



Akciové Indexy		Dluhopisové indexy Bloomberg Effas		Měny (pokles = oslabení)		Komodity	
USA – S&P 500	1,79 %	USA	0,25 %	EUR/USD	2,63 %	Ropa Brent	-1,97 %
Evropa – DJ Stoxx 600	-0,36 %	Evropa	-2,02 %	CZK/USD	2,64 %	Zemní plyn	-16,30 %
Japonsko – Nikkei 225	-0,38 %	ČR	-0,46 %	CZK/EUR	0,00 %	Sil. elektřina	-4,02 %
MSCI Emer. Markets	5,45 %	Polsko	-0,18 %	PLN/EUR	1,90 %	Zlato	4,94 %
ČR – PX	1,18 %	Maďarsko	-0,75 %	HUF/EUR	-0,15 %	Stříbro	9,72 %
Polsko – WIG30	6,72 %	Turecko	1,29 %	TRY/EUR	-8,96 %	Měď	8,29 %
Maďarsko – BUX	1,49 %						

HLAVNÍ UDÁLOSTI

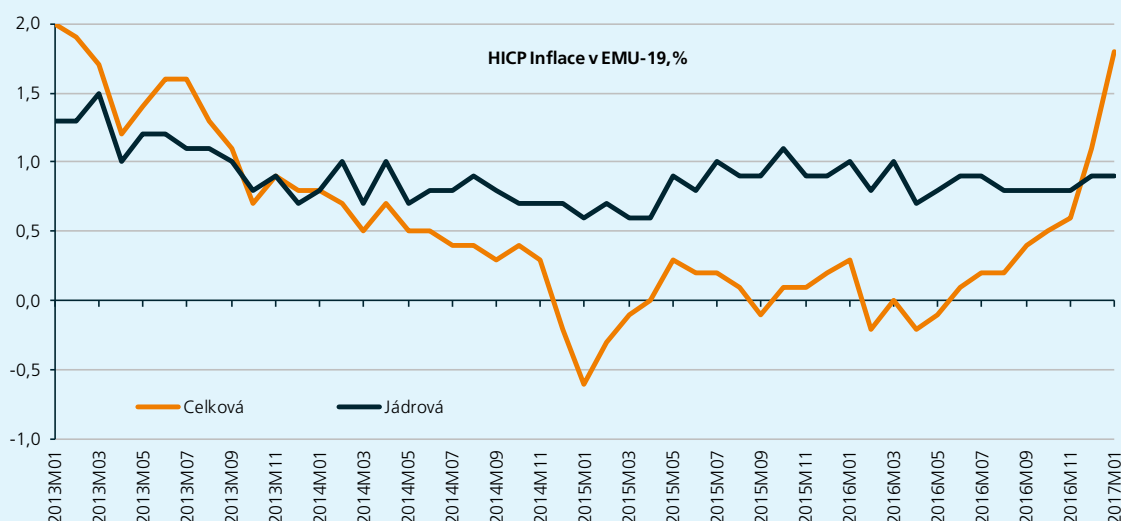
EMU

Z pohledu dynamiky hospodářského růstu bylo poslední čtvrtletí roku 2016 překvapivě dobré, výkon za celý rok 2016 tak dokonce překonal i růst Spojených států. Inflace v lednu dále vzrostla, jádrová však zůstala nízká a beze změny, což naznačuje, že i navzdory předvolební kritice německých politiků bude ECB v letošním roce dále nakupovat vybraná finanční aktiva.

První odhad růstu HDP ve 4. čtvrtletí přinesl příjemné překvapení: růst dosáhl 0,5 % q/q, nejvíce od 1Q16, a za celý rok byl růst dokonce silnější (1,7 %) než v USA. Hospodářská dynamika Španělska (0,7 % q/q, podeváté v řadě na nebo nad touto hranicí) a Francie (0,4 % q/q, velmi zdravá struktura s jedinými negativním faktorem v podobě zásob) byly dle očekávání, takže překvapení bylo nejspíš díky Německu nebo Itálii (bude zveřejněno později). Proti první ze zemí mluví slabé prosincové maloobchodní tržby (-0,9 % m/m, -1,1 % r/r) v důsledku teroristických útoků, proti druhé pak několik měsíců rostoucí (sezonně očištěná) míra nezaměstnanosti (oproti srpnu +0,5 p.b., 12 %).

