastavení měnové politiky se samozřejmě neodehrála. Byla zveřejněna nová inflační prognóza, dle které zůstane hodnota inflace v nejbližších třech letech nad cílem polské centrální banky (2,5 %): v roce 2021 dosáhne 3,2 %, v roce 2022 2,8 % a v roce 2023 pak 3,2 %. Růst HDP se také očekává v solidním tempu, a to o 4 % letos, 5,5 % a 5,4 % v dalších dvou letech. Přes očekávání silného růstu a neklesající inflace se však polská centrální banka zatím k přísnější měnové politice moc nemá: na zasedání o tom vůbec nemluvila a naopak čeká, že sazby letos a v roce příštím zůstanou neměnné. Trh však tomu, že MPC bude sedět na rukou a nedělat nic, přestává věřit: FRA 9x12 se v posledních týdnech dostal na 0,4 %.

MAĎARSKO

Maďarská ekonomika v 1. čtvrtletí nijak rychle nerostla (průmysl i tržby v maloobchodě mírně klesly), ale ani se nijak dramaticky nepropadla. Inflace se díky cenám energií vrátila nad 3 %.

HDP poklesl ve 4. čtvrtletí po sezonním a kalendářním očištění o 4,1 % r/r; mezičtvrtletní růst dosáhl však +1,4 %. Na pokračujícím zlepšení se v mezičtvrtletním srovnání nejvíce podílely spotřebitelské výdaje, které přidaly (po sezonním i kalendářním očištění) 1,3 % q/q, ale také fixní investice (+4,4 % q/q) a vládní poptávka (+3,6 % q/q). Za celý minulý rok ekonomika poklesla o 5,1 %.

Maloobchodní tržby si vedly loni a vedou i letos dobře. Po pouze 2 měsících meziročního poklesu v minulém roce (který ovšem nebyl nijak dramatický: v dubnu 2020 o 8,2 % a v květnu 2020 o 3,6 %) se jejich meziroční růst již počátkem minulého léta dostal k -1 %. Kolem této hranice se od té doby drží – v lednu letošního roku klesly tržby meziročně o 1,5 %, přitom i v Maďarsku se od podzimu zpřísnila opatření, takže se dalo čekat, že se tržby propadnou více. Není ale moc divu, že se tak nestalo: **míra nezaměstnanosti** v lednu 2021 dosáhla 4,3 %, v únoru 4,5 %. To je sice nad dnem z období před začátkem pandemie (3,5 %), ale nárůst je to vpravdě minimální.

I počátkem letošního roku pokračovalo vysoké meziroční tempo růstu mezd, i když je jasné, že mnohem více než stav ekonomiky reflektuje reportovaný růst mezd statistický artefakt způsobený tím, že růst nezaměstnanosti byl koncentrován v nízkopříjmových kategoriích (což uměle zvedlo meziroční tempo růstu průměrné mzdy). Růst mezd za listopad (+8,6 % r/r), prosinec (+10,6 % r/r) i leden 2021 (+9,5 % r/r) je zcela jistě zkreslený tímto způsobem a bude tomu tak až do druhého čtvrtletí letošního roku. **Maďarská průmyslová produkce v lednu 2021** po listopadovém a prosincovém poklesu (-1 % m/m a -2,7 % m/m) v lednu 2021 de facto stagnovala (+0,2 % m/m). Meziroční tempo pak na rozdíl od kladného listopadu (+1,5 %) a prosince (+1,2 %) v lednu kleslo do červených čísel (-2,8 % r/r). **Index nákupních manažerů (PMI)** se poté, co se během 4. čtvrtletí a pak i v lednu 2021 (+54,5 bodu) tvrdošjně držel nad 50, v únoru i v březnu dostal pod tuto hranici (49,4 resp. 48,7 bodu). Zdá se tak, že ani únorová a březnová produkce nebude o moc lepší než ta lednová, což je rozdíl oproti situaci v Polsku a v ČR.

