

# VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500 (USD)	0,01 %	USA (USD)	0,18 %	USD/EUR	1,79 %	Ropa Brent (USD)	12,35 %
Evropa – DJ Stoxx 600 (EUR)	-1,56 %	Evropa (EUR)	-1,84 %	CZK/USD	-1,35 %	Zemní plyn (USD)	12,44 %
Japonsko – Nikkei 225 (JPY)	1,61 %	ČR (CZK)	-1,93 %	CZK/EUR	0,40 %	Sil. elektřina (EUR)	19,01 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	0,14 %	Polsko (PLN)	0,16 %	PLN/EUR	-2,00 %	Zlato (USD)	-3,61 %
ČR – PX (CZK)	-1,78 %	Maďarsko (HUF)	-0,16 %	HUF/EUR	5,01 %	Stříbro (USD)	-5,87 %
Polsko – WIG30 (PLN)	-0,70 %	Turecko (TRY)*	-1,87 %	TRY/EUR	12,49 %	Měď (USD)	-3,28 %
Maďarsko – BUX (HUF)	-9,37 %						

\* BofA Merrill Lynch index

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

### EMU

**ECB pod tlakem inflace i růstu mezd již otevřeně přiznává, že inflace je problém, s nímž se brzy bude muset začít něco dělat.**

**Druhá revize dat o HDP za 1. čtvrtletí potvrdila, že ekonomika Eurozóny zůstala v černých růstových číslech i v 1. čtvrtletí 2022.** Růst to sice nebyl kdovíjak velký (po revizi nakonec nikoliv +0,2 % q/q jako v prvním odhadu, ale +0,3 % q/q), ale vzhledem k problémům v průmyslu a růstu cen energií to bylo pozitivní překvapení. Z velkých ekonomik na tom byla v prvním čtvrtletí růstově nejhůře Itálie s Francií (shodně po -0,2 % q/q), nejlépe pak Španělsko (+0,3 % q/q) a Německo (+0,2 % q/q).

Tvrdá data, která byla v EMU v průběhu května 2022 zveřejněna, byla spíše slabší.

**Maloobchodní tržby** si v letošním prvním čtvrtletí moc dobře nevedly. Po růstu o 0,1 % m/m v lednu a o 0,4 % m/m v únoru klesly koncem prvního čtvrtletí o 0,4 %; jejich **meziroční tempo** tak koncem prvního čtvrtletí **dosáhlo pouhých 0,8 %**. Víníkem slabosti jsou nejspíš rychle rostoucí spotřebitelské ceny, kterým růst nominálních mezd nestačí.

Pro spotřebu domácností relevantní **trh práce se přitom v letošním roce zlepšil**. Sezonně očištěná **míra nezaměstnanosti** je meziročně nižší o 1,4 p. b., od února se drží pod hranicí 7 %: **v únoru, březnu i v dubnu byla dokonce na nejnižší hodnotě (na 6,8 %) v historii EMU**. Nejnižší z velkých zemí je nezaměstnanost samozřejmě v Německu (3 %), nejvyšší ve Španělsku (13,3 %). Objevují se již i první náznaky, že utažený trh práce se začíná zrcadlit ve mzdách – v prvním čtvrtletí **vzrostl index sjednaných mezd**, který sleduje ECB, o 2,8 % r/r, což bylo jeho nejrychlejší tempo od 1. čtvrtletí 2009. Dost možná se koukáme na začátek akcelerace tempa růstu mezd, na který bude muset ECB dřív nebo později (a dle nás raději dřív než později) reagovat. **Průmyslová produkce** po dvou silných měsících konce minulého roku (+2,5 % m/m v listopadu a +1,7 % m/m v prosinci) v prvním letošním čtvrtletí klesla. V lednu totiž poklesla produkce o 0,8 % m/m, a i když v únoru vzrostla (+0,5 %), **březnový pokles o 1,8 % učinil konec nadějším na růstové první čtvrtletí. Meziroční tempo poklesu dosáhlo v březnu 0,8 %**.

**Index nákupních manažerů (PMI)** ve zpracovatelském průmyslu se **v květnu 2022 dále zhoršil**, když poklesl na **54,6 bodu**, tj. nejnižší od listopadu 2020. Důvodem zpomalení byl fakt, že poprvé od června 2020 klesly nové objednávky. Nejvyšší hodnoty mezi velkými zeměmi opět dosáhl PMI v Německu (54,8 bodu), následován Francií (54,6), Španělskem (53,8) a Itálií (51,9). Pokračovaly však cenové tlaky: index výstupních cen totiž dosáhl druhé nejvyšší hodnoty v historii průzkumu (rekordem je přitom jeho hodnota z letošního dubna).

Lehce odlišný vývoj než u PMI pozorujeme u **indexu IFO**, který mapuje podmínky v největší ekonomice Eurozóny. Sub-index hodnotící stávající situaci se v květnu zlepšil a dostal se opět na dohled sta bodů (přesněji 99,5 bodu, tj. zhruba 3 body nad dlouhodobým průměrem). **Sub-index hodnotící očekávání zůstal po březnovém propadu nízko – po zlepšení z 84,8 bodu v březnu na 86,8 bodu v dubnu se na prakticky stejné hodnotě (86,9 bodu) udržel i v květnu**.

**V dominantním sektoru služeb se situace dle předběžných dat o PMI v květnu mírně zhoršila, ale zůstala lepší než ve zpracovatelském sektoru**. Index totiž poklesl z předchozího (dubnového) osmiměsíčního maxima 57,7 bodu na květnových 56,3 bodu. Důvodem bylo zhoršení očekávání, která poklesla na druhou nejnižší úroveň za poslední rok a půl. Naopak, tempo najímání bylo nejsilnější za bezmála 15 let. **Spotřebitelská důvěra v květnu i v dubnu po dramatickém propadu zůstala nízko – květnová hodnota (-21,1 bodu) je nejnižší od covidového dubna 2020**.

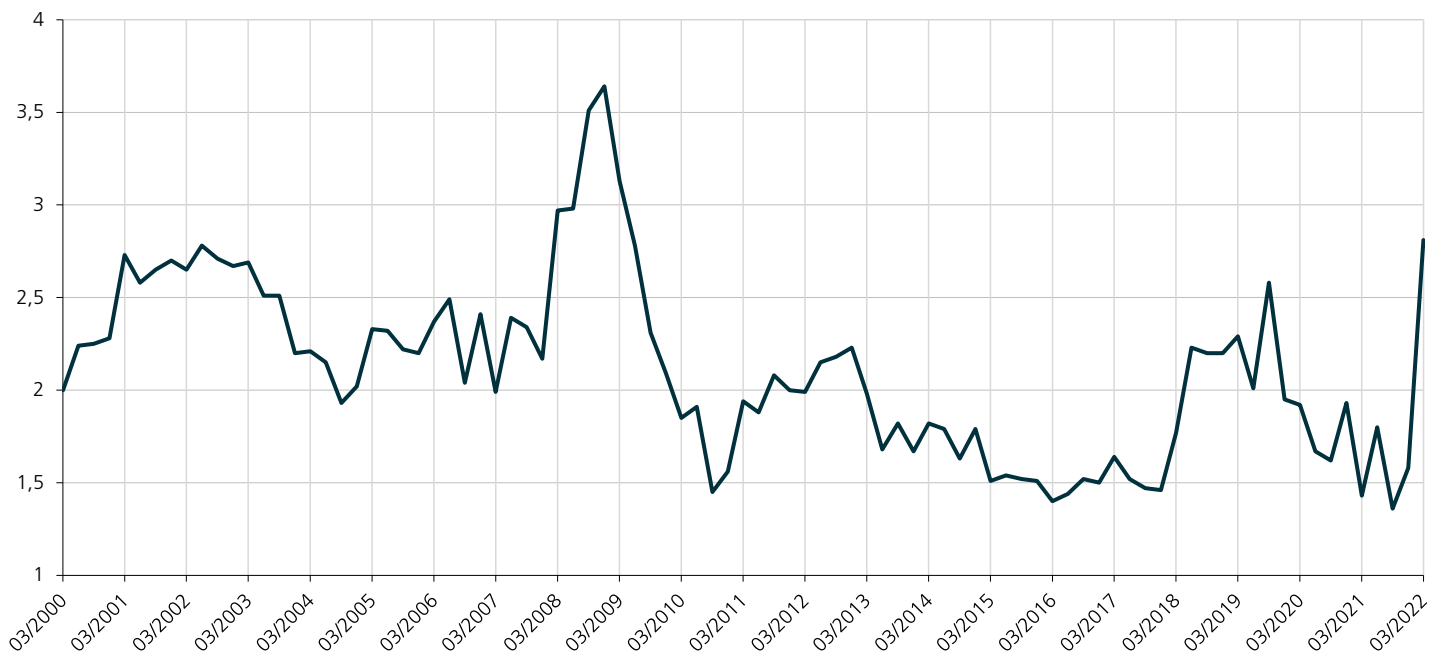
Ani v dubnu se růst cen nezastavil, právě naopak. Dle **předběžných dat totiž květnová inflace přidala 0,8 % m/m a tedy 8,1 % r/r**. U ostře sledované **jádrové inflace** došlo také k růstu, a to o **0,5 % m/m, tedy o 3,8 % r/r**. Z velkých zemí byla v dubnu nejvyšší inflace v Německu (8,7 %), nejnižší pak ve Francii (5,8 %). Smutným rekordmanem v rámci Eurozóny je Estonsko, kde je inflace 20,1 %; na Slovensku pak dosahuje nyní bezmála 12 %. Ve všech zemích Eurozóny je inflace daleko nad cílem ECB.