Struktura růstu za celou Eurozónu zatím zveřejněna nebyla, ale z měsíčních dat za listopad a prosinec minulého roku a ze struktury francouzského růstu plyne, že hlavním faktorem růstu byla průmyslová produkce (v listopadu +1,5 % m/m, čtvrtletní růst skoro o procento). Poptávka domácností nejspíš růstu moc nepřidala - maloobchodní tržby totiž v prosinci (zřejmě díky Německu) o 0,3 % poklesly a jejich meziroční růst o pouhé procento znamenal, že stále zdaleka neuzavřely mezeru mezi rostoucí spotřebitelskou důvěrou a jejich neduživým růstem.

Inflace díky potravinám a energiím narostla na nejvyšší hodnotu za skoro 4 roky





HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

I z kraje roku 2017 si evropská ekonomika zachovala solidní růstovou dynamiku, a to zejména díky výraznému růstu průmyslové produkce. Alespoň to naznačily předstihové indikátory. Celkový index PMI v lednu sice zůstal oproti prosinci v podstatě beze změny (54,3 v lednu vs. 54,4 v prosinci), aktivita ve zpracovatelském sektoru se však výrazně zvýšila. Německý index PMI vzrostl na nejvyšší hodnotu (57,6) za tři roky a dokonce i v jinak malátné Francii se výrobní PMI v lednu udržel na nejvyšší hodnotě od krize. Společně s oživením francouzského sektoru služeb (index PMI ve službách vzrostl z 52,9 na lednových 53,9) to znamená, že soukromá aktivita ve Francii roste počátkem roku 2017 nejrychlejším tempem za 5 ½ roku! V Německu v rámci indexu IFO sice citelně klesla očekávání týkající se budoucího ekonomického vývoje (hodnocení stávající situace bylo ale nejlepší od roku 2011), že však tento pesimismus nesdílí moc dalších subjektů je zřejmé z toho, že spotřebitelská důvěra eurozóny zůstala velice vysoko: s výjimkou dubna a března 2016 je nejvýše od roku 2007. To není vzhledem k rostoucím cenám energií a potravin a vzhledem k tomu, že nezaměstnanost je stále poblíž 10 % vůbec malá věc.

Největší „poprask“ na trhu (a samozřejmě v německé politice) vzbudila inflační data. Inflace v prosinci, tj. v měsíci, kdy ECB rozhodla o prodloužení programu odkupu aktiv, vyskočila o 0,4 p.b. na 1,1%, čímž se dostala nejvýše od září 2013. Když k tomu přidáme fakt, že německá inflace poskočila dokonce celý procentní bod a dostala se na 1,7 %, není divu, že vztahy mezi německými politiky (kteří již dlouhou dobu kritizují politiku ECB) a ECB se opět vyostřily. Německý ministr financí např. vyzval ECB k urychlené normalizaci politiky, to je však něco, na co si v německém volebním roce 2017 bude muset ECB zvyknout. A nic na tom nezmění ani skutečnost, že prosincový růst inflace byl z drtivé části jenom odraz vyšších cen potravin a ropy; meziroční jádrová inflace se oproti listopadu zvedla o 0,1 p.b. na 0,9 %. V lednu 2017 inflace dle předběžných dat dále vzrostla, v Německu na 1,9 %, ve Francii na 1,6 % a ve Španělsku dokonce na 3 %; celá eurozóna pak na nejvyšší hodnotu od února 2013. Protože však jádrová inflace zůstala na 0,9 %, je evidentní, že se o poptávkou taženou inflaci nejedná – za růstem jsou jen ceny potravin a energií (+8,1 % r/r).

ECB se kritikou Německa na svém lednovém zasedání nenechala rozhodit. Její šéf Draghi řekl, že stávající růst inflace nesplňuje podmínky (sebeudržitelnost, existence napříč EMU), za kterých by ECB začala zvažovat ukončení programu odkupu aktiv, a že se tudíž na nastavení měnové politiky nic měnit nebude.

USA

Americká ekonomika rostla v roce 2016 nejpomaleji za pět let. Silný trh práce, oživení investic a vyhlídky fiskální expanze by měly růst v roce 2017 urychlit.