Celková inflace po třech měsících na hladině 2,7 % **v únoru** vzrostla zpátky nad 3 %, když **dosáhla 3,1 %**. Meziměsíční únorový růst o 0,7 % byl způsoben růstem cen pohonných hmot (3,8 % m/m) a růstem cen potravin (+1 % m/m), vzrostly ale také služby (+0,5 % m/m, stejně jako v lednu) a zboží dlouhodobé spotřeby (+0,4 % m/m, +3,8 % r/r). Poptávková inflace (tj., jádrová inflace bez zpracovaných potravin) zůstala na lednové úrovni 3,4 %, tj. je nyní o 0,4 p. b. vyšší než v listopadu a o 0,2 p. b. vyšší než v únoru minulého roku.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

MAĎARSKO

Na březnovém zasedání ponechal měnový výbor centrální banky (MNB) sazby bez změny (+0,6 % na hlavní tříměsíční sazbě, -0,05 % na depozitní O/N sazbě a +1,85 % na O/N zápůjční sazbě) a beze změny zůstaly i parametry dalších probíhajících měnově-politických programů (QE, FGS Go!). Výbor zdůraznil dvě hlavní rizika, proč by inflace mohla být vyšší, než v hlavním scénáři čeká: vyšší riziková averze vůči rozvíjejícím se trhům a potenciální sekundární efekty vyšších cen paliv poté, co se otevře ekonomika. Byla zveřejněna i nová prognóza: letos centrální banka čeká růst HDP mezi 4 a 6 %, inflaci pak mezi 3,8 a 3,9 %. Pro rok 2022 by pak inflace měla zpomalit do pásma 2,9–3 %. Zpřísnění měnové politiky však maďarská centrální banka podobně jako její polská kolegyně nečeká.

ROPA

Po divoké bouři v dubnu 2020 (koronavirová uzavírka ekonomik a následný propad poptávky po ropě, konflikt mezi OPECem a Ruskem), kdy se cena ropy (WTI) k fyzickému odběru dostala až do hluboce negativních hodnot, se situace v následujících měsících uklidnila. Během 5 měsíců včetně října se ropa držela v pásmu 37–43 dolarů za barel. Od listopadu vlivem spekulací o brzké dostupnosti vakcíny proti COVID-19 a v dalších měsících s postupující vakcinací ropa začala cenově růst. V letošním roce její růst pokračuje a díky extrémní zimě na jihu USA se v únoru 2021 dostala až nad hranici 63 dolarů za barel. V březnu pak sice na chvíli vzrostla přes 65 dolarů za barel, ale poté, co OPEC+ zveřejnil nižší predikci globální poptávky, však zamířily zpátky k 60 dolarům za barel.

AKCIOVÉ TRHY

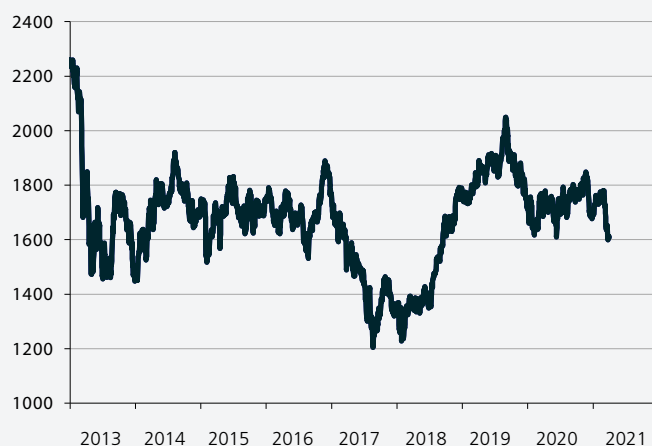
Vyspělým akciovým trhům se v březnu dařilo. Celosvětový akciový index vyspělých trhů MSCI World si meziměsíčně připsal slušných 3,1 %. V rámci regionů celoevropský index DJ STOXX 600 vzrostl o 6,1 %, americký index S&P 500 pak dosáhl na svá historická maxima, přičemž měsíc zakončil 4,2 % v plusu. Lepší výkonnost evropských akcií byla dána vyšší vahou levnějších hodnotových akcií, kterým se již pátým měsícem daří. Akcie rostoucích společností jako například Apple, Microsoft nebo Google naopak mírně zaostávaly. Pozitivně se obecně odrážely uvolněně nastavené měnové politiky centrálních bank, rostoucí proočkovanosť proti nemoci COVID-19, globálně klesající počet nakažených nebo optimistický výhled na druhou polovinu roku ať již z pohledu rozvolňování lockdownů, ekonomického ožívování, růstu zisků společností nebo fiskálních stimulů.

