

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500 (USD)	0,55 %	USA (USD)	0,34 %	USD/EUR	1,72 %	Ropa Brent (USD)	3,08 %
Evropa – DJ Stoxx 600 (EUR)	2,14 %	Evropa (EUR)	-0,05 %	CZK/USD	-3,35 %	Zemní plyn (USD)	1,88 %
Japonsko – Nikkei 225 (JPY)	0,16 %	ČR (CZK)	0,05 %	CZK/EUR	-1,67 %	Sil. elektřina (EUR)	5,64 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	2,12 %	Polsko (PLN)	-0,79 %	PLN/EUR	-1,77 %	Zlato (USD)	7,63 %
ČR – PX (CZK)	5,68 %	Maďarsko (HUF)	-1,34 %	HUF/EUR	-3,62 %	Stříbro (USD)	8,36 %
Polsko – WIG30 (PLN)	10,11 %	Turecko (TRY)*	0,71 %	TRY/EUR	4,12 %	Měď (USD)	4,25 %
Maďarsko – BUX (HUF)	7,38 %						

* BofA Merrill Lynch index

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Ekonomika pokračuje v rychlém zotavování, zlepšení měkkých (předstihových) indikátorů bylo v květnu znatelné. Inflace sice zůstávala nízko, měkké indikátory však ukazují na její postupnou akceleraci.

Ekonomika Evropské měnové unie (EMU) poklesla v prvním čtvrtletí letošního roku i dle druhého odhadu. Po poklesu o 0,7 % q/q v posledním čtvrtletí minulého roku poklesla v prvních třech měsících letošního roku o 0,6 % q/q. Meziroční tempo poklesu se díky bazickému efektu zmírnilo z bezmála 5 % koncem roku 2020 na -1,8 % v 1. čtvrtletí 2021. Nejslabší ekonomikou byla ekonomika největší – Německo pokleslo o 1,8 % q/q (po růstu o 0,5 % ve 4Q20), následována španělskou ekonomikou, která poklesla o půl procenta. Dvě ekonomiky, které v 1Q21 mezičtvrtletně rostly (a vyhnuly se tedy recesi definované jako dvě čtvrtletí po sobě jdoucích poklesů HDP) byla Francie (+0,4 % q/q, tj. 1,5 % r/r) a Itálie (+0,1 % q/q). Struktura růstu za celou Eurozónu prozatím zveřejněna nebyla.

Data, která byla v EMU v průběhu května 2021 zveřejněna, ukázala zejména na výrazné zlepšení sentimentu, a to jak v průmyslu, tak ve službách.

Nejlepší situace je dle předstihových indikátorů nadále ve zpracovatelském průmyslu. **Index nákupních manažerů (PMI)** ve zpracovatelském průmyslu, který se březnovou hodnotou 62,5 bodu dostal na historické maximum (měřeno je přitom od června 1997), zůstal nad hranicí 60 bodů (a zlepšoval historické maximum) i v dubnu (62,9 bodu) a **v květnu (63,1 bodu)**. Růst nových objednávek sice v květnu oproti předchozímu měsíci zpomalil, ale stále je třetí nejsilnější v historii, což se projevilo v tom, že potřetí v řadě se na nové maximum dostal index *nedokončených* objednávek. Dalším důkazem rychle rostoucí poptávky, která předstihuje produkci, je nejrychlejší pokles zásob od roku 2009. Kromě poptávky odráží tento pokles zásob dle respondentů také historicky nejdelší dodací lhůty u vstupů, což je důkazem toho, že dodavatelské řetězce jsou nadále hodně narušené.

Podobný obrázek o situaci v průmyslu podávají i další předstihové indikátory. 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 dalších měsících dále rostla a **v květnu se dostala až na 11,5 bodu**, což bylo druhé **nové historické maximum** po sobě (měří se od ledna 1985). V největší ekonomice Eurozóny se index **IFO** mapující poměry v průmyslu v květnu také znatelně zlepšil a dostal se tak na hodnoty (99,2 bodu), na kterých nebyl od května 2019 (99,3 bodu). Zlepšilo se nejenom hodnocení současné situace, ale zejména – a to tempem neviděným od konce roku 2017 – očekávání; subindex očekávání totiž vzrostl na 102,9 bodu.

V dominantním sektoru služeb se situace v květnu zlepšila skutečně dramaticky. Poté, co se v dubnu poprvé od srpna minulého roku index PMI dostal nad 50, se květnovým nárůstem na 55,1 bodu dostal nejvýše od června 2018. Důvodem bylo znovuotevření ekonomiky a obnovená poptávka (objem rozpracovaných zakázek byl nejvyšší za tři roky). Vzrostly také inflační tlaky: nárůst vstupních nákladů byl nejvyšší za 24 let, nárůst výstupních pak nejostřejší od roku 2002 (tj., od počátku měření tohoto subindexu). Centrální banky by měly zpozornět.

Zlepšování nálady ve službách jde ruku v ruce se zlepšováním spotřebitelské důvěry. V lednu 2021 tato důvěra domácností dosáhla -15,5 bodu, což nebylo moc odlišné od průměru druhé poloviny minulého roku (-14,9 bodu), od té doby se ale kontinuálně zlepšuje. Optimismus domácností tak dosáhl **v květnu hodnoty -5,1 bodu**, což bylo už nejenom výrazně lepší než před pandemií, ale také nejlepší od října 2018. Kromě zpomalující pandemie a znovuotevření ekonomiky (díky poměrně rychle postupující vakcinaci) se na zlepšování nálady lidí podepisuje i **trh práce**. Ten nejenom že minulý rok prokázal výraznou stabilitu, ale letos se dokonce zlepšuje: sezonně **očistěná míra nezaměstnanosti dosáhla v dubnu 2021 8 %**, což je jen o 0,7 p. b. více než před rokem (nejvyšší je nadále míra nezaměstnanosti ve Španělsku, a to 15,4 %).