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## EMU

## Index smluvených mezd vzrostl nejrychleji za 13 let.

Index sjednaných mezd ECB, % r/r

Zdroj: ECB, dostupné [ZDE](#).

Dále také rychle rostou ceny **průmyslových producentů**, které **v březnu v Eurozóně přidaly 27,9 % r/r** a jejichž růst se dle předběžných informací ani v dubnu nezastavil – německé průmyslové ceny totiž v dubnu zrychlily svůj růst z březnových meziročních 22,9 % na 24,3 %, italské přidaly 35,3 %, španělské 37,3 % atp. To se v dalších měsících nemůže dále nepromítnout i do spotřebitelských cen.

**Zasedání ECB se v květnu nekonalo, během celého měsíce se však objevovaly náznaky, že už i ECB dochází, že s inflací má problém.** Jestřábí členové ECB (kupř. Klaus Knot z Nizozemska) během května naznačili, že růst sazeb o půl procentního bodu již v červenci zdaleka není vyloučen, a i samotná Lagardeová řekla, že negativní sazby skončí ve třetím čtvrtletí letošního roku (což implikuje růst sazeb nejméně o půl procentního bodu). Sazby prostě začnou růst mnohem dříve, než ještě před půlrokem tvrdila Lagardeová, a nic na tom nemění ani poznámka hlavního ekonoma ECB Philipa Lanea, že se bude v normalizaci postupovat po krocích o čtvrt procentního bodu.

## USA

**Ekonomice se nadále vede dobře, inflace meziměsíčně mírně zvolnila. FED si pohrává s myšlenkou rychlejší restrikce měnové politiky.**

**Nová data o růstu HDP v 1Q22 ukázala překvapivý pokles ekonomiky. Americká ekonomika totiž v 1. čtvrtletí letošního roku poprvé od pandemického druhého čtvrtletí 2020 zaznamenala negativní růst, byť jen mírný (dle druhého odhadu nakonec nikoli -1,4 % q/q anualizovaně, ale -1,5 % q/q).** Důvodem poklesu byl výrazně silný růst dovozu, který růstu ubral 2,6 p. b., a pokles zásob (-1,1 p. b.). Není to však takové zklamání. Po předchozích dvou čtvrtletích, v nichž byl příspěvek od zásob výrazně kladný (2,2 p. b. ve 3Q21 a 5,3 p. b. ve 4Q21), totiž bylo možné negativní příspěvek od zásob očekávat, podobně jako bylo možné vzhledem k silné domácí poptávce očekávat negativní příspěvek od dovozů.

Měsíční data zveřejněná během května 2022 byla nadále proinflační.

**Maloobchodní tržby** bez aut a bez paliv poté, co v prvním letošním čtvrtletí přidaly mezičtvrtletně více než 5 %, začaly dobře i čtvrtletí druhé, když **v dubnu přidaly 1 %**. Meziroční tempo růstu dosáhlo 8,2 %. Silný růst tržeb je výsledkem měnové a fiskální politiky, trhu práce a (vzhledem k nominální povaze čísel také) inflace. V **dubnu míra nezaměstnanosti** stejně jako měsíc před tím **dosáhla hodnot (3,6 %)** z konce roku 2019 (3,5 %) a trh práce je tudíž ve stavu plné zaměstnanosti. Nízké jsou i další sledované míry nezaměstnanosti – **míra U6** (zahrnující kromě nezaměstnaných i ty, kteří pracují méně, než by chtěli, a ty, kteří hledání práce vzdali

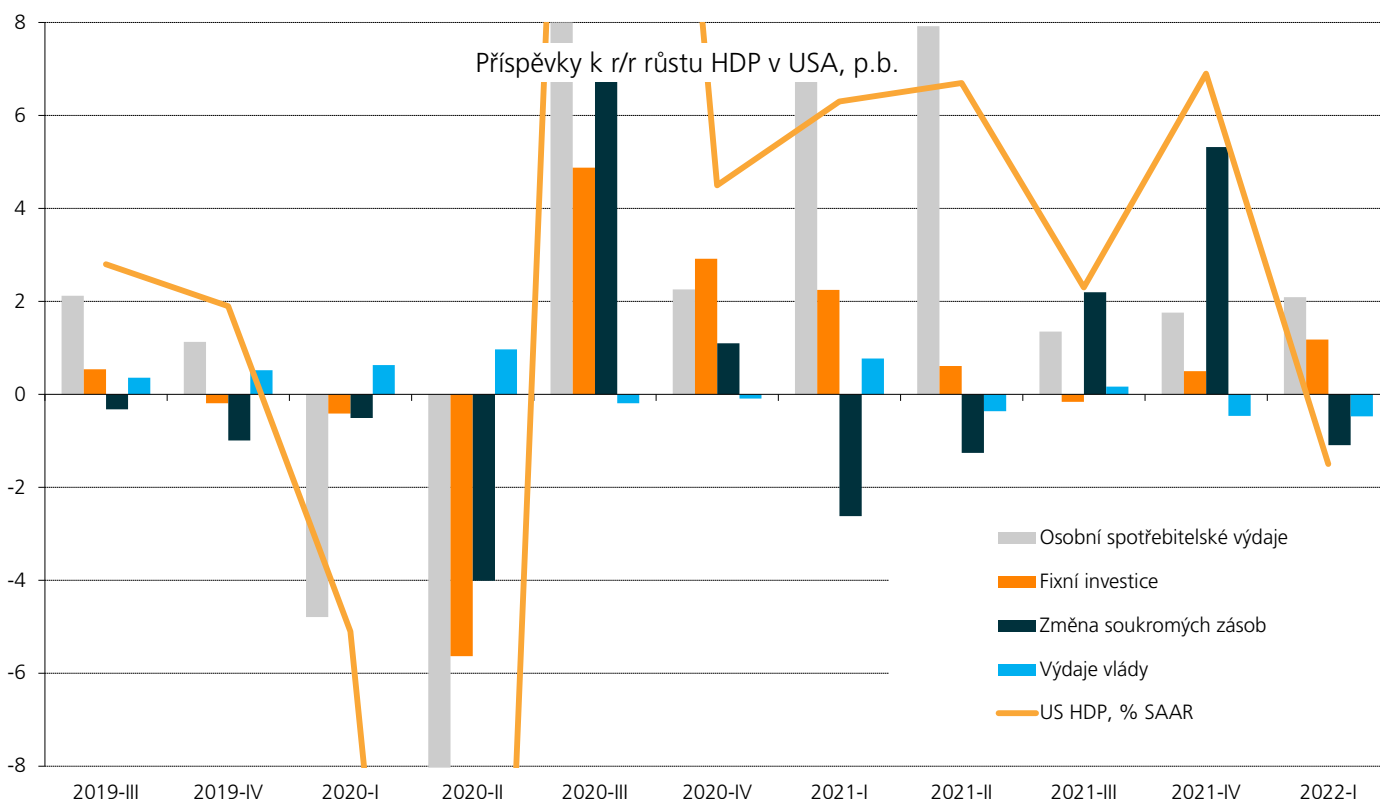
**EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI**
**USA**