Kladné zhodnocení si připsaly také všechny středoevropské akciové trhy. Nejvyšších zisků dosáhl rumunský akciový index BET (+9,7 %). Za skvělou meziměsíční výkonností byl především růst cen akcií bank BRD (+9,8 %) a Transilvania (+11,6 %), které se obchodují na atraktivních úrovních, přičemž disponují silným kapitálem pro pokrytí případných nesplacených úvěrů nebo k vyplacení štědrých dividend. Více než pětiprocentní zhodnocení však předvedly také další rumunské akcie: OMV Petrom, Fondul Proprietatea, MedLife, Purcari Wineries... Dařilo se i mnoha polským akciím (index WIG 30 +1,2 %), s výraznými ztrátami skončily růstové Allegro a CD Projekt, který nenadchl nově zveřejněnou strategií pro příští roky, ani patchem č. 2 pro nedávno vydanou hru Cyberpunk 2077. Český (PX index 3,1 %) a maďarský (BUX index 1,2 %) akciový trh prošly březnem bez výrazných kurzotvorných zpráv.

MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

AKCIOVÉ TRHY

Akcie na rozvíjejících se trzích mírně korigovaly zisky z předchozích měsíců, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD ztratil 1,7 %. Částečně se však do tohoto výsledku promítl také posilující dolar. Trhy nejvíce dolů táhly čínské akcie, domácí akcie (index CSI 300) odepisovaly 5,4 %, akcie obchodované v Hong-Kongu pak přes 2 %. Jako hlavní důvody vidíme vysoké valuace, které přiměly investory vybrat část dosažených zisků a vystřídání optimismu z ekonomického oživení pesimismem ohledně možného utažení měnových podmínek. Oproti tomu ostatní hlavní asijské trhy připisovaly mírné zisky. Dařilo se rovněž akciím v Latinské Americe, které dokázaly navzdory zhoršující se epidemiologické situaci (zvláště v Brazílii) umazat ztráty z předchozího měsíce. Rostoucí ceny ropy pomáhají také ruským akciím (+5,8 %). Největší šok zažili investoři v Turecku, kde se tamní trhy propadly po oznámení prezidenta Erdogana, který zcela neočekávaně vyměnil guvernéra centrální banky. Důvěra v předchozí odpovědnou politiku tím byla silně nalomena. Akcie oslabily meziměsíčně o více než 8 % a výnosy dále snížilo oslabení turecké liry (přes 8 % vůči EUR).

MSCI WORLD INDEX



Zdroj: Bloomberg

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

Ve Spojených státech došlo v únoru k výraznému růstu výnosů a stejný vývoj pokračoval i v březnu. Díky překvapivě dobrému tempu vakcinace a obrovskému fiskálnímu stimulu, který v březnu svým podpisem uvedl v život americký prezident a vinou kterého se na trh vrátily obavy z inflace, se desetileté výnosy dostaly z jednoho procenta koncem ledna přes 1,5 % koncem února až na 1,75 % koncem března. Vzhledem k tomu, že trh prozatím věří Fedu a jeho slibu nezvyšovat sazby, setrvaly dvouleté výnosy na krátkém konci kolem 0,15 %.