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

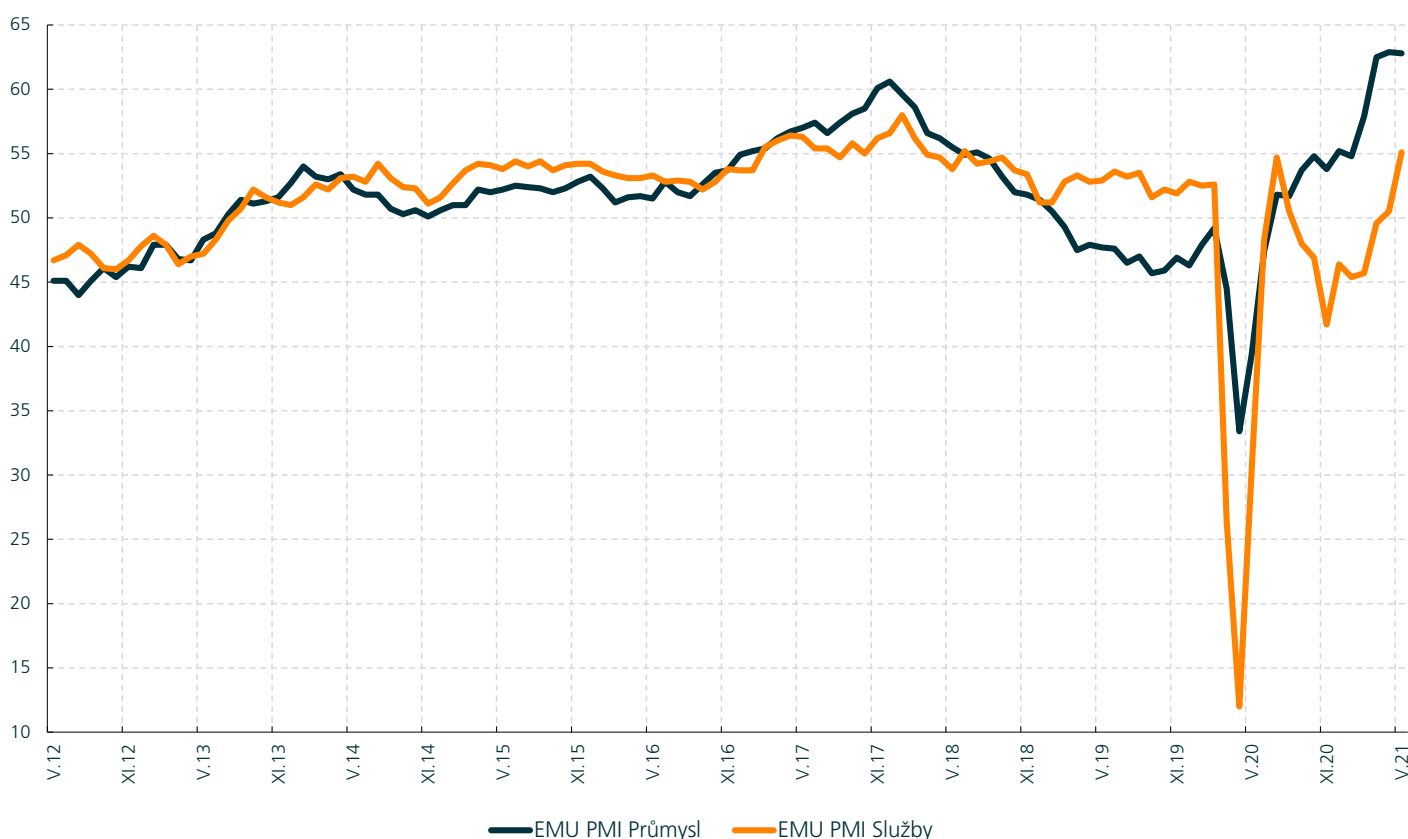
EMU

Maloobchodní tržby také reflektují postupné znovuotevírání ekonomiky. Po únorovém růstu o 4,2 % **vzrostly v březnu o 2,7 % m/m**, čímž se jejich meziroční tempo dostalo na 12 %. **Průmyslová produkce** po meziměsíčním růstu o 0,8 % v lednu poklesla v únoru o 1,2 %, aby **v březnu jen stagnovala (meziroční tempo pak dosáhlo bezmála 11 %)**. Z velkých evropských ekonomik se meziročně nejlépe vede Itálii (+37,4 % r/r), což je ale ovlivněno efektem základny z minulého roku, kdy v březnu byla Itálie nejpostiženější zemí. Španělský a francouzský průmysl přidal meziročně 13 %, německý průmysl však jenom 5,5 %.

Celková inflace v dubnu dle finálních dat dále narostla, a to z 1,3 % v březnu na 1,6 % v dubnu. Dle prvních dat pak **cenový růst pokračoval také v květnu**, kdy **celková inflace narostla na 2 %**. Důvodem růstu byl další výrazný nárůst cen v sektoru energií. Již v březnu se po třináctiměsíční sérii negativních příspěvků k růstu celkové cenové hladiny cenový okruh energií stal pozitivním příspěvatelem. V dubnu a v květnu pak narostly **ceny energií ještě víc** – zatímco v březnu přidaly 4,3 % r/r, v dubnu již 10,4 % r/r a **v květnu 13,1 %**. Poptávkové tlaky jsou však stále slabé, jak ukazuje nízká **jádrová inflace**. Ta totiž **v květnu dosáhla 0,9 %**, což bylo sice o 0,1 p. b. nad hodnotou z dubna, ale o půl procentního bodu pod lednovou hodnotou. Uvážíme-li, že lednový nárůst inflace byl způsobený hlavně revizí spotřebitelského koše, je v Eurozóně navzdory bezprecedentním měnovým a fiskálním stimulům spotřebitelská inflace stále k nalezení.

Na posledním zasedání (22. 4.) ECB samozřejmě žádnou změnu politiky neprovedla. Na tiskovce po zasedání guvernérka Lagardeová vyvažovala předcházející vyjádření některých jestřábích členů Rady, kteří během dubna volali po plánu na postupné ukončení nákupů aktiv („tapering“), když řekla, že jakékoliv úpravy tempa odkupů jsou závislé na vývoji makroekonomických a inflačních dat a nemají žádný časový horizont, v němž se uskuteční. Lagardová také zmínila, že očekává růstovou divergenci mezi USA a EMU kvůli masivním fiskálním stimulům v USA. **Ani zápis ze zasedání, zveřejněný v polovině května, nepřinesl nic výrazně překvapivého.** Za zmínku stojí snad jen fakt, že většina členů se shodla, že rizika poslední prognózy se vyrovnala (tj. že už nejsou hlavně směrem dolů, jak tomu bylo ještě v březnu) a někteří se dokonce domnívali, že jsou mírně vychýlená směrem nahoru, tj. že jak inflace, tak růst spíše překvapí směrem nahoru než dolů.

Index nákupních manažerů ve službách se výrazně zlepšil

Zdroj: Eurostat, <http://goo.gl/p7uulT>

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

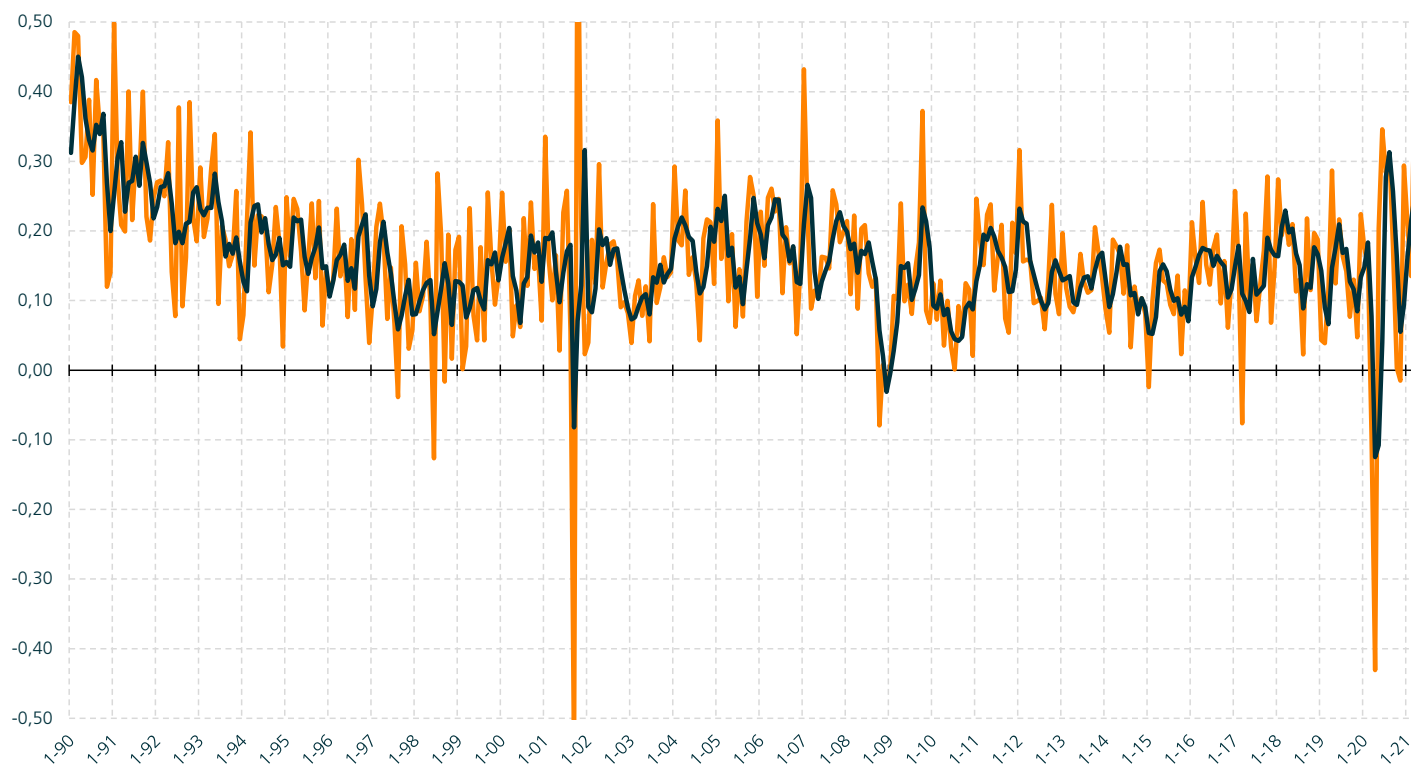
Rychle se zvedající inflace nechává americkou centrální banku až nepřírozeně klidnou. Makroekonomické zlepšení a velmi silná fiskální expanze přitom volají po zpřísnění měnové politiky.