První odhad růstu za 4. čtvrtletí minulého roku byl pouze 1,9 % q/q anualizovaně, což znamená, že růst americké ekonomiky v roce 2016 (1,6 %) byl nejpomalejší za posledních pět let. Ve čtvrtém čtvrtletí růstu nejvíce pomohla, jak je tradicí, spotřeba domácností, která vzrostla o 1,7 %, naopak výrazně negativním faktorem byl čistý export, jehož kontrakce stejnou mírou (1,7 %) byla naopak největší od druhého čtvrtletí roku 2010. Ačkoliv se taková korekce po dobrém třetím čtvrtletí, kdy naopak čistý export rostl o 0,9 %, dala čekat, dodala argumenty novému americkému prezidentovi k jeho tirádám proti volnému obchodu, proti Mexiku apod.

Měsíční data zveřejněná v lednu jsou méně důležitá než obvykle, protože se týkala 4. čtvrtletí, za které už ale jsou k dispozici data o růstu celé ekonomiky. Navíc nebyla ničím výjimečná. **Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby** bez letadel a zbraní nakonec díky revizím nahoru u minulých měsíců (říjen, listopad na 0,5 % resp. 1,5 % m/m) a silnému růstu v prosinci (0,8 % m/m) předznamenaly, že fixní investice budou ve 4. čtvrtletí po dlouhé době pozitivním přispěvatelem k růstu HDP. Skutečně se tak stalo – fixní investice vzrostly ve 4. čtvrtletí o 0,7 % q/q (anualizovaně), což znamenalo jejich nejrychlejší růst od třetího čtvrtletí 2015 a (snad) konec slabosti, která táhla růst v roce 2016 dolů. **Maloobchodní tržby** bez paliv a aut nadále ukazovaly, že spotřeba domácností táhne růst – jejich růst ve 4. čtvrtletí ve srovnání s předcházejícím čtvrtletím dosáhl skoro procento. **Průmyslová produkce** po poklesu o (revidovaných) 0,7 % m/m v listopadu vzrostla v prosinci o 0,8 %; samotný zpracovatelský průmysl vzrostl jenom o 0,1 %, a i to jen kompenzovalo stejný pokles v listopadu. Ačkoliv se globální předstihové indikátory v průmyslu ve druhé polovině 2016 zlepšily, v případě amerického průmyslu se to tak prozatím neprojevovalo.



HLAVNÍ UDÁLOSTI

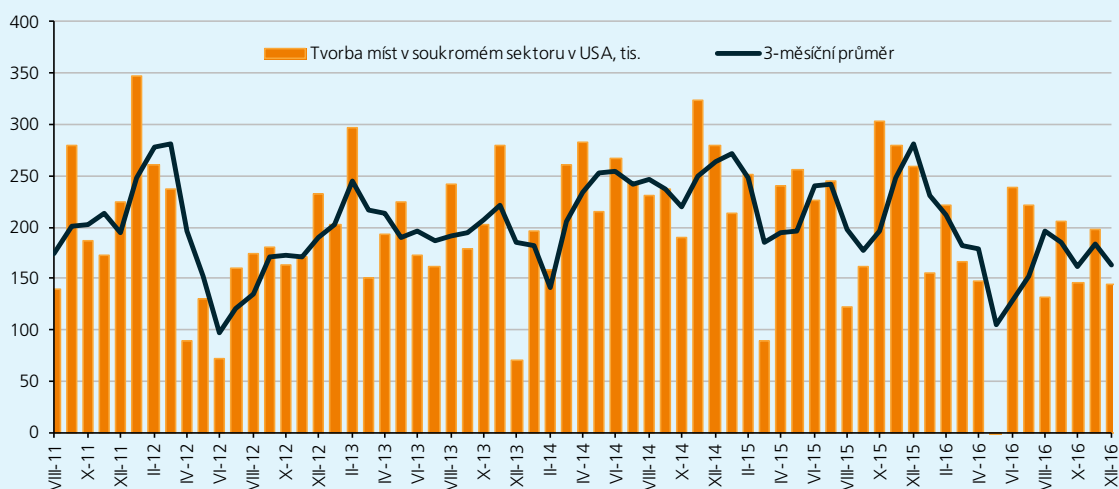
USA

Trh práce si hlediska dynamiky tvorby pracovních míst nadále vedl solidně. Sice je ve srovnání s lety 2013-2015 dynamika tvorby pracovních míst v soukromém sektoru slabší, vzhledem k tomu, že nezaměstnanost se nachází poblíž své přirozené míry, je to však pochopitelné. Průměrné měsíční tempo v roce 2016 dosáhlo 165 tis. míst, v prosinci pak 144 tis. míst; v letech 2013-2015 to bylo zhruba 200 tis.