Německé desetileté vládní dluhopisy, které v únoru nezůstaly stranou vývoje na americkém dluhopisovém trhu a narostly na –30 b. b. (z lednových –55 b. b.), během března vývoj na americkém dluhopisovém trhu už nekopírovaly. I proto, že inflace v eurozóně hrozí mnohem méně než v USA, desetileté německé výnosy během března jen oscilovaly v úzkém pásmu kolem –30 b. b. Udržet výnosy nízko určitě pomohl i „whatever it takes“ slib Lagardové a vůbec postoj celé centrální banky na březnovém zasedání (tj. příslib zvýšení tempa odkupu aktiv).

DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Na trhu korporátních dluhopisů byl v březnu vývoj vcelku klidný. Korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně denominované v euru se během března příliš nezměnily: u investičních dluhopisů byla změna tzv. total return indexu (TRI) proti konci února –0,02 %, u spekulativních +0,45 %. U dolarových instrumentů byl vývoj jiný – u investičního stupně se zrcadlil výprodej na dluhopisových trzích vládních dluhopisů, který se projevil po poklesu TRI v lednu o 1,7 % a v únoru o 2,6 % poklesem v březnu o dalších 1,3 %. U spekulativních dluhopisů jsme však naopak viděli růst TRI o 0,4 %.

Poté, co v lednu 2021 poprvé od dubna 2020 vzrostly kreditní prémie jak investičních, tak spekulativních korporátních dluhopisů denominovaných v euru, jsme se v únoru dočkali korekce. Dle indexu Markit iTraxx Europe poklesly CDS prémie investičních dluhopisů v únoru o 1,5 %, spekulativních dluhopisů pak o 6,3 %. V březnu pak došlo u investičních dluhopisů k mírnému růstu (+1,6 %), u spekulativních však k dalšímu poklesu, a to o razantních 27,8 %(!). Zatímco v prvním případě jsou CDS prémie o 17,7 % vyšší než počátkem roku 2020, v případě spekulativních jsou o 36 % nižší. To vzhledem k makroekonomické situaci a všemu, co se v posledním roce odehrálo, jen potvrzuje, že zásah centrálních banky byl vpravdě masivní a v podstatě setřel rozdíly mezi spekulativním a investičním stupněm.

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Česká výnosová křivka během března výnosově vzrostla, a to za současného zvýšení sklonu. Krátký (dvouletý) konec totiž po výrazném únorovém růstu (o 70 b. b.) narostl v březnu už jen zhruba 10 b. b. na 1,1 %. To je hodnota, která je o skoro procentní bod výše než počátkem ledna 2021 a také je nejvyšší od konce března minulého roku. Na dlouhém konci jsme byli vinou stále špatné epidemiologické situace a zejména špatného vývoje rozpočtu (a díky tomu pokračující vysoké nabídce nových státních dluhopisů) svědky pokračujícího výprodeje (podobně jako v Maďarsku, ale na rozdíl od Polska): po růstu o 30 b. b. na desetileté splatnosti v únoru vzrostly výnosy v březnu stejným rozsahem a dostaly se tak, poprvé od května 2019, nad 2 %.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Polská výnosová křivka během března téměř nedoznala změn. Poté, co desetileté polské výnosy vlivem růstu výnosů na americkém trhu narostly v únoru o 45 b. b. na 1,6 %, zůstaly na této úrovni i koncem března. Na krátkém konci dvouleté výnosy dokonce poklesly, a to ze zhruba 0,13 % koncem února na 0,07 % koncem března. Je to celkem zvláštní, protože trh FRA již s nějakým mírným růstem sazeb počítá, dalo by se tudíž čekat, že se zmíněná sazební očekávání projeví i na dluhopisové křivce.