Americká ekonomika v prvním čtvrtletí pokračovala v divergenci oproti ekonomice Eurozóny. Po kvartálním anualizovaném růstu o 4,3 % v posledním čtvrtletí minulého roku **přidala v prvním čtvrtletí** letošního roku dle druhého odhadu **6,4 %**. Největším pozitivním přispěvatelem k růstu byly spotřebitelské výdaje domácností, které k růstu přispěly v rozsahu 7,4 p. b., následované fixními investicemi (+2 p. b.) a vládou (+1 p. b.) Odrasem silných agregátních vydání byl pak (nepřekvapivě) negativní příspěvek čistého exportu (-1,2 p. b.) a zásob (-2,8 p. b.). Zejména výrazný pokles zásob kvůli vyšší poptávce vytváří do budoucna prostor pro rychlejší růst ekonomiky.

Celkové **maloobchodní tržby** bez aut a bez paliv v prvním čtvrtletí vzrostly oproti čtvrtému čtvrtletí minulého roku o 7,6 % (v únoru sice kvůli chladnému počasí zejména na jihu USA poklesly o 2,7 % m/m, to však více než vyvážily leden i březen, během nichž tržby vzrostly o 8,3 % a 9 % m/m). **V dubnu pak sice meziměsíčně mírně klesly**, ale kvůli nízké srovnávací základně z dubna minulého roku, kdy byla spousta provozoven uzavřená, jejich **meziroční tempo růstu dosáhlo bezprecedentních 37,6 %**. Z hlediska dalších měsíců jim samozřejmě dále vytváří vhodné podmínky kombinace znovuotevřených provozů (polovina Američanů už dostala alespoň jednu dávku vakcíny proti COVIDU-19), nakumulovaná poptávka a stále velmi uvolněná měnová, ale hlavně fiskální politika.

A samozřejmě také trh práce. V **dubnu se sice míra nezaměstnanosti (6,1 %)** oproti březnu (6 %) lehce zvedla, ale 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) dále klesla, a to z 10,7 % na 10,4 %. **Zlepšení je také vidět na „tokových“ datech.** U prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti klesl květnový týdenní průměr pod 450 tis. (v únoru to bylo cca 805 tis., v březnu 720 tis; na jaře roku 2020 nyní již těžko uvěřitelných 5,5 mil.). U pokračujících žádostí však již od poloviny dubna vidíme stagnaci na úrovni cca 3,6 mil. lidí.

Kvartální inflace je nejvyšší od roku 1990



USA: Jádřová PCE inflace (%) - m/m a 3-měsíční průměr

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

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby v dubnu klesly (o 1,3 % m/m), po revizích dat se tak jednalo o první meziměsíční pokles za rok. Meziroční tempo růstu dosáhlo obtížně představitelných 52 %, což je ale odrazem v podstatě neexistující srovnávací základny z minulého roku. Dosavadní růst v letošním roce je bezmála 4 %, což vzhledem k tomu, že se jedná o pouhé 4 měsíce není vůbec špatný výsledek. Po vyloučení volatilní kategorie letadel a kategorie vojenské techniky, tj. poté, co objednávky skutečně představují proxy pro fixní investice většiny firem, je obrázek stejný: **v dubnu růst o 2,3 % m/m a o čtvrtinu meziročně.**

Průmyslová produkce přidala **v dubnu 0,7 % m/m**, v prvních 4 měsících letošního roku však zatím díky poklesu o 3,5 % m/m v únoru ve srovnání s koncem minulého roku de facto jen stagnuje. Meziroční tempo (+16,5 %) je samozřejmě výrazně ovlivněno první vlnou pandemie na jaře 2020.

Jádrová PCE inflace přidala v dubnu 0,7 % m/m, nejvíce od roku 2001, kvartální tempo za únor, březen a duben **dosáhlo hodnoty neviděné přesně 31 let** (stejně rychle rostla cenová hladina naposledy v únoru, březnu a dubnu 1990). Je pak až s podivem, že vzhledem k pokračující fiskální expanzi se centrální banka (ale také finanční trh, jak ukazují výnosy dluhopisů nebo kurz dolaru) k těmto číslům nestaví mnohem negativněji. Meziroční jádrová PCE inflace totiž poskočila na 3,1 %.

Americká centrální banka v květnu nezasedala. Na dubnovém zasedání navzdory (přiznanému) faktu, že ekonomické oživení díky „pokroku ve vakcinaci“ a díky „silné podpoře od fiskální a měnové politiky“ akceleroje, **ponechala nastavení měnové politiky bez změny.** V zápisu po zasedání se vyjádřila i k růstu inflace, ale zde žádné riziko trvalého inflačního vzednutí nevidí: dle FOMC je nedávný růst inflace pouze přechodný. Uvidíme, zda na dalším zasedání v polovině června změní názor.

CEE3

ČR

Silné předstihové indikátory naznačují rychlý růst ekonomiky od druhého čtvrtletí. Jádrová inflace je už rok nad třemi procenty, ČNB se chystá k akci.

Po dvou čtvrtletích růstu (o 7,1 % q/q ve třetím čtvrtletí a o 0,6 % q/q ve čtvrtém) **ekonomika v prvním čtvrtletí poklesla** dle druhého odhadu **o 0,3 % q/q** (a o 2,1 % r/r). To je nejenom výrazně lepší než první odhad (-0,8 % q/q), ale také velmi dobrý výsledek, uvažíme-li, že ekonomika byla v prvním čtvrtletí de facto zavřená. Mezičtvrtletně se nejlépe vedlo fixním investicím, které přidaly 1,6 % q/q, nejvíce od posledního předpandemického čtvrtletí (4Q19), a také samozřejmě zásobám, které narostly o 40 mld. (firmy vyráběly na sklad). Znatelně klesla poptávka vlády (-3,6 % q/q) a také export (-2,2 % q/q).