Poté, co jádrová PCE inflace v listopadu překvapivě m/m stagnovala (a meziročně tím klesla na 1,6 %), což bylo nejpomalejší meziměsíční tempo od prosince 2012, se v prosinci znovu vrátila na 1,7 %. Jejich směřování na dvě procenta, jak již dva roky predikuje FED, je tak nadále velmi opatrné.

FED během ledna nezasedal. Zápisky FEDu z prosincového zasedání ukázaly, že většina hlasujících členů FOMC má za to, že fiskální expanze, kterou nový americký prezident plánuje, ve stávající situaci (plné zaměstnanosti) povede k tomu, že měnová politika bude reagovat agresivněji než by tomu bylo jinak. Jinými slovy, že měnová politika bude působit proti politice fiskální. Několik holubičích členů FOMC ještě zmiňovalo silný dolar jako proti-inflační riziko a jejich jestřábí kolegové akcentovali růst inflačních očekávání a cen ropy jako rizika pro-inflační, žádné bezprostřední implikace pro měnovou politiku však ani jedno ani druhé nemělo.

Dynamika trhu práce je ve srovnání s lety 2013-2015 pomalejší, což je ale vzhledem k nízké nezaměstnanosti pochopitelné



CEE3

ČR

V lednu zveřejněná data byla velmi dobrá, konečně totiž došlo ke zlepšení průmyslu. Trhy nejvíce překvapil rychlý návrat inflace ke 2 %, tj. k cíli ČNB, což vedlo k výraznému nárůstu spekulací na brzké ukončení intervenčního režimu.

Navzdory slabému indexu PMI (který v listopadu 2016 poprvé od června meziměsíčně poklesl) se totiž **průmyslová produkce v listopadu silně zvedla**, když vzrostla o 1,7 % m/m. I když produkce v říjnu a v září byla slabá, listopadové číslo společně s dobrými předstihovými daty v Německu i v ČR (prosincový PMI 53,8) dávají naději, že prosinec (a leden: PMI na ročním maximu 55,7) byl také silný, a že tedy průmysl ve 4. čtvrtletí byl pozitivním příspěvatelem k růstu. Takovým určitě byla poptávka domácností - **maloobchodní tržby** totiž v listopadu přidaly 8,6 % meziročně, průměr za leden až listopad tak dosáhl 6,7 % r/r. Jádrové tržby, tj. tržby bez aut, potravin a paliv již dva roky rostou meziročním tempem 6 - 7%. A vzhledem k tomu, že spotřebitelská důvěra se v lednu 2017, podobně jako v lednu 2016, dostala na po-krizové maximum, nezdá se, že by solidní růst měl jen tak skončit.



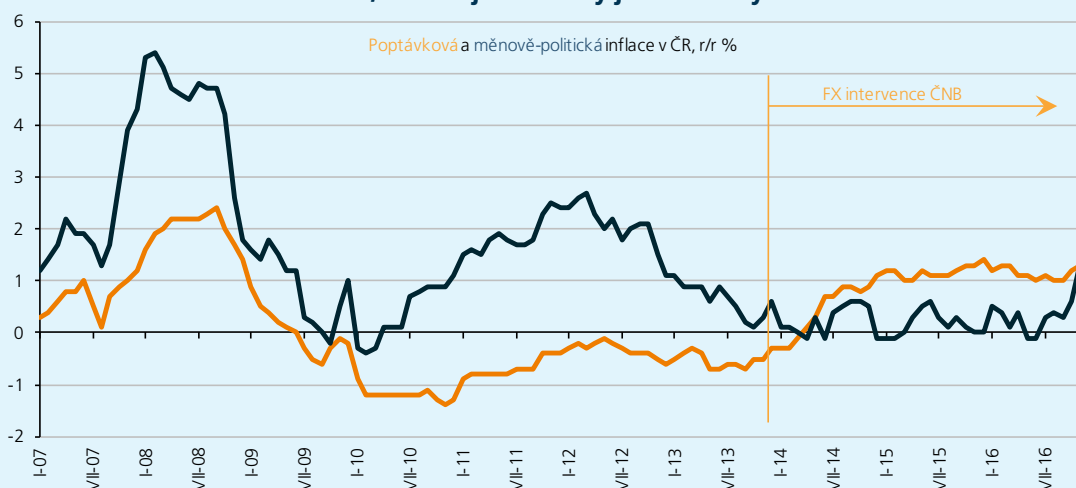
HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