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO A UKRAJINA

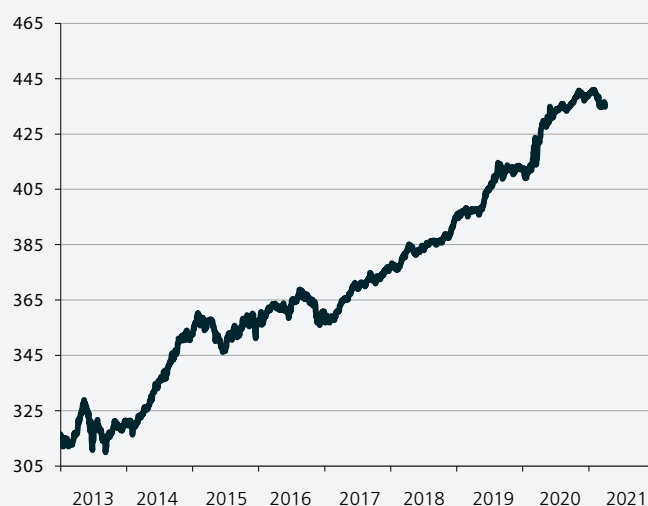
Listopadová změna guvernéra centrální banky a ministra financí přinesly výrazně racionálnější ekonomický kurz, navíc se turecká ekonomika vyhnula recesi, což mělo velmi pozitivní vliv na ceny tureckých aktiv. Tento slibný vývoj tradičně utnul prezident Erdogan. Jako zastánce netradiční ekonomické teorie, že vysoké sazby přinášejí vysokou inflaci, ho rozezlilo další 200bodové zvýšení měnově-politické sazby a bez varování vyměnil trhem velmi pozitivně přijímaného guvernéra centrální banky. Zvýšení sazeb, respektive kladná reálná úroková sazba je přitom nutným předpokladem k utlumení přetrvávající vysoké inflace. Politickým cílem prezidenta je nicméně nepřipustit zpomalení turecké ekonomiky, které by přineslo zhoršení životní úrovně domácího obyvatelstva. Predikce tureckého vývoje se tak opětovně stala velmi složitě předvídatelnou a pozitiva se nyní hledají obtížněji.

Vývoj ukrajinské ekonomiky sice překonává očekávání, země se nicméně stále potýká s probíhající pandemií a nedostatkem vakcín. To bude i nadále omezovat běžný provoz a fungování zemědělského sektoru. Ceny potravin byly, společně s cenami energií, jednou z výrazných položek nadále zvyšujících inflaci. Ta bude růst i během celého letošního roku a měla by překročit 8 %. K tomuto vývoji nemohla zůstat netečná centrální banka a po období stability sazeb zahájila, nejdříve jen slovně a následně změnou měnově-politických sazeb, cyklus jejich růstu. V letošním roce čekáme sérii ještě několika dalších zvýšení sazeb.

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



DLUHOPISOVÉ TRHY

MĚNY

Dolar vůči euru během března posílil z 1,22 na dohled 1,17 USD/EUR. Trh, který v předcházejících měsících nemilosrdně tlačil na posilování eura a který si během ledna a února letošního roku dával pauzu na rozmyšlenou, kam dál, se totiž zřejmě rozhodl, že fiskální stimulus a pokračující vakcinace jsou více pro-dolarové než proti-dolarové faktory. Ano, tři biliony dolarů fiskálního stimulu z posledních 3 měsíců vyvolává, jak je vidět na výnosech dluhopisů, obavy z inflace, ale rychlejší růst ekonomiky tyto obavy evidentně v tuto chvíli více než kompenzoval.