Měsíční data zveřejněná během května přinesla silný růst měkkých indikátorů. Tvrdá data (týkající se ještě uzávěrou postiženého prvního čtvrtletí) byla, zejména na spotřebitelské straně ekonomiky, slabá.

Průmyslová produkce po třech měsících poklesu v řadě (dohromady o tři procenta) **v březnu** konečně vzrostla. **Meziměsíčním růstem o 3,2 %** se díky efektu nízké základny z roku 2020 dostalo meziroční tempo na 18,2 %. Březnové výsledky průmyslu tak konečně odpovídaly **vývoji indexu nákupních manažerů PMI.** Ten totiž v březnu dosáhl hranice 58 bodů, tj. vysoce nad hranicí oddělující expanzi od kontrakce. Podobně tomu bylo i v dubnu (58,9 bodů) a **v květnu, kdy index narostl dokonce na své historické maximum 61,8 bodu.** Na tomto bezprecedentním čísle se podepsaly jak pozitivní faktory (růst subindexu skutečné stávající produkce, růst nových objednávek), tak lehce negativní faktory. Takovým je, podobně jako v dubnu, vývoj subindexu mapujícího zpoždění dodávek – tento subindex (jenž do celkového indexu vstupuje s opačným znaménkem) se totiž v květnu propadl na historicky nejhorší úroveň. Byl to důsledek zejména nedostatečných dodávek surovin a potíží v dopravě. Obě tyto tendence pak také tlačily na ceny vstupních surovin, jejichž růst byl nejvyšší od poloviny roku 2001. **Podobný průmyslový optimismus jako PMI reflektuje i důvěra v průmyslu měřená ČSÚ,** která se v květnu dostala na nejvyšší hodnotu od prosince 2017. V celém podnikatelském sektoru je pak její květnová hodnota (11,6 bodu) nejvyšší od září 2019.

Celkové **maloobchodní tržby byly během 1Q21 na první pohled slabé.** V lednu a březnu poklesly (o 2,9 % resp. o 1,9 % m/m), takže ani únorový růst o 1,5 % z prvního čtvrtletí růstově kladné čtvrtletí neudělal. Nejvíce se samozřejmě na poklesu tržeb podepsal sektor tržeb mimo potravin a auta, kde bylo nejvíce provozoven uzavřených. Když však uvažíme, co vše bylo zavřeno, je naopak výsledek v 1. čtvrtletí pozoruhodně dobrý. Od druhého čtvrtletí se situace s rozvolňováním, které v jeho druhé polovině nabralo na intenzitě, začala zlepšovat. Dokonce už i u **důvěry domácností** pozorujeme od března konečně výrazné zlepšení, dynamikou srovnatelné s tím, které jsme viděli v průmyslu: **v březnu byla důvěra domácností ještě na -22 bodech, v květnu už na -4,5 bodech.** To už je jen 1,5 bodu pod úrovní z února 2020.

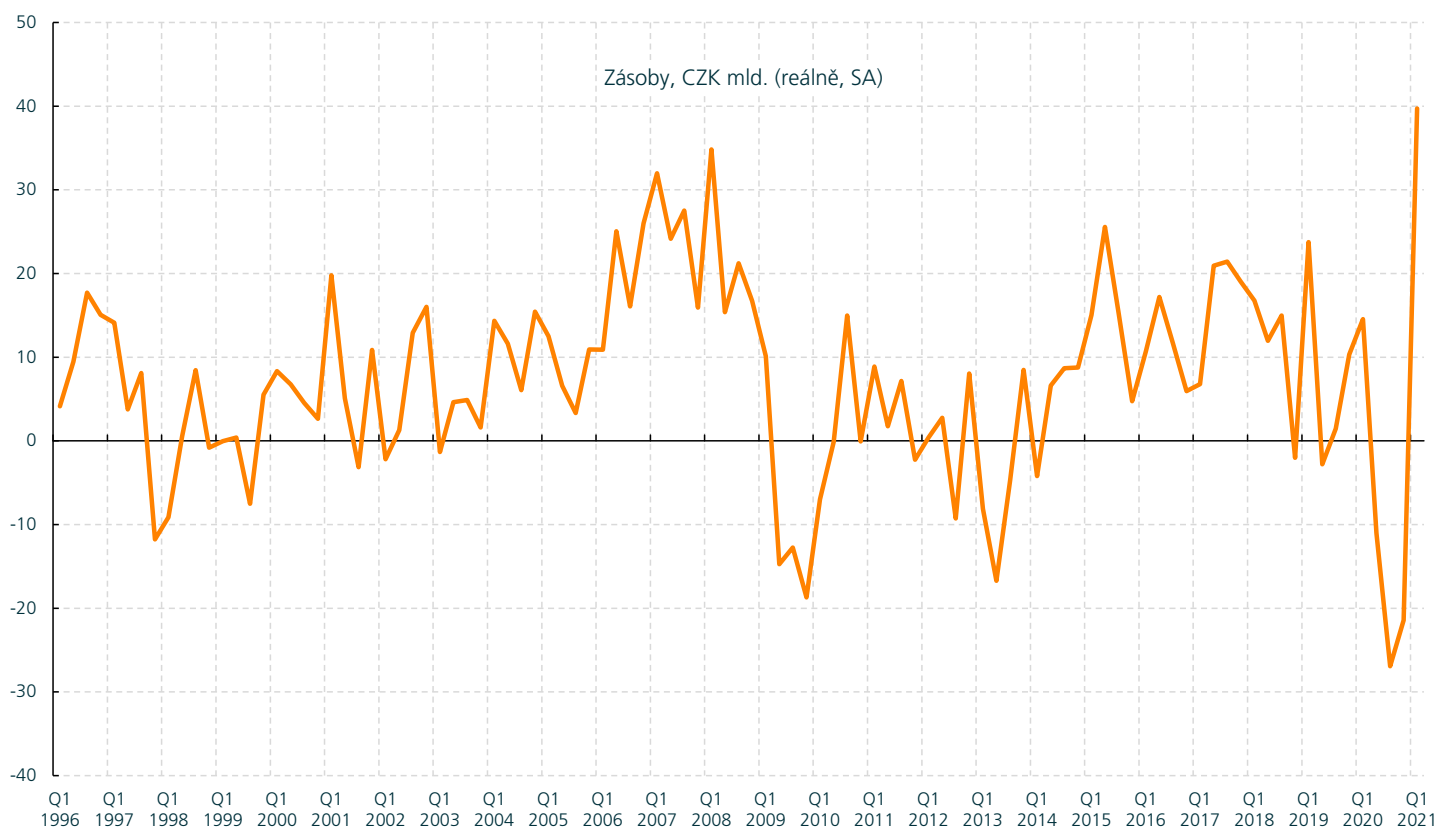
EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

Měnově-politická inflace na meziročním základě v dubnu „dotočila“ ukázkové písmeno „U“. Zatímco v říjnu minulého roku byla na úrovni 2,9 % a v lednu letošního roku se dotýkala hranice dvou procent, v dubnu se dostala na rovná tři procenta. Důvodem letošního růstu je hlavně rychlý růst cen pohonných hmot: jejich růst v lednu byl $-11,3$ %, v dubnu už $+17,7$ %. Není to však pouze vina cen paliv: **jádrová inflace** reflektující růst cen neregulovaných, nepotravinářských komodit (ergo celková inflace bez regulovaných cen, cen potravin a cen pohonných hmot) v březnu mírně zrychlila ($+0,1$ p. b.) a dostala se na $3,4$ %. Jádrová inflace je tak již 11. měsíc v řadě nad 3 %.