kvůli absenci naděje, že nějakou najdou), která byla ještě koncem minulého roku skoro 12 %, sice po poklesu v březnu 2022 (6,9 %) **vzrostla v dubnu zpátky na 7 %**, i tak je to však srovnatelné se situací před COVIDEM-19 (prosinec 2019: 6,7 %). Na „**tokových**“ **datech z trhu práce pozorujeme stabilizovanou situaci**. U prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti přesáhl v květnu 2022 týdenní průměr lehce přes 200 tis., u pokračujících žádostí jsme v polovině května 2022 zaznamenali pokles pod 1,4 milionu. **Růst nominální mzdy** je nadále relativně rychlý – v posledních 6 měsících do dubna 2022 se nominální hodinová mzda v USA zvýšila o 2,4 %, meziročně pak o 5,5 %.

**Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby v letošním prvním čtvrtletí vzrostly o více než 3 % oproti konci minulého roku, v březnu samotném pak přidaly 0,9 % m/m.** Po vyloučení volatilní kategorie letadel a kategorie vojenské techniky, tj. poté, co objednávky skutečně představují proxy pro fixní investice většiny firem, je obrázek lepší: růst v prvním čtvrtletí o 2 %, v březnu pak o 0,9 %. Navíc, v meziročním vyjádření byly oproti březnu 2021 takto definované jádrové objednávky koncem března 2022 vyšší o 10,3 %. Není divu, že se objednávkám daří – **průmyslová produkce se silným růstem v každém z prvních čtyř měsíců** (+1,1 % m/m v dubnu) dostala v dubnu na **meziroční tempo růstu 6,4 %**.

**Jádrová (PCE) inflace zůstává vysoko, její měsíční dynamika mírně zpomalila.** Zatímco v posledních třech měsících 2021 přidala vždy 0,5 % m/m, v posledních **třech měsících včetně dubna 2022 už „jen“ +0,3 % m/m**. Za poslední půlrok tak vzrostla o 2,4 % a meziročně je jádrová cenová hladina vyšší o 4,9 %. Celková inflace **poklesla z březnových 6,6 % na dubnových 6,3 %**. Vzhledem k vývoji cen producentů (+11 % r/r v dubnu 2022) a vzhledem ke stavu trhu práce se však dá čekat, že se zvyšováním spotřebitelských cen ještě konec není.

**Americká centrální banka na zasedání 3.–4. května zvýšila sazby +0,5 p. b. (poprvé od roku 2000).** Na tiskovce po zasedání pak Powell řekl, že zvýšení v krocích o 50 b. b. „*by měla být na stole na obou nadcházejících zasedáních*“. Jestřábími vyjádřeními pak byl naplněn celý květen. V jeho polovině kupř. Powell prohlásil, že s utahováním politiky bude FED pokračovat, dokud nebude mít „*jasný a přesvědčivý*“ důkaz, že inflace zpomalí ke 2 %. V zápisu z květnového zasedání se pak objevila zmínka, že si FED pohrává s myšlenkou, že by jeho cílem v tomto cyklu nastavení měnové politiky nebylo pouze „*neutrální*“, nýbrž „*restriktivní*“. Jinými slovy, že by vrchol cyklu výše a/nebo by sazby zůstaly vysoko delší dobu.

**Překvapivý pokles amerického HDP v 1. čtvrtletí**

 Zdroj: BEA, tabulka 1.1.2 dostupná [ZDE](#).

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## CEE3

## ČR

**ČNB dále zvyšuje sazby, nová prognóza volá po dalším velkém utažení. Reálná ekonomika si prozatím utážení moc nevšimá.**

Strukturální data o HDP ukázala, že ekonomika dále jede, růstu cen navzdory. **Mezičtvrtletně ekonomika v prvním čtvrtletí přidala 0,9 %, což bylo o 0,2 p. b. více než v prvním odhadu a o 0,1 p. b. více než ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku.** Meziroční tempo růstu pak dosáhlo 4,8 %. V mezičtvrtletním srovnání byl největší příspěvek ze strany hrubé tvorby fixního kapitálu, která vzrostla o 2,9 % q/q, a ze strany čistého vývozu (vývoz přidal 3 % q/q, dovoz 2,3 % q/q). Poptávka domácností podruhé v řadě poklesla, a to o rovné procento q/q.

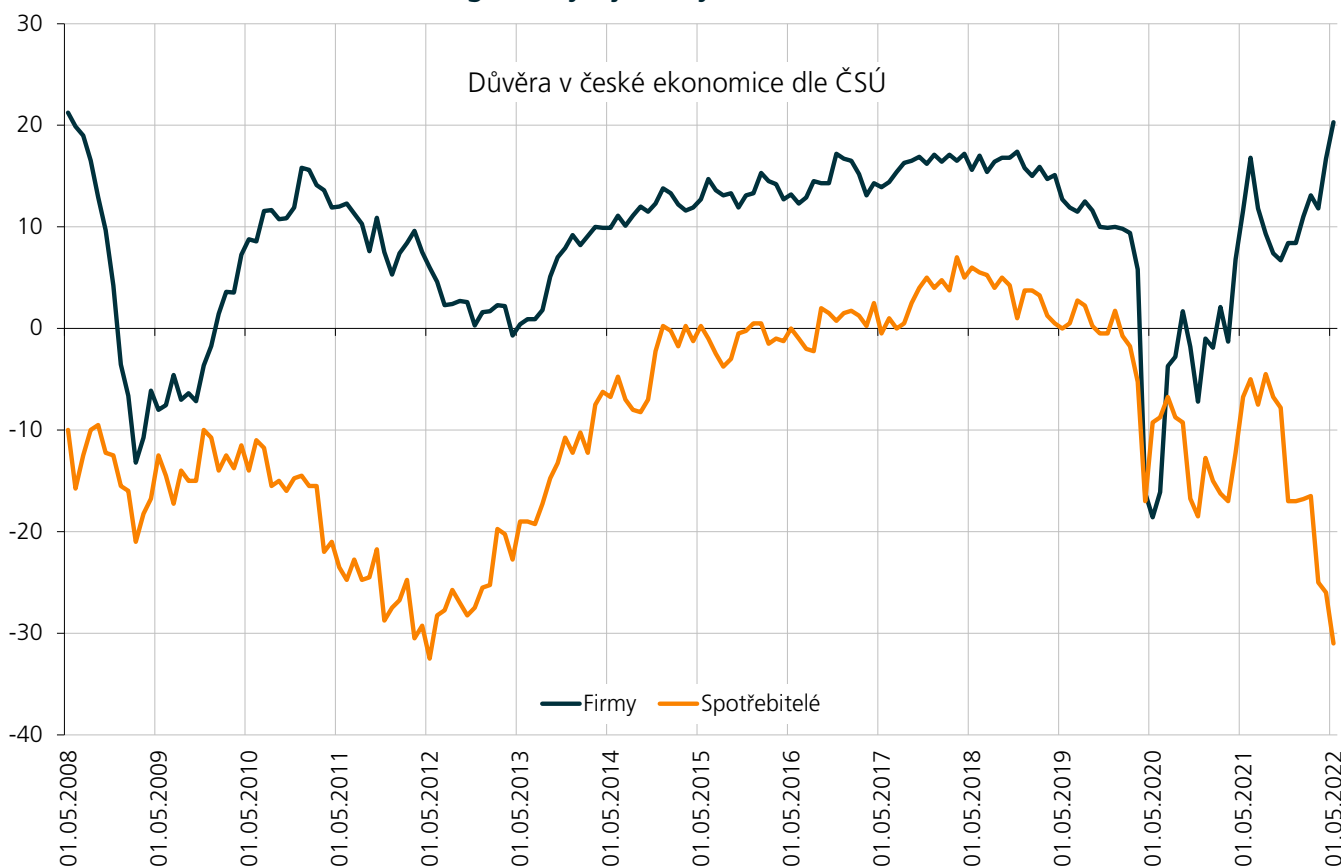
**Měsíční data zveřejněná během května 2022 byla smíšená.**