Česká koruna po únorovém oslabení přes 26 CZK/EUR zůstala nad touto hranicí i během celého března. Na chvíli se sice podívala na 26,40, na chvíli pak i dolů k hranici 26, ale drtivou část měsíce byla mezi 26,10 a 26,20 CZK/EUR. Vývoj kurzu **zlatého oproti euru** byl v březnu z pohledu polské centrální banky, která trvá na jeho oslabení, příznivý: polský zlatý totiž oslaboval celý měsíc, v jeho samém závěru se dostal až na 4,68 PLN/EUR, kde byl kurz naposledy na jaře 2009. **Maďarský forint** v první polovině měsíce oslabil až na 368 HUF/EUR a i když ve druhé polovině posiloval, stačilo to pouze na to, aby se vrátil koncem března tam (361–362 HUF/EUR), kde měsíc začínal. Obě měny tak o žádné konvergenci kurzu mluvit nemohou.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Na straně faktorů ukazujících na růst dluhopisových sazeb máme čtveřici důvodů. Zprv je zde extrémní emisní aktivita vlády, která v roce 2020 vytvořila zhruba 380 miliardový deficit, a v letošním roce to bude vzhledem k daňovému balíčku schválenému v prosinci 2020 (s dopadem cca 100 mld. nad již beztak plánovaný deficit ve výši 320 mld. korun) a kvůli špatné epidemiologické situaci (tj. kvůli dlouhé uzavírací ekonomiky) stejné nebo horší. Zadruhé, Česká republika stále vykazuje vcelku vysokou inflaci v její poptávkové složce, a to i když v posledních měsících došlo ke zpomalení. Zatřetí, sazby ČNB jsou sice na nule, ale lze čekat, že letos nebo v příštím roce vyrostou, a to jako první v regionu. Nemusí se sice vyplnit poslední prognóza ČNB čekající v nejbližších 12 měsících čtyřnásobný růst sazeb, ale že bude ČNB první s prstem na utahovacím kohoutku, je dle nás jasné. Začtvrté, jsou zde obrovské fiskální stimuly v Americe a z těchto stimulů pramení strach z vyšší inflace (a tudíž vyšší výnosy v USA).

Naproti těmto faktorům stojí (1) extrémně uvolněná měnová politika (jako důsledek desinflačních/deflačních tlaků) v celé eurozóně, která bude trvat dlouho, a také (2) domácí bankovní sektor ve výrazném přebytku likvidity (a tudíž schopen absorbovat i velké nové emise dluhopisů bez větších problémů). Podle vývoje v minulých měsících se zdá, že první množina faktorů převládá a bude převládat. Proto očekáváme, že výnosová křivka bude dále zvyšovat svůj sklon růstem středně- a zejména dlouhodobých výnosů. Později by se měla vzhůru posouvat celá výnosová křivka.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Polsko je málo zadlužená ekonomika s relativně zdravými fundamenty a centrální bankou, která navíc, pro mnohé celkem překvapivě, snížila vloni sazby až na nulu. Na rozdíl od ČNB však polská centrální banka nemá k utahování politiky dle svých slov prázdnou chuť (a to ani, když její vlastní prognóza ukazuje na inflaci nad 3 % v nejbližších třech letech), spíše naopak. Ani inflační impuls fiskální podpory tam v letošním roce nebude tak velký jako u nás. Tlak na růst výnosů tak zevnitř Polska (prozatím) nemá proč přijít. V eurozóně je situace také stabilizovaná. Evropská centrální banka provádí masivní uvolňování politiky, inflace je nízká (jádrová je na historickém minimu), ekonomika se bude na předpandemické úrovni nějakou dobu vracet. Polské výnosy však může tlačit znatelněji nahoru dění na globálních dluhopisových trzích, a to zejména vlivem růstu inflačních očekávání v USA, potažmo v rámci starého kontinentu právě ve středoevropském regionu.

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO A UKRAJINA

Nečekané rozhodnutí prezidenta Erdogana vyměnit guvernéra zcela vymazalo veškerou nově vybudovanou kredibilitu centrální banky a znamenalo návrat nepředvídatelnosti a poplatnosti vůči prezidentovi v rozhodování o měnové politice. Zahraniční investoři, kteří se do tureckých dluhopisů začali zvolna vracet, tak mohou nyní maximálně doufat, že nový guvernér alespoň hned nezačne s opětovným snižováním sazeb. Prvotní reakce měnového kurzu a cen tureckých dluhopisů byla samozřejmě velmi negativní, nicméně prach se postupně usadil a propad cen a kurzu dále neakceleroval. Těžko ale hledat výraznější budoucí pozitivita. I nadále přetrvává vnější nerovnováha v podobě deficitu běžného účtu a v současné době opětovně zesílené inflační tlaky s tím, jak se uzavírá produkční mezera turecké ekonomiky a projevují se dopady oslabené turecké liry. Nízké devizové rezervy brání centrální bance v eventuální přímé podpoře měny. Rizikem pro kurz je vysoký dolarový dluh turecké ekonomiky a potřeba jeho postupného refinancování. Proti tomu jde naopak hluboké fundamentální podhodnocení kurzu TRY a historicky výrazné podprůměrná participace zahraničních investorů v tureckých aktivech.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO A UKRAJINA