ČNB zasedala počátkem května. K žádné změně měnové politiky ještě nedošlo, ale nově zveřejněná prognóza (stejně jako vyjádření bankéřů v květnu) potvrdila, že se blíží období přísnější měnové politiky. Dle květnové prognózy by v letošním roce měla ekonomika vzrůst o $1,2$ %, v roce příštím pak o $4,3$ %. Jelikož se očekává jenom velice malé posílení koruny (průměr pro rok 2022 je $25,1$ CZK/EUR), dle prognózy se větší část očekávaného zpřísnění měnové politiky odehraje skrze úrokové sazby. Ty by měly začít růst již od třetího čtvrtletí letošního roku a v příštím roce by se tříměsíční PRIBOR měl dostat blízko hranici 2 %.

Pokles ekonomiky v 1Q21 (jen o $0,3$ % q/q) ztlumila výroba na sklad

Zdroj: www.czso.cz

POLSKO

Silný růst ekonomiky v prvním čtvrtletí bude zřejmě následován podobně silným růstem ve druhém. Inflace je stále vysoko, centrální banka však opakuje, že klesne i bez nutnosti měnově-politického zásahu.

Nová data o růstu ekonomiky v prvním čtvrtletí byla zveřejněna v polovině května. Poté, co v posledním čtvrtletí minulého roku dle revidovaných dat ekonomika poklesla o $2,7$ % r/r ($-0,5$ % q/q), zmírnil se pokles v 1. čtvrtletí letošního roku na $0,9$ % r/r (a to díky **překvapivě silnému mezičtvrtletnímu růstu o $1,1$ %**). Všechny složky agregátní poptávky meziročnímu růstu přispívaly kladně, s výjimkou čistých exportů ($-1,9$ p. b.), které trpěly růstem dovozů.

Dle měsíčních dat a předstihových ukazatelů to vypadá, že i druhé čtvrtletí bude růstově silné.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

Průmyslová produkce sice zaznamenala v dubnu mírný pokles (−0,7 % m/m), ale meziroční růst byl díky efektu základny gigantický (+45 %) a i v případě meziměsíčního poklesu se jednalo jen o první (a navíc mírný) pokles od srpna minulého roku. Navíc, jedná se o pokles způsobený primárně problémy dodavatelských řetězců. To potvrzuje i vývoj **indexu nákupních manažerů**, který po dubnových 53,7 bodech vzrostl **v květnu na historické maximum 57,2 bodu**, a to jedním z nejvyšších meziměsíčních nárůstů (o 3,5 bodu). Nejvíce se na růstu podílely subindexy nových objednávek (+1,5 bodu) a produkce (+1,3 bodu). Respondenti také potvrzují, že dodavatelské řetězce jsou ve špatném stavu: v květnu kupř. došlo k historicky bezprecedentnímu prodloužení dodávek vstupů.

Uvolnění podmínek pro provoz nákupních center v únoru a nízká základna z března a dubna 2020 (kdy tržby poklesly) se podepsaly na silném meziročním růstu tržeb. **Reálné maloobchodní tržby** po březnovém meziročním růstu o 17 % přidaly **v dubnu 25,7 % r/r**. Tento silný výsledek samozřejmě primárně reflektuje otevření provozoven a efekt základny, ale fundamenty zůstávají také nakloněné růstu: míra **nezaměstnanosti** byla v dubnu **6,3 %** (jen o procentní bod výše než v únoru 2020), **růst mezd** dosáhl v dubnu bezmála 10 % r/r. Poptávka domácností má tak dost důvodů být v pohodě už nyní. A to se ještě pro další rok chystá **fiskální expanze v rámci programu „Polská dohoda“**, která zahrnuje daňovou reformu (dramatické zvýšení nezdanitelného minima z 8 tis. PLN na 30 tis. PLN), rozšíření přídávků na děti a zvýšení výdajů na zdravotnictví.

Inflace byla letos na houpačce. Po prosincovém střemhlavém zpomalení z listopadových tří procent na 2,4 % se v lednu a únoru držela kolem této hranice, aby (zejména pod vlivem cen energií) v dalších dvou měsících vystřelila nad 4 %, v dubnu dokonce na 4,3 % (nejvíce od března 2020). Vysoko, nejtěsnějším rozdílem pod hranici 4 %, zůstává také poptávková inflace.

Měnový výbor centrální banky (MPC) zasedal počátkem května, žádná změna nastavení měnové politiky se samozřejmě neodehrála. Centrální banka potvrdila, že bude pokračovat v odkupech aktiv, a ústy svého guvernéra slíbila, že vzhledem k povaze nedávného nárůstu cen a přesvědčení, že inflace koncem roku sama klesne, nebude letos zvyšovat sazby (podobně se v polovině května vyjádřil kupř. i Cezary Kochalski z MPC) a že k revizi tohoto postoje nedojde dřív než v polovině roku 2022.

MAĎARSKO

Maďarská ekonomika se z pandemie oklepává rychleji, než centrální banka čekala, schyluje se tak k přitvrzení měnové politiky.

Strukturální data o růstu HDP v prvním čtvrtletí, zveřejněná počátkem června, přinesla drobné změny. Mezikvartální růst byl revidován nahoru na 2 % (původně 1,9 % q/q), v důsledku čehož dosáhlo meziroční tempo poklesu 2,1 % (místo původních 2,3 %). Nejvýrazněji meziročním číslem pomohl silný růst vládních výdajů (příspěvek 1,1 p. b.) a čistý vývoz (+2 p. b.), nejvíce pak ubrala poptávka domácností (−2,3 p. b.).

Květnová měsíční data byla slabší. **Maloobchodní tržby** v prvním čtvrtletí letošního roku rostly jen velmi mírně (+0,3 % q/q), jejich meziroční tempo se v březnu dostalo na −1,8 %. Ve druhém čtvrtletí pomůže znovuotevírání provozů, podobně jako všude jinde v regionu, a také stále dobrý trh práce. **Míra nezaměstnanosti** je totiž stále velmi **nízko**. Ano, během pandemie vzrostla o 1,5 p. b. až na maximum 4,7 %, ale její hodnota z února až dubna (4,3 %) je stále mnohem níž než v letech 2013–2016 a zcela jistě tak je podporou pro maloobchod. **Dále také pokračuje 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 leden 2021 (+9,5 % r/r), únor 2021 (9,8 % r/r) a březen (8,7 %)** je zcela jistě zkreslený tímto způsobem a bude tomu tak až do druhého čtvrtletí letošního roku.

Maďarská průmyslová produkce se po listopadovém a prosincovém poklesu (0,9 % m/m a 2,4 % m/m) v letošním roce vrátila k růstu. **V lednu ani v březnu sice růstem shodně o 0,3 % m/m** nikoho neoslnila, ale skoro pětiprocentním měsíčním růstem v únoru už dost možná ano. **Meziroční březnový výsledek (+16,1 %)** je stejně jako jinde odrazem nízké základny v roce 2020. Takto silný výsledek však byl překvapivý s ohledem na to, že index nákupních manažerů (PMI) se v únoru a v březnu dostal pod hranici 50 bodů (49,4 resp. 48,7 bodu). V dubnu a v květnu došlo konečně ke zlepšení PMI, které odpovídá nedávnému vývoji v průmyslu: v dubnu po revizi index skončil na hranici rovných 51 bodů, **v květnu dosáhl až 52,8 bodu**.