**Průmyslová produkce** v prvním čtvrtletí vzrostla **reálně mezičtvrtletně o 2,3 %**, meziročně pak byla vyšší o 0,4 %. Jak napsal ČSÚ, „celé první čtvrtletí roku 2022 bylo charakterizováno růstem produkce v naprosté většině odvětví na straně jedné a pokračujícími problémy ve výrobě motorových vozidel a navazujících odvětvích na straně druhé“. Nejvyšší příspěvek k meziročnímu růstu průmyslu v 1. čtvrtletí zaznamenala výroba elektrických zařízení (příspěvek +0,4 p. b., růst o 5,3 %) a výroba strojů a zařízení (příspěvek +0,4 p. b., růst o 5,1 %). Výroba motorových vozidel pak ubrala celkovému výsledku 2 p. b., odvětví zaznamenalo meziroční pokles o 10,3 %.

**Že se v průmyslu neblýská na výrazně lepší časy (ale že také není na programu dne kontrakce) ukazuje index PMI.** Průměrná hodnota PMI v 1. čtvrtletí 2022 byla 56,7 bodu, v dubnu však jen 54,4 bodu a **v květnu dokonce jen 52,3 bodu**, tj. nejnižší od října 2020. Důvodem zpomalení bylo jak zpomalení skutečně stávající produkce (dle respondentů se dokonce objevilo rušení objednávek kvůli solvenci odběratelů či nedostatku materiálu), tak třetí pokles v řadě u nových objednávek; květnový pokles objednávek byl nejnižší od června 2020. **Pokles exportních objednávek byl dokonce nejhorší za dva roky.**

Až bizarně tak ve světle dat o PMI vyznívá **květnový průzkum důvěry ČSÚ u firem** – dle konjunkturálního průzkumu ČSÚ totiž důvěra firem v květnu dále výrazně **vzrostla (20,1 bodu)**, a to téměř na historické maximum. To je ve světle problémů s komponenty a s válkou na Ukrajině velmi překvapivé. U **domácností** tomu bylo jinak a jejich důvěra se opět propadla. **V dubnu se dostala dále do záporu (-26 bodů) a v květnu (-31 bodů) dokonce poblíž historickému minimu (-32,5 bodu) z května 2012.**

## Divergentní vývoj důvěry firem a domácností



## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## ČR

**Maloobchodní tržby se v březnu snížily o 0,9 % m/m, za celé první čtvrtletí pak celkové tržby přidaly 1,5 %;** meziroční tempo růstu dosáhlo 4,5 %. Největším negativním přispěvatelem k meziročnímu růstu byly potraviny (–1,8 % r/r) a auta (–1 % r/r), cenám navzdory se naopak dařilo prodejem paliv (+19,2 % r/r, primárně odraz nízké základny z roku 2021) i nepotravinářského zboží (+10,7 % r/r, opět primárně díky bazickému efektu). Výhled tržeb však zůstává velmi nejistý: jedním směrem působí masivní propad spotřebitelské důvěry, růst sazeb ČNB i růst spotřebitelských cen, směrem opačným pak zejména stále velmi expanzivní fiskální politika a utažený trh práce.

**Česká spotřebitelská inflace i počátkem 2. čtvrtletí dále zrychlila.** Poté, co v lednu 2022 dosáhlo *meziměsíční* tempo růstu spotřebitelských cen historicky bezprecedentních 4,4 % a v únoru stále vysokých 1,3 %, vzrostly spotřebitelské ceny výrazně i **v březnu a v dubnu**, a to o **1,7 % m/m a 1,8 % m/m**. Meziroční tempo (14,2 %) se dostalo na více než dvacet let neviděné hodnoty. Měnově-politická inflace dosáhla 13,9 %, jádrová inflace pak 12,8 %. Ještě horší je, že jen **za poslední půlrok** do dubna vzrostla **poptávková (jádrová) inflace o bezmála 7 %**, tj. anualizovaně tempem skoro 14,5 %. Vzhledem k pokračujícímu růstu cen producentů se přitom nedá čekat, že jsme již na vrcholu – **ceny průmyslových výrobců vzrostly počátkem 2. čtvrtletí o 26,6 %, zemědělských producentů pak o 35,3 %**. Po dlouhé době se zvedly i ceny tržních služeb, které v dubnu meziročně přidaly 5,5 %.

**Zasedání ČNB 5. května přineslo další růst sazeb, a to o 75 b. b. na 5,75 %.** Nová prognóza však volala po růstu sazeb až přes 8 %, čemuž se Bankovní rada ČNB vyhnula tím, že v alternativním scénáři prodloužila horizont, během něhož se inflace má vrátit k cíli. **V tomto alternativním scénáři ČNB sice stále počítá, že „jsou inflační očekávání ukotvená na dvouprocentním cíli“**, to je ale dnes už nejspíš jen zbožné přání.

**Guvernérem ČNB byl v květnu jmenován Aleš Michl, což znervóznilo devizové trhy.** Prezident Zeman ještě musí do konce června vybrat 3 členy BR ČNB za trojici, které končí mandát – Rusnok (který už znovu jmenován být nemůže), Nidetzký a Benda (kteří opět jmenování být mohou, nicméně nemusí).

## POLSKO

**I navzdory slabším dubnovým datům z průmyslu a maloobchodu je ekonomika v plné síle, nezaměstnanost je pod úrovní před pandemií. Růst sazeb polské centrální banky tak pokračuje a bude pokračovat.**

**Data o růstu polské ekonomiky v 1. čtvrtletí zveřejněná v polovině května ukázala, že (podobně jako v Maďarsku nebo v ČR) se ani utahení měnové politiky, ani růst cen zatím na růstu ekonomiky neprojevíly.** Ekonomika přidala v prvním čtvrtletí **2,5 % q/q** a 9,2 % r/r a potřetí z posledních čtyř čtvrtletí tak zaznamenala mezičtvrtletní tempo růstu přes 2 %. To pak mimochodem společně se stavem trhu práce (viz níže) vysvětluje, proč je i v Polsku podstatná část inflace poptávková.

**Průmyslová produkce zaznamenala počátkem druhého čtvrtletí růst o 13 % r/r**, což bylo oproti konci prvního čtvrtletí jisté zpomalení. **Zhoršil se i výhled průmyslu**, tedy alespoň pokud jej odvozujeme z indexu PMI. Ten se totiž v květnu zhoršil (**48,5 bodu**) na skoro dvouleté minimum, oproti konci dubna tak poklesl o bezmála 4 body. Podobně jako v ČR i v Polsku došlo ke dvojímu zhoršení – u aktuální produkce i u nových objednávek. Růst vstupních i výstupních cen zůstal velmi vysoký, i když oproti dubnu lehce zpomalil.