Lepší vývoj ukrajinského státního rozpočtu a s tím související nižší potřeba financování o několik měsíců odsunuly potřebu dojednání financování ze strany Mezinárodního měnového fondu a s tím související implementace nezbytných reforem. A ačkoliv i nadále zůstává Ukrajina na reformní cestě se silným kurzem na západ, pomalý progres plnění požadavků MMF a slabé institucionální uspořádání základních státních institucí jsou faktory, které atraktivitu tamních aktiv snižují. K tomu se nově přidává i opětovný nárůst geopolitického napětí na hranicích s Ruskem, kde roste vojenská aktivita a množí se výskyt fatálních střetů vojáků obou států.

MĚNY

U kurzu **aura vůči dolaru** se, zdá se, zastavil trend k oslabování dolaru, hnaný inflačním narativem minulého roku. Vzhledem k tomu, že díky fiskálním stimulům a velmi svižnému tempu vakcinace se odhady letošního tempa růstu a tempa růstu v roce 2022 zlepšily, očekáváme, že dolar může technickým trendem v kratším horizontu dále mírně posílit. V delším horizontu však dle nás převládne vyšší inflace, hluboký fiskální a obchodní schodek a jejich negativní vliv na dolar.

Koruna má letos potenciál pro další posílení. Epidemiologická situace je sice stále velmi špatná, ale zdá se, že světlo na konci tunelu (vakcinace) už v dálce přece jenom problikává. Pokud se během letošního roku potvrdí, že jsme na cestě normalizace, pro korunu to bude první vzpruha. Druhým důvodem je fakt, že se česká ekonomika díky štedré podpoře vlády, která bude v tomto roce pokračovat, dokázala vyhnout růstu nezaměstnanosti i dopadům, které by omezovaly její růst v postkovidovém období. Ano, mnohasetmiliardový deficit za dva roky je strašidelný, ale že by devizový trh českou korunu za rozhazovačnou vládu vytrestal, je velmi nepravděpodobné – na dluzích dnes (s nadsázkou řečeno) nikomu nezáleží. Zatřetí, díky fiskálnímu impulzu se udržela nejen poptávka domácností, ale i inflace. ČNB na jaře roku 2020 sice snížila sazby na nulu, ale poslední prognóza ČNB již volá po jejich vcelku rychlém růstu. Možná tak rychlý ve skutečnosti nebude, ale ČNB určitě v nejbližších dvou letech sazby zvedne, což koruně pomůže. Očekáváme tak návrat mezi 25 a 25,50 CZK/EUR v nejbližších 12 měsících.

Polskému zlotému by z fundamentálního hlediska svědčily hodnoty mnohem silnější, než jaké vidíme dnes. Zhoršená situace kolem koronaviru, absence berliček v podobě vyšších reálných sazeb a centrální banka, která proti zlotému otevřeně brojí, však budou polské měně bránit ve výraznějším posílení. Ze stávajících hodnot očekáváme letos návrat maximálně k hranici 4,40 PLN/EUR.

Maďarskému forintu škodí, podobně jako jeho polskému protějšku, centrální banka, která chce mermomocí udržet výnosy co nejnižší. A tak i makroekonomické oživení, které již přichází (a které je nyní lepší než třeba v ČR), se na forintu nejspíš letos podepíše jen v omezené míře. Nevidíme tak prostor pro výraznější posílení pod 345 HUF/EUR.