Celková inflace pokračovala v dubnu v růstu zahájeném v lednu. Zatímco počátkem roku byla inflace 2,7 %, **v dubnu již nejtěsnějším rozdílem přesáhla 5 %**. Nejvýrazněji se samozřejmě na růstu cen podepsaly ceny paliv (+39,2 %) a alkoholu a tabáku (+12,2 %). Jelikož v dubnu došlo k vyřazení alkoholu a tabáku z jádrové inflace, dosáhla poptávková inflace (tj., jádrová inflace bez zpracovaných potravin) úrovně 3 %, tj. stejné úrovně jako v lednu a únoru. Nebýt onoho vyřazení, vzrostla by na 3,4 %.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

MAĎARSKO

Na květnovém zasedání ponechal měnový výbor centrální banky (MNB) sazby beze změny (0,6 % na hlavní tříměsíční sazbě, -0,05 % na depozitní O/N sazbě a 1,85 % na O/N zápůjční sazbě) a stejné zůstaly i parametry dalších probíhajících měnově-politických programů (QE, FGS Go!). Vzhledem k silnému mezičtvrtletnímu růstu ekonomiky v prvním čtvrtletí nyní centrální banka očekává růst ekonomiky v letošním roce na horní hranici březnového odhadu, tj. 6 %. V zápisu i v tiskové zprávě se tak objevily jasné informace, že utažení politiky není daleko. MPC totiž řekl, opakuje dřívější slova viceguvernéra Virágyho, že „rizika pro inflaci se v poslední době značně zvýšila“ a MPC je tedy „připraven utáhnout měnové podmínky proaktivně tak, aby byla zajištěna cenová stabilita“. Většina pozorovatelů se shoduje, že se tak stane v červnu, nejspíš utážením hlavní sazby a týdenní depozitní sazby.

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 COVIDU-19 a pak 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, dubnu a květnu 2021 pak cena barelu ropy oscilovala bez jasného trendu mezi 60 a 66 dolary za barel a až v samém závěru května se ropa dostala nad horní hranici tohoto pásma. Cenovou úroveň kolem 68–69 dolarů za barel se dostala na hodnoty neviděné od podzimu 2018.

AKCIOVÉ TRHY

Také v květnu panovala na akciových trzích pozitivní nálada. Přicházely nadále dobré výsledky hospodaření společností za první čtvrtletí letošního roku, navíc ve většině případů došlo ke zlepšení výhledu hospodaření pro následující měsíce. K překonání odhadů analytiků došlo v rámci všech sektorů, a to výrazně především na úrovni čistých zisků. Dobrá nálada panovala také díky postupujícímu očkování proti nemoci COVID-19 a klesajícím číslům nově nakažených ve vyspělých zemích. Slabší výkonnost předvedly akcie známé pod zkratkou FAANG, jako například Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google nebo Microsoft. Nadále docházelo k postupnému rozvolňování ekonomik. Ze stran centrálních bank v Evropě, USA i Japonska jsme nadále slyšeli potvrzující vyjádření ohledně uvolněných měnových podmínek skrze nízké úrokové sazby, a to i přes zvyšující se inflační tlaky. Akciové trhy si tak připsaly solidní meziměsíční zhodnocení: evropský index DJ STOXX 600 +2,1 % a americký index S&P 500 +0,6 %.

MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

AKCIOVÉ TRHY

Velice dobrou výkonnost v měsíci květnu předvedly střeoevropské akciové trhy (index CECE EUR v CZK +9,6 %). Za výrazně vyšší výkonností místních trhů oproti vyspělým zemím můžeme hledat výrazně vyšší podíl hodnotových společností, např. bankovního sektoru. Akciím bank se dařilo díky očekávanému zvyšování úrokových sazeb již v následujících měsících, rozvolňování restriktivních opatření a zvyšující se dynamice poskytovaných úvěrů. Akcie Komerční banky meziměsíčně vzrostly o +18 %, banky PEKAO o +20 % a NLB o +15 %. Krásných +16 % předvedly také akcie České Zbrojovky, které reagovaly na schválenou akvizici Colt americkým regulátorem a následně oznámené dobré hospodářské výsledky za první čtvrtletí. Mírně výkonnostně zaostávaly spíše společnosti s malou kapitalizací a likviditou, např. producent vína Purcari, Kofola nebo Stock Spirits Group. V průběhu května proběhl primární úpis (IPO) akcií polského Pepco. Jedná se o dynamicky rostoucí společnost prodávající diskontní oblečení pro děti, provozující přes 3 000 obchodů ve 14 evropských zemích včetně Velké Británie, ve které provozuje také řetězec s potravinami (Poundland a Dealz). Trh ocenil Pepco na hodnotu přesahující 5 mld. eur. Nejvyšší výkonost v rámci CEE regionu předvedly polské akcie – index WIG30 +10,1 %, maďarský index BUX si připsal +7,4 %, slovenský index SBITOP +6,9 %, český index PX +5,7 % a rumunský index BET +0,8 %.

Akcie na rozvíjejících se trzích zaznamenaly rovněž dobré výsledky, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD zhodnotil o 2,1 %. Akcie poháněly vpřed zřejmé signály pokračujícího ekonomického oživení a očekávání návratu k normálu po pandemii. Podpory se jim také dostalo ve druhé půlce měsíce od slabnoucího dolaru, který reagoval na nad očekávání silná inflační data v USA. V Asii se nejvíce dařilo indickým akciím (+6,5 %), a to navzdory stále nepříznivé epidemiologické situaci. Solidní výsledky zaznamenaly i čínské akcie. Naopak ztrátám se nevyhnuly akcie na Taiwanu, v důsledku nárůstu zachycených případů COVID-19, a s tím spojených nových restrikcí. Nejlepších zisků dosáhly **v květnu** akcie Latinské Ameriky (MSCI Latin America USD +7,75 %), které těží z prudkého nárůstu ceny komodit a také z **optimističtějších vyhlídek na fiskální situaci v Brazílii, jež je klíčovou ekonomikou v regionu.**

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

Po únoru a březnu, dvou měsících výrazného růstu výnosů, v dubnu ani květnu tento trend na trhu amerických vládních dluhopisů nepokračoval. Navzdory vysoké inflaci a růstu zadlužení výnosy během dubna mírně zkorigovaly směrem dolů a během května víceméně stagnovaly. Na dlouhém konci desetileté výnosy za duben a květen oproti konci března poklesly o 8 b. b., koncem května tak byly na úrovni 1,6 %. Na krátkém konci nedošlo k pražádným změnám, dvouleté výnosy jsou slibem FEDu nezvyšovat sazby ukotvené na 15 b. b.

Ani na protilehlém břehu Atlantiku nebyla v květnu situace výrazně odlišná. Poté, co v dubnu německé desetileté výnosy nenásledovaly Ameriku a během měsíce vzrostly z přibližně –30 b. b. na zhruba –20 b. b., čímž se dostaly na nejvyšší úroveň za zhruba rok, se v květnu od této hranice již nehly. Na krátkém konci vládne díky výhledu na velmi dlouhé období stability sazeb ECB také podobná (a ve světle obav z americké či světové inflace možná neodůvodněná) nuda jako v USA – dvouleté německé dluhopisy setrvaly v dubnu i v květnu kolem hranice –70 b. b.

DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Sílící inflační debata, která investorům podsouvala myšlenku, že by snad mohlo dojít k postupnému snižování dodávané likvidity ze strany světových centrálních bank a růstu úroků, se na trhu korporátních emisí prozatím silněji neprojevala. Minimálně v případě ECB je k tomuto kroku ještě dlouhá cesta. Postupné otvírání ekonomiky a naakumulované úspory budou přispívat ke zlepšování cash flow společností, nízké úrokové míry pak budou limitovat i případný růst počtu bankrotů.

Na trhu korporátních dluhopisů byl tak v květnu, stejně jako v předcházejících 2 měsících, vývoj poměrně klidný a stabilizovaný. Korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně denominované v euru se během měsíce příliš nezměnily: u investičních dluhopisů byla změna tzv. total return indexu (TRI) proti konci dubna nulová (oproti konci roku 2020 dokonce jenom +0,02 %), u spekulativních pak jen lehce kladná, +0,23 % (oproti konci minulého roku +2,2 %). U dolarových instrumentů byl vývoj, podobně jako v dubnu, o něco volatilnější. U investičního stupně se zrcadlila stabilizace / cenový růst výnosů na dluhopisových trzích vládních dluhopisů, který se v květnu projevil druhým letošním růstem TRI, a to o 1 % u investičních a o 0,2 % u spekulativních dluhopisů.

V květnu byl pokojný také vývoj u kreditních premií, a to jak u investičních, tak u spekulativních korporátních dluhopisů denominovaných v euru. Dle indexu Markit iTraxx Europe CDS premie investičních dluhopisů v květnu prakticky stagnovaly (+0,2 %), u spekulativních dluhopisů pak počtvrté v řadě klesly, a to o 1,6 %. Zatímco v prvním případě jsou CDS premie o 12,7 % vyšší než počátkem minulého roku, v případě spekulativních jsou o 38,5 % *nížší*. To vzhledem k makroekonomické situaci a všemu, co se v posledních roce odehrálo, jen potvrzuje, že zásahy centrálních bank byly vpravdě masivní a v podstatě setřely rozdíly mezi spekulativním a investičním stupněm. Což je situace, o které všichni konzervativní investoři moc dobře vědí své.

DLUHOPISOVÉ TRHY

• INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Česká výnosová křivka během května prošla lehkým snížením sklonu. Krátký (dvouletý) konec narostl oproti závěru dubna o zhruba 11 b. b. na 1,15 % (svě udělal očekávaný růst sazeb ČNB, který se blíží a dost možná k němu dojde již v červnu), na dlouhém (desetiletém) konci výnosy zhruba o 10 b. b. (na 1,7 %) poklesly, když pozitivní vliv měl zejména neutuchající silný zájem investorů v primárních aukcích nových dluhopisů Ministerstva financí.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

I změny na polské výnosové křivce byly v květnu větší než v dubnu. Desetileté výnosy vyrostly o zhruba 15 b. b. oproti konci dubna, dostaly se tak na skoro 1,9 %. Hlavním faktorem byla i nadále akcelerace inflace v prostředí ekonomického oživení. Krátký konec také narostl, dvouleté výnosy se zvýšily z 0,1 % na 0,3 % vlivem rostoucích očekávání na brzké utažení měnové politiky – signálem je kupříkladu růst FRA (u 6x9 z 0,2 % na 0,5 %).

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO A UKRAJINA

Sílicí inflační debata, díky níž se do myslí investorů vkrádala myšlenka, že by snad mohlo dojít k postupnému snižování dodávané likvidity ze strany světových centrálních bank, nesevěčila turecké liře ani tamním dluhopisům. Lira od ledna konzistentně oslabuje a turecká aktiva marně hledají ztracenou důvěru zahraničních investorů. Kombinace debat o příškrzení uvolněných světových měnových politik, domácí vysoká inflace a slabé institucionální prostředí v čele s prezidentem Erdoganem a jeho komentáři o potřebě snížit sazby poslala tureckou liru na historicky nejslabší pozici a státní dluhopisy o cca 250 b. b. výše. A to i přes to, že turecká ekonomika si i nadále, z pohledu aktivity, vede velmi solidně.

Vývoj ukrajinské ekonomiky sice překonává očekávání, země se nicméně stále velmi špatně potýká s probíhající pandemií a nedostatkem vakcín. To bude i nadále omezovat běžný provoz či fungování zemědělského sektoru. Ceny potravin a energií byly výraznými položkami, které nadále zvyšují inflaci. Ta dosáhla téměř 8,5 % a přiměla centrální banku, aby 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. Zásadní pro nás zůstává vůle ke spolupráci s MMF a aktuálně nově projednávaná nezbytná legislativa a relativně kontrolovaný vývoj inflace. Ceny ukrajinských státních dluhopisů zůstaly vesměs stabilní, vyšší sazby podporovaly měnový kurz, který v květnu mírně posiloval.

DLUHOPISOVÉ TRHY

MĚNY

Dolar proti euru poté, co v dubnu zvrátil březnové posílení na 1,17 a oslabil zpátky nad 1,20, během května dále postupně ztrácel a dotkl se hranice 1,225 USD/EUR. Tam se posun ke slabší úrovni prozatím zastavil a nic na tom nezměnila ani překvapivě vysoká americká inflace. Trh, který v posledním čtvrtletí minulého roku nemilosrdně tlačil na posilování eura a který během prvního čtvrtletí letošního roku naopak akcentoval pro-dolarové faktory, se tak ve druhém čtvrtletí opět přiklonil na stranu těch, kteří varují, že bezprecedentní dluhová expanze v USA si vybere daň na koupěschopnosti měny.

Česká koruna během května dále posílila a dostala se až pod hranici 25,50 CZK/EUR, kde byla naposledy (nepočítáme-li její raketové oslabování z úrovní kolem 25 korun po propuknutí pandemie v minulém roce) koncem roku 2019. Důvody jsou zřejmé: růst očekávání vyšších sazeb ČNB. To je vidět třeba v rychlém květnovém nárůstu FRA – kontrakt 6x9 (tj., očekávání tříměsíčního PRIBORu za půl roku) vzrostl během května o 0,4 p. b. na 1 %.

Zlotý proti euru v květnu po delší době citelněji posílil. Hnán tržním očekáváním, které centrální banka stále vehementně popírá, že dojde již v dohledné době k utažení měnové politiky, se dostal z 4,55 na 4,45 PLN/EUR, tj. na nejsilnější úroveň od prosince. Nadále však nelze mluvit o žádném zavedeném delším trendu k posilování, natož pak o trendu způsobovaném konvergencí.

Taktéž **maďarský forint** v květnu posílil, podpořen představou přísnější měnové politiky. Z hodnot přes 360 HUF/EUR koncem dubna se setrvalým posilováním dostal na konci května na nejsilnější úroveň (346 HUF/EUR) od srpna minulého roku.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Na straně faktorů ukazujících na růst českých dluhopisových výnosů máme čtveřici důvodů. Zprv je zde extrémní emisní aktivita vlády, která v roce 2020 vytvořila zhruba 380 miliardový deficit, v letošním roce to bude stejné nebo horší (deficit za prvních pět měsíců je 255 mld., s přehledem největší v historii) a v příštím roce se dle návrhu ministryně Schillerové (deficit 390 mld.) také o zásobu dluhopisů trh obávat zrovna nemusí. Zadruhé, Česká republika stále vykazuje vcelku vysokou inflaci v poptávkové složce, která je již 11 měsíců nad úrovní 3 %, tedy znatelně nad cílem centrální banky (2 %). Zatřetí, sazby ČNB jsou sice na nule, ale lze čekat, že již v brzké době dle prognóz ČNB i vyjádření bankéřů vyrostou, a to jako první v regionu. Začtvrté, jsou zde obrovské fiskální stimuly v Americe a z těchto stimulů pramení strach z vyšší inflace (a tudíž vyšší výnosy v USA), což by se nemohlo neprojevit na české výnosové křivce.