Spotřebitelská důvěra tak evidentně ignorovala velmi rychlý růst inflace v prosinci 2016. (Celková) inflace se totiž koncem roku dostala na 2 %, tj. na cíl ČNB. To způsobilo masivní spekulaci na brzké ukončení intervenčního režimu (objemově v lednu odhadem 8-10 mld. EUR), což vedlo k výraznému posílení kurzu CZK vůči EUR na forwardovém trhu. Tato spekulace jistě racionální zdůvodnění má - růst inflace totiž poskytuje Bankovní radě ČNB pohodlnou záminku k opuštění intervenčního režimu. BR navíc po (v lednu oznámeném) doplnění o M. Moru bude od února 2017 mít s tou, která intervence zavedla, již společně jenom dva členy. Naproti tomu však stojí skutečnost, že jakkoliv je růst inflace koncem roku 2016 rychlý, je založen toliko na jednorázových faktorech. Růst inflace byl totiž způsoben pouze růstem cen energií (a vypadnutím efektu nízké základny z konce roku 2015), růstem cen potravin a jednorázovým zvýšením cen v restauračních zařízeních v důsledku zavedení elektronické evidence tržeb. Všechny tyto efekty přitom koncem tohoto roku z meziročních čísel inflace vypadnou. To sice vidí de facto hlavní ekonom ČNB T. Holub, guvernér ČNB však tvrdí, že růst cenové hladiny je trvalé povahy.

Zasedání ČNB začátkem února bylo proto bedlivě vyhlíženo záležitostí. ČNB řekla, že růst inflace je dle jejího názoru trvalého charakteru, a tedy že sice v prvním čtvrtletí 2017 bude korunu nadále hlídat, ale že v polovině roku intervenční režim pravděpodobně ukončí.

Inflace na cíli, ovšem jenom díky jednorázovým faktorům



POLSKO

Ke spotřebě domácností jako stabilnímu faktoru růstu se začátkem roku 2017 dle předstihových ukazatelů přidává průmysl. Rychlý růst inflace (správně) nechává centrální banku chladnou.

Měsíční data zveřejněná během ledna 2017 nepřinesla žádná velká překvapení. Průmyslová produkce překonala očekávání trhu, když v prosinci vzrostla meziročně o 2,3 %; kvůli bazickému efektu odeznívá i meziroční propad stavebnictví, které v prosinci pokleslo už „jenom“ o 8 % r/r. Poté, co se v prosinci z dvouletého minima zaznamenaného v listopadu (50,2) výrazně zvedlo PMI (na 17 měsíční maximum 54,3) se s napětím čekalo, jak si zpracovatelský průmysl vedl začátkem roku 2017. Ten podobně jako jinde v Evropě výrazně posílil, když v lednu PMI dále vzrostla na skoro dvouleté maximum 54,8. Lze tak říct, že průmysl by si i v dalších minimálně třech měsících měl vést dobře.

Spotřeba domácností si nadále vedla velmi dobře, a to i navzdory tomu, že prosincový růst mezd o 2,7 % r/r tržní očekávání zklamal (průměr za celý rok 2016 byl lehce nad 4 %). Nezaměstnanost totiž sice v prosinci kvůli sezónnosti vzrostla, ale méně, než se čekalo – míra nezaměstnanosti dosáhla jenom 8,3 %. Reálný růst maloobchodu tak zůstal velmi silný (6,1 % r/r), a to i navzdory růstu inflace.



HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

Podobně jako jinde v regionu jsme totiž i v Polsku v prosinci pozorovali rychlý růst celkové inflace. Ta poskočila až na 0,8 %, což je hodnota neviděná od října 2013. Skladba inflace však byla stejná jako jinde v regionu: cenová hladina rychle vzrostla kvůli cenám ropy a potravin. Poptávková inflace se nacházela na nule, tj. mezi úrovní z prosince 2015 (0,2 %) a ledna 2016 (-0,1%). Za rok se tak nic zásadního u poptávkové inflace nestalo.

Měnový výbor centrální banky (MPC) tak ponechal i v lednu sazby beze změny na 1,5 %. Guvernér Glapinski si z růstu inflace těžkou hlavu nedělal, když řekl, že nevidí letos důvod pro to, aby se sazby zvyšovaly, a že to tak bude až do doby, než se znatelně zvýší tempo růstu. To totiž dle finálních dat dosáhlo v minulém roce pouze 2,7 %, což bylo oproti roku 2015 zpomalení o 0,9 p.b.