**Reálné maloobchodní tržby meziměsíčně v dubnu poklesly (–0,8 % m/m), jejich meziroční tempo však díky silnému bazickému efektu vystřelilo na 19 %.** Ve srovnání se stejným obdobím roku 2021 jsou za první 4 měsíce letošního roku tržby ve stálých cenách vyšší o 10,8 %, což sice zčásti reflektuje bazický efekt, ale uvážíme-li, že (sezonně očištěný a reálný) **m/m růst v lednu, únoru i v březnu dosáhl shodně 1,4 %**, je jasné, že jenom tím to nebylo. Že se tržbám vede i letos dobře, není překvapením – **míra nezaměstnanosti** zůstala během 1Q22 i v dubnu 2022 extrémně nízká: (po očištění) skončila v únoru i v březnu na 5,3 %, v dubnu dokonce na 5,1 %, tj. jen o 0,1 procentního bodu pod hodnotou z února 2020. Nepřekvapí pak ani to, že dále rostou mzdy – **růst nominálních mezd** dosáhl v dubnu 14,1 % r/r, což znamenalo, že i navzdory vysoké inflaci **zůstal reálný růst mezd kladný**.

**Ve shora popsaném makroekonomickém prostředí se nepřekvapivě „daří“ inflaci.** V dubnu dle finálních dat vzrostla na 12,4 %, poptávková inflace pak dosáhla hodnot (7,7 %) neviděných od 90. let. Dle předběžných květnových dat došlo k dalšímu růstu inflace, **celková inflace tak v květnu atakovala hranici 14 %**. Růst cen producentů, který v dubnu přesáhl 23 %, pak nenaznačuje, že bychom se měli rychle dočkat obratu ve spotřebitelské inflaci.

**Centrální banka pokračuje v utahování politiky.** Růstem sazeb o 50 b. b. v lednu i v únoru dostala svou klíčovou sazbu na 2,75 %, v březnu pak zvýšila sazby o tři čtvrté procentního bodu na 3,5 % a v dubnu o rovný procentní bod na 4,5 %. **Na květnovém zasedání pak došlo k dalšímu růstu sazeb o 0,75 p. b. na 5,25 %.** Že to ještě není konec celkem jasně řekl guvernér Glapiński

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

### POLSKO

po zasedání: „MPC bude pokračovat ve zvyšování sazeb až do doby, kdy si budeme jistí, že inflace trvale zpomalila“. K tomu, že trh čekal růst sazeb v květnu o rovný procentní bod a že polská centrální banka zvýšila sazby o méně, řekl Glapiński, že si to trh nemá vykládat jako „blížící se konec utahování“ a ani jako „znak, že by další kroky měly být méně razantní“. Zvýšení o dalších 75–100 b. b. na červnovém zasedání je tak v podstatě jisté.

### MAĎARSKO

**Maďarská centrální banka dále utahuje měnovou politiku, jádrová inflace překonala dvoucifernou hranici.**

**Nová data o růstu maďarské ekonomiky v 1. čtvrtletí 2022 ukázala, podobně jako v Polsku, na silný pokračující růst ekonomiky.** Mezičtvrtletní tempo růstu dosáhlo **2,1 % q/q** a meziroční tempo pak **8,2 % r/r**. Na meziročním srovnání je to částečně samozřejmě efekt nízké základny z 1Q21, na mezičtvrtletní základně to však je **efekt trhu práce, růstu mezd a předvolební fiskální podpory**. Možná pomohl i slabší forint, zejména vzhledem k tomu, že se dařilo průmyslu. K růstu na meziročním základě přispěla všechna odvětví strany nabídky vyjma zemědělství, na straně poptávky pak dominovaly investice firem a poptávka domácností.

**Maloobchodní tržby sice v dubnu poklesly o 2,4 % m/m, ale to přišlo po meziměsíčním růstu o 7,3 % v březnu.** Silný březnový růst byl částečně efektem růstu prodeje paliv (27 % m/m, 51,4 % r/r) s tím, jak přišlo množství uprchlíků z Ukrajiny a zavedl se strop ceny (= palivový turismus) a výrazný růst mezd (viz níže) **svou roli ale jistě sehrává napjatý trh práce. Míra nezaměstnanosti** je totiž stále velmi nízká – její průměrná hodnota za únor až duben (**3,5 %**) je mnohem nižší než v letech 2013–2016 a už jen o 0,3 p. b. nad historickým minimem ze 4. čtvrtletí 2019. **Meziroční tempo růstu nominálních mezd zůstává podobně jako v Polsku vysoké a reálný růst mezd kladný:** v lednu 2022 rostly mzdy o **13,7 % r/r**, **únorový růst mezd pak dosáhl bezprecedentních 31,7 %**. Důvodem takto vysokého tempa růstu byl **růst minimální mzdy a výplata odměn vojákům a policii ve výši půlročního platu. V březnu pak růst mezd dosáhl 17,5 % r/r.**

**Maďarské průmyslové produkci** se v prvním čtvrtletí dařilo, a to navzdory problémům v dodavatelských řetězcích či inflaci. Prosinčová de facto stagnace (+0,1 % m/m) byla totiž v prvním čtvrtletí následována dvěma měsíci silného, skoro dvouprocentního meziměsíčního růstu (v lednu a v únoru +1,9 % m/m shodně). **Březnová de facto stagnace (–0,1 % m/m) už pak na silném prvním čtvrtletí, na jehož konci byla produkce o 4,1 % vyšší než před rokem, nic nezměnila.**

Vývoj **indexu PMI v Maďarsku dlouhodobě nekoresponduje s vývojem skutečné produkce:** v prosinci minulého roku kupř. nejdřív skoro neuvěřitelně narostl (na historické maximum 65,5), v lednu 2022 pak stejně neuvěřitelně poklesl (na revidovaných 50,9 bodu). Skutečná produkce v obou měsících přitom byla +0,1 % m/m a +1,9 % m/m. **Březnový silný PMI (index PMI vyrostl na 57,6 bodu)** také nekorespondoval se shora zmíněnou stagnací produkce, takže **dubnový pokles indexu na 51,5 bodu** nemusí být předzvěstí slabého dubnového průmyslu.

**Celková inflace** se meziměsíčním růstem o 1,4 % m/m v lednu 2022, o 1,1 % m/m v únoru, o 1 % m/m v březnu a o **1,6 % m/m v dubnu** dostala na **9,5 % r/r**. Navzdory ohlášenému cenovému stropu na 6 základních potravin pokračoval rychlý růst cen potravin (po +2,1 % m/m v únoru o další 2 % m/m v březnu a o 3,6 % v dubnu na 15,6 % r/r), což lze vysvětlit tak, že prodejci se ztráty na zastropovaných cenách snažili umazat zvýšením cen položek, jichž se strop netýkal. To ale není jediný, a dokonce ani hlavní inflační problém Maďarska – na cenové stabilitě si vybírají svou daň primárně slabý forint a silný trh práce. Že jsou inflační tlaky mnohem širší než jen u potravin a paliv, je koneckonců evidentní z **jádrové inflace**, která ze 7 % v únoru poskočila na 7,9 % v březnu a **na více než dvacetileté maximum 10,3 % v dubnu.**

**Centrální banka (MNB)** pokračuje v utahování politiky. Na týdenní **depozitní facilitě** se sazba zvyšovala během února i března každý týden – zatímco ještě, koncem ledna 2022 to bylo 4,3 %, koncem března už 6,15 % a v průběhu května došlo k růstu až **na 6,75 %**. Hlavní tříměsíční sazba je na dohled 6 % (5,9 %). Letos tak vzhledem k tomu, že tříměsíční sazba roste rychleji než týdenní sazba, nejspíš dojde k jejich sjednocení. Trh stále čeká jako finální sazbu úroveň kolem 8 %.