AKCIOVÝ TRH

Na akcie máme nyní mírně negativní názor. Mezi hlavní důvody naší opatrnosti patří, že 1) přední globální akciové indexy se momentálně pohybují na nových historických maximech, 2) akciové valuace neboli ocenění globálních akciových indexů je také na historických maximech nebo na nejvyšších úrovních od technologické bubliny v roce 2000, a 3) máme obavy z výrazně zvýšené inflace způsobené stále bezprecedentními monetárními a fiskálními stimuly v klíčových největších ekonomikách, zejména USA, eurozóně a Japonsku. Přitom dle historických statistik vždy platilo, že při zvýšené inflaci se akciím příliš dobře nevede. Domníváme se proto, že v aktuálních cenách akcií je již zaceněno očekávání velice pozitivního budoucího vývoje a prostor pro další výrazný akciový růst je již výrazně omezen.

Na druhou stranu musíme zdůraznit, že celková nadhodnocenost globálních akciových trhů je způsobena především extrémní nadhodnoceností amerických akcií (P/E 32; P/S 3,0; EV/EBITDA 20). Ty máme proto v naší globální akciové alokaci vůči benchmarkům výrazně podvážené. Pokud se vyplní naše očekávání, budou americké akcie v následujících měsících za zbytkem světa výrazně zaostávat.

Domníváme se však, že některé regiony z rozvíjejících se trhů jsou i nadále oceněny velice atraktivně. Patří mezi ně především region střední Evropy, který v uplynulých letech za globálními akciovými indexy velice výrazně zaostával. Střední Evropa je momentálně pravděpodobně vůbec nejlevnějším regionem na celém světě (P/E 18; P/S 1,3; EV/EBITDA 9). Nejvyšší růstový potenciál v rámci středoevropského regionu ve střednědobém horizontu vidíme především u slovinských, českých a některých polských akcií. Místní trhy se vyznačují vysokými dividendovými výnosy (zřejmě bude platit pouze částečně pro rok 2021) a relativně nízkým zadlužením. Bankovní tituly pak vysokou kapitalizací, dobrou očekávanou ziskovostí vlastního kapitálu a úrokovou marží.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

AKCIOVÝ TRH

Dalším regionem, který máme v rámci globální akciové složky výrazně nadvážený, je rozvíjející se Asie v čele s Čínou (P/E 25; P/S 1,9; EV/EBITDA 15). Tomuto regionu se v posledních kvartálech dařilo velice dobře a naše investiční portfolia z tohoto vývoje výrazně profitovala. Pevně přitom věříme, že nadvýkonnost tohoto regionu by měla pokračovat také ve zbytku letošního roku. Rozvíjející se Asie je totiž momentálně hospodářským motorem celého světa. HDP Indie by měl podle poslední prognózy Mezinárodního měnového fondu v letošním roce růst o 11 % a HDP Číny o 8 %. To by se samozřejmě mělo výrazně pozitivně projevit na dynamice korporátní ziskovosti lokálních burzovně obchodovaných firem a potažmo akciové výkonnosti.

Mezi klíčová rizika našeho mírně pesimistického scénáře pro globální akciové trhy patří především skutečnost, že klíčové centrální banky stále provádějí nákupy aktiv v bezprecedentním měřítku (kvantitativní uvolňování). Z globálního pohledu v loňském roce centrální banky natiskly 9,2 bilionu dolarů, což je dokonce trojnásobek oproti předchozímu rekordu z krizového roku 2008. Nemůžeme tedy vyloučit, že globální akciové trhy budou pokračovat v růstu i ze současných historických maxim, neboť korelace mezi globálními akciovými indexy a globální peněžní zásobou je od globální finanční krize skutečně velice silná.

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) ani 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. Conseq Investment Management, a.s., ani jiná osoba nezaručují návratnost původně investované částky, nepřebírají odpovědnost za jednání učiněná na podkladě údajů uvedených v tomto dokumentu ani za přesnost a úplnost těchto údajů 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.

KONTAKTUJTE TÝM WEALTH MANAGEMENT

wm@conseq.cz

+420 225 988 222

www.conseq.cz/wm