MAĎARSKO

Z maďarské ekonomiky žádná překvapení během ledna nedorazila. Průmyslová produkce se sice po dvou měsících poklesu v listopadu zvedla, ale pouze o 0,6 % r/r, což je na to, abychom to označili za silné oživení, málo. Slabý růst průmyslu, který trvá v podstatě celý rok 2016 (za prvních 11 měsíců jenom +1,3 % meziročně vs. 7,2 % v roce 2015 i 2014), je důsledkem slabosti v automobilovém sektoru, který tvoří skoro 30 % sektoru. Produkce aut totiž potřetí v řadě meziročně poklesla (o 2,5 % v listopadu), což je ve srovnání s dvoucifernými tempy růstu v letech 2013-15 výrazné zpomalení. Je však nutno si uvědomit, že letos se jednak nijak dobře nevedlo ani německému průmyslu a také v letech 2013-15 došlo k nárůstu produkčních kapacit (rozšíření továren na auta). Dobrou zprávou však byl růst objednávek (v listopadu o skoro 9 % r/r), zlepšení globálních předstihových indikátorů i německého průmyslu. To by se mělo projevit i v maďarské produkci v dalších měsících. A neměla by s tím zamávat ani dvouhodinová výstražná stávka v továrně AUDI v lednu.

Listopadové maloobchodní tržby očekávání na rozdíl od předcházejícího měsíce překonaly, když vzrostly o 4,7 % r/r. To je samozřejmě důsledek pokračujícího silného růstu mezd (hrubé nominální mzdy vzrostly o nečekaných 8,2 % r/r) a klesající nezaměstnanosti. Ta totiž dále klesla na nové historické minimum, když za září až listopad dosáhla v průměru jenom 4,5 %. I navzdory rychlému vzednutí se inflace tak spotřeba domácností má proč rychle růst.

Celková inflace se v prosinci podobně jako v okolních zemích rychle zvedla, když z 1,1% r/r v listopadu vzrostla na prosincových 1,8%. Toto urychlení má samozřejmě na svědomí rostoucí cena energií a potravin a nikoliv silná poptávka, což je evidentní z toho, že poptávková inflace (tj. bez cen ropy a cen potravin) byla v prosinci pouze 1,6 %, tj. 0,3 p.b. pod úrovní z ledna 2016. Celková inflace přitom byla ve srovnání s inflací v lednu 2016 o 0,9 p.b. vyšší.

Maďarská centrální banka (MNB) ponechala v lednu sazby podobně jako v prosinci minulého roku beze změny, a to jak O/N zápůjční a depozitní sazbu, tak i tříměsíční repo sazbu (na 0,9 %). Centrální banka zopakovala, že je připravena případně uvolnit měnové podmínky nekonvenčním způsobem a že sazby zůstanou nízko dlouhou dobu. Dodala také, že i když se inflace pomalu blíží cíli a protiinflační tlaky pomalu mizí, utažení politiky je stále daleko (nejdříve rok 2018).

Ropa

Ropa (WTI) pokračovala v růstu, který započal již v listopadu v souvislosti s vítězstvím Trumpa v amerických prezidentských volbách a hlavně v souvislosti s domluvou OPECu na snížení těžby o 1,2 mil. barelů denně od ledna 2017. K této domluvě se během prosince přidaly i nečlenské země kartelu se slibem snížit těžbu o dalších 600 tis. barelů (Rusko by mělo dodat polovinu tohoto snížení). Ceny ropy se tak dostaly na nejvyšší úroveň od července 2015 (53 dolarů za barel).



AKCIOVÉ TRHY

MSCI World Index



MSCI Emerging Markets



Akciovým trhům se relativně dařilo, zvláště pak ve srovnání s výraznými propady začátkem loňského roku. Nejvyšší zisky si připsaly rozvíjející se trhy (index MSCI EM +5,5 %), následované americkými (index S&P 500 +1,8 %) a evropskými (index DJ STOXX 600 -0,4 %) akciami. Pro mnohé nečekané první kroky amerického prezidenta Donalda Trumpa byly v podstatě ponechány bez odezvy, což poskytlo prostor pro monitorování příchozích kvartálních hospodářských výsledků amerických korporací. Ty vyzněly opět pozitivně, když i tentokrát v průměru došlo k překonání odhadů analytiků na úrovni čistých zisků o zhruba 4 %. Evropské akcie skončily meziměsíčně téměř beze změny. I přes zveřejněná dobrá makroekonomická data zřejmě převážila nejistota ohledně blížících se voleb v evropských zemích.