Proti těmto faktorům stojí extrémně uvolněná měnová politika (jako důsledek desinflačních/deflačních tlaků) v celé Eurozóně, která bude trvat dlouho, a také domácí bankovní sektor nacházející se ve výrazném přebytku likvidity (a tudíž schopný absorbovat i výrazně velké nové emise dluhopisů bez větších problémů). Náš centrální scénář pro další část roku je, že první množina faktorů bude nadále převládat, a proto očekáváme pokračování růstu českých, zejména delších, výnosů (a tedy pokles cen českých státních dluhopisů).

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Polsko je málo zadlužená ekonomika s relativně zdravými fundamenty a centrální bankou, která navíc, pro mnohé celkem překvapivě, snížila minulý rok v reakci na pandemii sazby až na nulu. Na rozdíl od ČNB však polská centrální banka nemá k utahování politiky dle svých slov pražádnou chuť (a to ani když její vlastní prognóza ukazuje na inflaci nad 3 % v nejbližších třech letech), spíše naopak. Trh to však, jak je patrné z vývoje FRA, vidí jinak a centrální bance její holubičí přístup nevěří. A vzhledem k nově schválenému fiskálnímu impulsu polské vlády („Polská dohoda“) má dobrý důvod obávat se rychlejší inflace, a tudíž rychlejší reakce polské centrální banky. Další faktory zmíněné u České republiky platí i u Polska: velké fiskální stimuly v USA jsou hrozbou i pro polské dluhopisy, desinflační prostředí v Eurozóně je pro ně pozitivem. Ve výsledku tak očekáváme pokračující růst výnosů.

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO A UKRAJINA

Nečekané rozhodnutí prezidenta Erdogana vyměnit trhy respektovaného guvernéra Agbala zcela smazalo veškerou nově vybudovanou kredibilitu centrální banky a přineslo návrat nepředvídatelnosti a poplatnosti vůli prezidenta 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. Z pohledu pandemických opatření je důraz směřován na to, aby relativně dobře proběhla letní turistická sezóna. Stejně jako v našem regionu, došlo vlivem pandemických omezení

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO A UKRAJINA

k vybudování vysoké úrovně zadržené poptávky, která bude ovšem i nadále živit inflační tlaky. Inflační výhled je tak setrvale špatný. Slabý kurz liry, rostoucí ceny vstupů na straně výrobců a k tomu centrální banka, která rezignovala na možný růst sazeb i rétoricky. Inlace tak dál poroste a až s blížícím se třetím kvartálem by se měl více projevit bazický efekt, přející jejímu poklesu. I nadále přetrvává vnější nerovnováha v podobě deficitu běžného účtu a 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 výrazně podprůměrná participace zahraničních investorů v tureckých aktivech.

Lepší vývoj ukrajinského státního rozpočtu a s tím související nižší potřeba financování o několik měsíců odsunuly potřebu dojednání financování od Mezinárodního měnového fondu a s tím související implementaci 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 limitují. K tomu se nově přidává i zvýšené geopolitické napětí na hranicích s Ruskem. To sice odvolalo většinu jednotek ze cvičení poblíž ukrajinských hranic, situace nicméně i nadále zůstává křehká. Situaci vyostřuje i dostavba plynovodu Nordstream 2 s ekonomickými dopady skrze pokles výnosů z transportu plynu přes Ukrajinu. V úhrnu nicméně vnímáme výnosy lokálních vládních dluhopisů na úrovni 12–13 % jako poměrně zajímavé s ohledem na výnosové úrovně v globálním měřítku a s poukazem na nezávislou politiku Ukrajinské centrální banky.

MĚNY

U kurzu **aura proti dolaru** se po korekci v prvním čtvrtletí dolar navrátil k trendu oslabování z minulého roku, který byl hnán inflačním narativem. Díky fiskálním stimulům a velmi svižnému tempu vakcinace se odhady letošního tempa růstu a tempa růstu v roce 2022 pro USA zlepšily, pozitivní očekávání nyní sílí i v případě eurozóny. Očekáváme tak, že dolar bude v dalších měsících roku většinu času v defenzivě proti většině hlavních měn včetně eura, zatížen negativními vlivy vyšší současné i budoucí inflace, živěné příliš uvolněnou fiskální i měnovou politikou.

Koruna svým posílením v květnu dle nás potenciál pro další posílení již letos vyčerpala. Zlepšení epidemiologické situace, postupný návrat k normálu i rychlý růst sazeb ČNB již trh reflektuje. Ano, bilionový deficit za minulý, letošní i příští rok je strašidelný, ale že by devizový trh českou korunu za rozhazovačnou vládu vytrestal, je velmi nepravděpodobné – na dluzích dnes (s nadsázkou řečeno) nikomu nezáleží. V letošním roce tak čekáme oscilaci kolem 25,50 CZK/EUR, v příštím pak posílení mírně pod 25 korun.

Polskému zlotému by z fundamentálního hlediska svědčily hodnoty mnohem silnější, než jaké vidíme dnes. Postupný návrat ekonomiky do normálu zlotý na silnější úroveň než 4,40 PLN/EUR asi nedostane, ale centrální banka by mohla (v případě, že se trh nemýlí a bude nucena k utažení měnové politiky přistoupit rychleji než tvrdí). V hlavním scénáři tak čekáme hodnoty v letošním roce kolem 4,40 PLN/EUR, pokud se však centrální banka rozhoupe k akci, můžeme vidět další posílení zřetelně pod tuto hranici.

Maďarskému forintu doposud škodila, podobně jako jeho polskému protějšku, centrální banka, která chtěla mermomocí udržet měnovou politiku co možná nejuvolněnější. Obrat v posledním měsíci směrem k ještě slabšímu postoji tak dle nás bude vzpruhou pro forint. Očekáváme tak letos posílení směrem ke hranici 320 HUF/EUR.

AKCIOVÝ TRH

Na některé akciové trhy jsme nyní opatrní. Jedním z hlavních důvodů naší opatrnosti je vysoká úroveň globálních akciových indexů. Akciové valuace (neboli ocenění globálních akciových indexů) jsou v případě amerického trhu na historických maximech nebo na nejvyšších úrovních od technologické bubliny v roce 2000. Dále se obáváme výrazně zvýšené inflace způsobené stále bezprecedentními monetárními a fiskálními stimuly v klíčových největších ekonomikách - zejména v USA, eurozóně a Japonsku. Přitom dle historických statistik vždy platilo, že při zvýšené inflaci se akciím příliš dobře nevedlo. Rizika také vidíme v možném růstu korporátních daní, z důvodu lepení vysokých státních deficitů, nebo v geopolitických vztazích. 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 nadhodnoceností amerických akcií. 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.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

AKCIOVÝ TRH

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 (oček. P/E 13; P/S 1,4; EV/EBITDA 7,6). 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.

Dalším regionem, na který jsme pozitivní, je rozvíjející se Asie v čele s Čínou (oček. P/E 15,4; P/S 2,3; EV/EBITDA 17,4). Rozvíjející se Asie je 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.

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