### ROPA

Po měsících pozvolného růstu se cena ropy vlivem útoku Ruska na Ukrajinu dostala v 1. čtvrtletí 2022 na hodnoty neviděné více než 10 let. Barel ropy se počátkem března obchodoval za 113 dolarů a během měsíce se podíval i na hranici 120 dolarů. Koncem března poklesla cena ropy na úroveň 100 dolarů za barel a kolem této hranice v úzkém rozpětí  $\pm 5$  USD oscilovala cena ropy i během dubna. Během května se ropa dostala ze zhruba 105 dolarů za barel koncem dubna asi o 10 dolarů výše.

## AKCIOVÉ TRHY

Akiové trhy v květnu zaznamenaly razantní obrat. S ohledem na převládající negativní náladu investorů způsobenou rychlým růstem inflace a stále pokračování zpomalování světových ekonomik se na počátku měsíce zdálo, že dubnové výprodeje budou pokračovat i nadále. Značnou nejistotu způsobuje i pokračující válka na Ukrajině. V prvním květnovém týdnu došlo ze strany FEDu k **očekávanému zvýšení sazeb o 50 b. b.** doprovázenému jestřábím výhledem. Výsledkem bylo, že v průběhu května akiové trhy ztrácely až 8 %. V závěru měsíce však zaznamenaly silný růst a ztráty z prvních dvou třetin měsíce se téměř smazaly. Růst byl podpořen zejména dvěma faktory – zprávou o možném částečném zrušení cel, která byla na Čínu uvalena během volebního období prezidenta Trumpa, a zlepšení situace ohledně restriktivních opatření zavedených v souladu s politikou nulové tolerance. **Pozitivně si pak trhy vyložily i zápis FEDu, který nenaznačil žádné signály, které by vedly ke změně ve výhledu směrem k rychlejšímu utahování měnové politiky.**

Nastolený trend z předcházejících měsíců pokračoval i v průběhu května. Dařilo se lépe titulům hodnotovým než růstovým. Evropa pak zaostala za americkými trhy i z důvodu jestřábí otočky ECB. Podle prezidentky Lagardeové **přistoupí ECB ke zvýšení sazeb o 25 b. b.** na červencovém i zářijovém zasedání a spekuluje se i o možném 50 b. b. **růstu sazeb na příštím zasedání (index DJ STOXX 600 -1,56 %, S&P +0,01).** V Evropě se **nejvíc dařilo energetickému sektoru (+7,67) a díky rychlejšímu očekávanému růstu sazeb i sektoru bankovnímu (+5,28 %).** Naopak **nejhorší výkonnost zaznamenal sektor RealEstate (-7,12 %).** **Ve spojených státech se nejlépe dařilo sektoru OIL&GAS (19,7 %).**

Akcie na rozvíjejících se trzích se od konce minulého měsíce příliš nepohnuly, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD připsal malý zisk 0,14 %. Dařilo se tentokrát čínským akciím, jelikož tamní vláda konečně přistoupila k uvolňování protiepidemických opatření a také oznámila další kroky na podporu ekonomiky. Naopak se nevedlo indickým akciím (-2,6 %), které postihly výprodeje zahraničních investorů. Negativní sentiment dále podpořila indická centrální banka, která v reakci na rostoucí inflaci neočekávaně zvýšila úrokové sazby. Situace v regionu zůstává nadále křehká, pozornost je upřená především na vývoj čínské ekonomiky a světové inflace (růst úrokových sazeb). Akcie v Latinské Americe se po dubnovém propadu částečně zotavily (+6,46 % v USD). K tomu přispěly především nadále vysoké ceny komodit a lepší vyhlídky čínské ekonomiky.

Středoevropským akiovým trhům se v květnu nedařilo (index CECEUR -2,0 %) a navázaly tak na desetiprocentní propad z minulého měsíce. Nejhorší si vedly maďarské akcie (BUX index -9,4 %). Důvodem bylo představení nové speciální daně týkající se širšího spektra sektorů. Cílem této daně je omezit zisky plynoucí z nadprůměrných marží, kterých firmy dosahují díky makroekonomickému prostředí. Jedná se především o energetický sektor těžící z vyšších cen energií a bankovní sektor těžící z růstu úrokových sazeb. Český akiový index PX odepsal během května 1,8 %. Nejvyššího zhodnocení

## INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

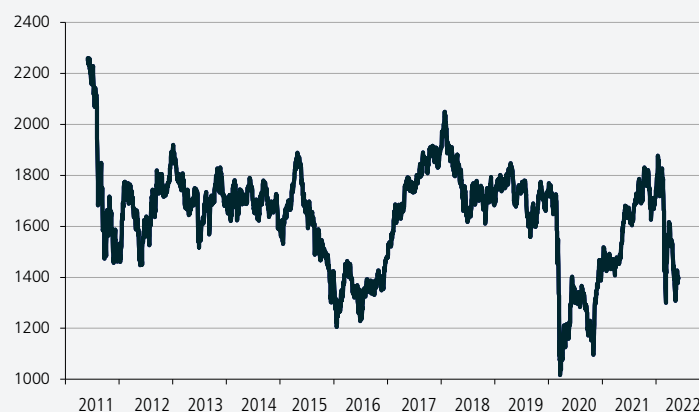
## MSCI WORLD INDEX



## MSCI EMERGING MARKETS



## CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

## AKCIOVÉ TRHY

## AKCIOVÉ TRHY

dosáhly akcie společnosti ČEZ, které se vezly na pozitivní vlně vysokých cen energií, které ještě přivila **spekulace o možném rozdělení ČEZu** na dvě různé firmy. Největší propad zaznamenala banka Moneta. Příčinou bylo zejména odstoupení skupiny PPF od plánu na sloučení společností Moneta, Air Bank a Home Credite. Jako důvod uvádí skupina PPF změny v managementu, zhoršení makroekonomického prostředí a růst požadavků na kapitálovou vybavenost ze strany ČNB.

Po čtyřech meziměsíčních poklesech v řadě si mírné zhodnocení připsaly akcie rozvíjejících se trhů – souhrnný index MSCI Emerging markets USD připsal 0,1 %. I nadále však přetrvává nejistota spojená s utahováním měnové politiky v USA. Negativní dopad má pak také nejistý ekonomický vývoj v Číně, kde se velmi přísná opatření nařazená z důvodu nulové tolerance vůči propisují do zpomalujícího růstu HDP. Na druhou stranu pozitivní zprávou byla informace o možném zmírnění cel uvalených ze strany USA za bývalého prezidenta Trumpa. Další pozitivní zprávou bylo zlepšení covidové situace a pozvolné uvolňování restrikcí. I díky tomu si čínský akciový index CSI 300 připsal téměř 2 %. Ještě o procento lépe si vedly akcie z Latinské Ameriky, které po dubnové korekci nadále pokračují v nadprůměrném zhodnocování těžcím z vysokých cen komodit. Naopak vůbec se nedařilo indickým akciím, které v lokální měně ztratily 4,5 %. V dolarovém vyjádření pak meziměsíční propad dosahoval skoro 6 % a jednalo se tak o nejhorší měsíc od covidových propadů na začátku roku 2020.

## DLUHOPISOVÉ TRHY

## DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

Po několika měsících růstu výnosů došlo během května na křivce amerických vládních dluhopisů k mírné korekci. Desetileté výnosy tak ke konci května ve srovnání s koncem dubna poklesly o cca 10 b. b. na 2,85 %, dvouleté pak o 15 b. b. na 2,55 %. Nebylo to ani tak v důsledku přehodnocení očekávání na sazby FEDu (i když třeba slabší PMI ve službách sehrál roli), ale hlavně v důsledku pokračujících výprodejů na akciových trzích, které přivedly investory hledající „bezpečí“ do segmentu státních dluhopisů.

Na německých vládních obligacích jsme naopak viděli růst výnosů s tím, jak dále vzrostla inflace a jak se přibližuje start cyklu růstu sazeb i v případě dříve váhající ECB a zároveň jeho očekávaný rozsah. Na krátkém konci výnosy vyrostly o cca 25 b. b. na +0,5 %, na dlouhém o necelých 20 b. b. na 1,1 %.

## DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

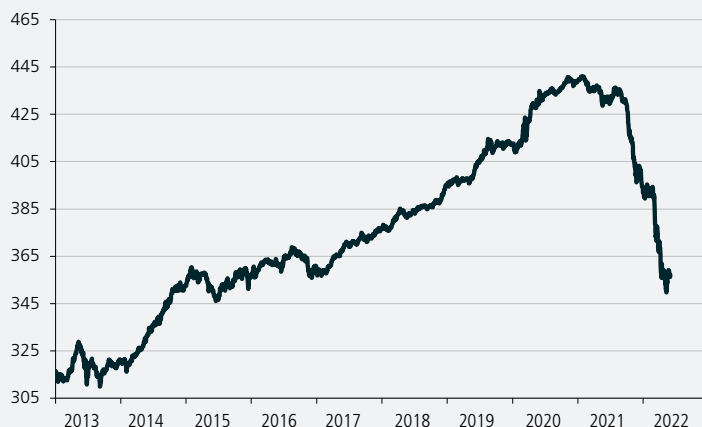
Na trhu korporátních dluhopisů v Eurozóně byl po většinu května vývoj negativní, za oceánem pak naopak. Na výnosech eurových dluhopisů se podepsal výhled na rychle se přibližující přísnější měnovou politiku ECB, v Americe pak korporátní dluhopisy kopírovaly vývoj na trhu dluhopisů vládních.

## INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

## BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



## BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg



## DLUHOPISOVÉ TRHY

Tzv. total return index (TRI) v případě korporátních dluhopisů spekulativního stupně denominovaných v EUR oproti konci dubna klesl o 1,1 %, u amerických však o necelé procento narostl. V případě investičního stupně byl vývoj podobně divergentní – na dolarových instrumentech růst o necelá 3 %, na instrumentech denominovaných v euru pak sotva zatelný pokles TRI o 0,1 %.

Kreditní prémie u investičních dluhopisů denominovaných v EUR se v květnu moc nezměnily (–3 %) a bez větších turbulencí prošly květnem i jejich protějšky u spekulativních dluhopisů (–3,6 %).

### DLUHOPISOVÝ TRH ČR

**Česká výnosová křivka v květnu dále paralelně rostla.** Na krátkém i dlouhém konci výnosy vyrostly o cca. 35–40 b. b., takže se dostaly na 5,7 % resp. 4,7 %. Křivka tak zůstává výrazně inverzní. Důvodem květnového růstu bylo další zvýšení inflace a dále jestřábí rétorika ČNB vč. zvýšení sazeb v květnu a prognózy, která po dalším růstu sazeb volá.

### DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

**Inverzní zůstala během května také polská výnosová křivka, i když se její inverze snížila.** Během května se totiž na krátkém konci výnosy nezměnily (6,65 %), na dlouhém však o 25 b. b. vzrostly (na 6,62 %).

### DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Květen nepřinesl ve vývoji konfliktu žádný výrazný posun. Ruská armáda byla v důsledku neschopnosti obsadit (či alespoň obklíčit) hlavní město, přetrvávajícím logistickým problémům a tuhému odporu ukrajinské armády nucena stáhnout se od Kyjeva a v současné době se přeskupuje v jihovýchodní části země s cílem rozšířit okupaci na celou Doněcko-Luhanskou oblast a pobřeží Černého moře.

Ceny ukrajinských dluhopisů (v USD) se během května pohybovaly mezi úrovněmi 30 a 45 % nominální hodnoty. V rámci lokálních UAH vládních emisí byl aktivní jen primární trh v podobě vydávaných válečných dluhopisů, nicméně na výnosové úrovni z doby před vypuknutím válečné agrese. Od začátku války umístilo ministerstvo financí na trh dluhopisy v hodnotě necelé 2 mld. USD.

## MĚNY

**Dolar proti euru** během května nejdříve stagnoval kolem hladiny 1,05, poté oslabil až přes 1,07 USD/EUR. Důvodem byla výraznější květnová jestřábí rétorika ECB.

**Středoevropským měnám se v květnu vesměs nedařilo.** Česká koruna zkraje května ve dvou skocích oslabila s tím, jak se nejdříve spekulovalo, pak potvrdilo, že se novým guvernérem ČNB stane Aleš Michl, jeden z dvojice holubic ve stávající Bankovní radě ČNB. Oslabení až ke 25,50 CZK/EUR musela zastavit (druhou letošní) intervencí až ČNB. Poté se koruna vrátila zpátky mezi 24,60 a 24,75.

**Polský zlotý** během května naopak posiloval, z úrovní kolem 4,70 PLN/EUR se vlivem očekávání na další růst sazeb dostal až na dohled hranici 4,55 koncem měsíce. Nejhůře se v květnu ze středoevropských měn vedlo **maďarskému forintu**. Vlivem opětovných rozepří s EU i vlivem menšího než očekávaného utažení politiky se forint propadl až na dohled hranice 400 forintů za euro.

## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Na straně faktorů ukazujících na pokračující růst českých dluhopisových výnosů (a tedy pokles cen státních obligací) máme stále nejméně trojici důvodů.

Zprv je zde extrémní emisní aktivita vlády. Deficit v minulém roce dosáhl 420 mld. korun, což z něj činí deficit historicky nejvyšší. I když pro letošní rok MF ČR snížilo původně navržený deficit 376,6 mld. o 80 mld., o zásobu dluhopisů se dluhopisový trh obávat zrovna nemusí. Vláda se totiž opozicí nechává tlačit do rozpočtově negativních opatření (snižování spotřební daně na paliva, pět tisíc pro skoro všechny rodiny s dětmi), na straně příjmů však žádná opatření k jejich zvýšení nedělá.

Zadruhé, Česká republika vykazuje stále vysokou míru inflace i v její poptávkové složce, která je už nyní výrazně nad 10 % a dost možná dále vzroste. Nadto, vysoké tempo růstu energetických surovin dále zvýší celkovou inflaci a v situaci neexistující nezaměstnanosti bude ještě více tlačit na rozjezd mzdově-inflační spirály. Desinflační efekt ekonomického zpomalení zdaleka nebude kompenzovat růst inflace vinou shora zmíněných faktorů. Jinými slovy, je dost možné, že sazby ČNB ještě dále vzrostou a že velmi vysoké zůstanou nejen po zbytek letošního roku, ale i v roce 2023. Ostatně, právě na takový vývoj – vysoké sazby po dlouhou dobu – ukazuje květnová prognóza ČNB.

## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Zatřetí, poptávkové tlaky jsou vysoké i v USA a Eurozóně a FED již začal, byť opatrně, se zvyšováním sazeb. Až se konečně k akci rozhoupe i ECB – a dnes je to záležitost spíše týdnů, nikoliv čtvrtletí – bude to pro regionální měny negativní; ze slabosti měn pak plyne dodatečný tlak na centrální banky a jejich sazby.

Jediným faktorem proti růstu domácích sazeb tak je už jen domácí bankovní sektor nacházející se ve výrazném přebytku likvidity (a tudíž schopný absorbovat i výrazně velké nové emise dluhopisů bez větších problémů). To ale stačit nebude. Proto se domníváme, že české výnosy budou dále ještě růst.

## DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

I polské dluhopisy mají ještě potenciál k dalšímu (ted' už však jen mírnému) růstu výnosů. Inflace je velmi vysoko, s invazí Ruska na Ukrajinu se pak ještě dále zvýšila. Zlotý zůstává slabý, polská vláda navíc antiinflačními balíčky prohlubuje deficit (a tudíž zvyšuje nabídku dluhopisů).

## DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

S válečným konfliktem má Ukrajina poměrně nedávnou historickou zkušenost. Anexe Krymu a okupace Donbasu Ruskou federací počátkem roku 2014 v reakci na politickou krizi a sesazení proruského prezidenta Janukovyče, kterého smetl tzv. Euromajdan, znamenala že Ukrajina přišla vlivem ztráty území odhadem o 7 % HDP. Bezprostřední kontrakce ekonomické výkonnosti dosáhla v prvním kvartálu po anexi necelých 20 %. Nynější konflikt bude vzhledem k rozsahu znamenat ještě výrazně větší bezprostřední pokles, který se promítne minimálně do celého letošního roku. I přes to, že jak celá ekonomika, tak i veřejné finance a bankovní sektor jsou v lepší kondici, než v roce 2014, bude zásadní zahraniční finanční pomoc. V nejbližších týdnech by mělo dojít k uvolnění nového záchranného financování ze strany MMF, vyloučit ovšem nelze ani odložení výplaty kupónů státních dluhopisů či prodloužení jejich splatnosti.

Státní infrastruktura prozatím pracuje a není plánována žádná restrukturalizace ani odsunutí splatnosti závazků. Během března byly vyplaceny dvě kuponové platby. Ministerstvo financí i centrální banka fungují. Probíhá výběr daní i platby ze státního rozpočtu. Problémem je samozřejmě omezená ekonomická aktivita. Byly nicméně zavedeny dočasné kapitálové kontroly s cílem zamezit vyvážení kapitálu ze země. Ministerstvo plánuje nové primární aukce a má dostatek prostředků pro výplatu dluhopisových kuponů. Zároveň je s centrální bankou dojednáno dočasný pohotovostní program na zajištění likvidity.

Současně probíhají rozhovory s MMF a mezinárodními finančními institucemi o uvolnění současných či nových zdrojů (1,4 mld. ze USD z SDR). V uplynulých týdnech byly okamžitě přislíbeny půjčky v hodnotě přes 20 mld. USD (Kanada, US, EU, EBRD, EIB, Světová banka a další). Americká vláda uvolnila balíček 33 mld. USD, z čehož 8,5 mld. USD bude čistě ekonomická pomoc. Aktuální měsíční potřeba ukrajinského rozpočtu se pohybuje mezi 3–7 mld. USD a je financována z části aktivitou ministerstva financí, centrální banky a zahraniční pomoci.

## MĚNY

U kurzu **eura proti dolaru** se naplnila některá očekávání, že nástup cyklu růstu amerických sazeb a zvýšení odhadovaného vrcholu cyklu posune dolar pod 1,10 USD/EUR. Stávající úrovně jsou dle nás ze střednědobého hlediska nicméně příliš silné, neboť postupně dojde i u eurových sazeb k tomu, co jsme viděli u sazeb dolarových, tj. k nárůstu očekávání jejich budoucí výše a brzy skutečného započítání cyklu růstu měnově-politických sazeb. Vzhledem k dynamice na eurových sazbách v posledních týdnech čekáme, že se dolar vrátí nad 1,10 již o prázdninách. ECB totiž začíná překvapovat razancí své měnově politické otočky. Střednědobě je navíc euro fundamentálně podhodnoceno a podíl držby eura mezinárodními investory je v současnosti podprůměrný. Společně s postupným odmazáváním zvýšeného geopolitického rizika v souvislosti s válkou na Ukrajině tyto faktory dle našeho názoru v delším horizontu převládnu a povedou k postupnému posilování eura k dolaru zpět do pásma 1,10 – 1,20 USD/EUR.

**Koruna** pro letošek pravděpodobně svůj apreační potenciál už z valné většiny vyčerpala. S výrazným přehodnocením výhledu na sazby FEDu i ECB, ergo s utažením očekávaného úrokového diferenciálu mezi korunou a dolarem či eurem, s neochotou ČNB použít na posílení koruny své devizové rezervy, s mnohem vyšší inflací než v Eurozóně a s nejistotou kolem toho, jak se bude chovat nová Bankovní rada, nevidíme letos prostor pro další posílení koruny. Jediným rizikem tohoto scénáře je proti odhadům agresivní ČNB, tj. další výrazný růst sazeb (kupř. nad 8 %).

**Polský zlotý** je za války, která je Polsku blíží než třeba ČR, v o něco horší situaci než česká koruna, a bude silnější úrovně prozatím spíše vyhlížet, naproti tomu v oslabování mu budou bránit zásahy NBP (devizové intervence a/nebo růst sazeb) a fundamentální podhodnocení. Až v případě míru vidíme pro letošek prostor k tomu, aby svou roli sebral úrokový diferenciál, a aby zlotý posílil. Vzhledem k očekávanému nárůstu eurových sazeb/výnosů však nevidíme prostor pro výraznější apreciaci, než je lehce pod 4,50 PLN/EUR.

**Maďarský forint** je sice nyní měna s nejvyšším úročením, ale blízkost Orbánova režimu Rusku na pozadí ruské agrese na Ukrajině budou pro forint letos negativní. I v případě ukliďnění čekáme v nejlepším návrat mezi 350 a 360 forintů za euro. V situaci pokračujících rozepří s EU a hrozby aktivace čl. 7 (pozastavení hlasovacích práv) zůstane forint spíše slabší.

## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### AKCIOVÝ TRH

**Akciové trhy při probíhajícím ekonomickém oživování a ve srovnání s jinými druhy finančních aktiv, i po výrazných růstech, nadále disponují velice zajímavým růstovým potenciálem.** Zlepšující se trh práce, pozvolné oddlužování spotřebitele a historicky nízké zadlužení korporátní sféry by měly vést k růstu budoucích čistých zisků. Z valuačního hlediska mohou být podporou nadále **uvolněné měnové politiky** centrálních bank a relativně stále zajímavé současné ohodnocení burzovně obchodovatelných společností. Z historického hlediska stále **nízké požadované výnosy** u většiny státních **dluhopisů ztraktivňují investice do akcií**, které se z valuačního hlediska nachází blízko svých historických průměrů (ukazatel ceny akcie k účetní hodnotě na akcii nebo ceny akcie k zisku na jednu akcii). Pozitivně také vyznívá probíhající výsledková sezóna společností za druhé letošní čtvrtletí, kdy americké společnosti dokázaly překonat odhady analytiků jak na úrovni tržeb, tak především na úrovni čistých zisků.

Mezi rizika pro akciové trhy můžeme zařadit dluhové problémy periferních států eurozóny, sílu zotavování jednotlivých ekonomik, neočekávané kroky centrálních bank nebo **geopolitické konflikty**, jakých jsme nyní svědky například na Ukrajině nebo Iráku. Zároveň po relativně klidných dvou letech pravděpodobně může dojít k zvýšení volatility v podobě krátkodobé korekce.

**Atraktivnost většiny středoevropských akcií** v současné době spočívá spíše v **dividendových výnosech**, v Polsku pak v některých bankovních titulech, jako expozice na očekávané ekonomické oživení. Společnosti jsou relativně **nízce zadlužené** a s očekávaným růstem spotřebitelské důvěry by mělo docházet ke zvyšování **ziskových marží**. Nyní tak mezi nejatraktivnější akciové tituly řadíme českého výrobce netkaných textilií Pegas Nonwovens, Stock Spirits Group, Pivovary Lobkowicz Group a rakouskou Erste Bank. Z polských titulů se nám líbí mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel nebo potravinářský řetězec Jeronimo Martins. V Rumunsku považujeme za atraktivně oceněné akcie rumunského restitučního fondu Fondul Proprietatea, plynárenských společností Transgaz a Romgaz a elektrárenské společnosti Transelectrica, v Rakousku akcie ropné společnosti OMV, pojišťovny Uniqa a realitní společnosti Atrium, ve Slovinsku jsou to akcie výrobce domácích spotřebičů Gorenje.

### 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](http://www.conseq.cz).

### KONTAKTUJTE TÝM WEALTH MANAGEMENT


[wm@conseq.cz](mailto:wm@conseq.cz)


+420 225 988 200


[www.conseq.cz/wm](http://www.conseq.cz/wm)