CECE Composite



Středoevropským trhům se dařilo. Nejvyšších zisků dosáhl polský trh (index WIG 30 +6,7 %), který dohání propady z minulých měsíců zapříčiněné vládní stranou PiS a jejími netržními kroky. Výrazných zisků dosáhly především komoditní společnosti. Lídrem se stal těžař mědi KGHM (+34 %), následovaný agrární společností Kernel (+25 %) nebo chemickou firmou Synthos (+ 32 %). Hůře se dařilo, z valuačního pohledu drahým, retailovým společnostem LPP nebo CCC. Pozitivní výhled na ekonomickou aktivitu ve spojení s možným pozvolným růstem úrokových sazeb znamenal v průměru 8 % zhodnocení pro akcie bank. Výkonnost akcií na burzách v Praze a Budapešti v průměru nepřekročila 2 %. V Maďarsku se dařilo akciím OTP Bank a Magyar Telekom, v Praze pak spíše akciím společností s menší kapitalizací jako Kofola (+12 %), Fortuna (+9 %), Pegas Nonwovens nebo Unipetrol.

Leden byl pro akcie rozvíjejících se trhů velice úspěšný, přičemž pozadu nechaly americké i evropské akciové indexy. Index MSCI Emerging Markets si připsal 5,5 % a po drobných korekcích na konci roku 2016 se opět vrátil na říjnovou úroveň. Konkrétně se nejvíce dařilo brazilským akciím, přičemž index Bovespa vzrostl o 11 % v dolarovém vyjádření. Asijské rozvíjející se trhy měly také velice slušný start do nového roku a index Hang Seng (Hongkong) končil leden s měsíčním výsledkem +6 %.



DLUHOPISOVÉ TRHY

Dluhopisy USA a EMU

Vývoj na hlavních dluhopisových trzích byl v lednu diametrálně rozdílný.

Po divokém konci roku 2016 byl leden na americkém trhu vládních dluhopisů o poznání klidnější. Výnosy desetiletých vládních dluhopisů oscilovaly mezi 2,35 % a 2,50 %. Koncem měsíce se pak desetiletý výnos nacházel na zhruba shodné úrovni jako na konci prosince 2016 (2,45 %). Na krátkém konci byla situace také klidná, dvouletý výnos osciloval jen pár bazických bodů kolem hranice 1,20 %.

V Evropě byl vývoj odlišný, a to v důsledku překvapivého růstu inflace. Desetiletý německý výnos od zveřejnění inflačních dat nonstop rostl, z pouhých 20 bazických bodů se koncem měsíce dostal až skoro na 50 b.b. Podobný vývoj byl samozřejmě i na krátkém konci, kde se výnosy z -80 b.b. dostaly na -65 b.b. Tomuto trendu nemohly uniknout ani další země – španělský desetiletý výnos vzrostl o cca 25 b.b. na 1,60 %, italský o zhruba 40 b.b. na 2,25 %.

Firemní dluhopisy

Korporátní dluhopisy neinvestičního stupně na obou stranách Atlantiku cenově vzrostly a jejich kreditní marže se dále utahovaly, přičemž výraznější byl tento pohyb v USA než v Evropě. Obecně se tomuto segmentu dařilo vlivem nízké nabídky nových emisí při silící poptávce po vyšším výnosu a solidních firemních výsledků. U investičního stupně (IG), zejména v Evropě, byla situace odlišná – kreditní marže IG společností mírně vzrostly, pod tlakem jednak vyšší nabídky nových emisí a vedle toho též v reakci na překvapivě vysokou evropskou inflaci na základě spekulací, že by ECB mohla program odkupu dluhopisů začít utlumovat respektive ukončit dříve.

Kreditní marže na trhu CDS v lednu v zásadě stagnovaly v IG segmentu, když index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) kosmeticky stoupl o 1 bod. V případě spekulativního stupně v segmentu syntetických kreditních derivátů naopak převládla tendence k mírně širším maržím (po jejich prosincovém výrazném snížení).

Dluhopisový trh ČR

Na výnosech českého vládního dluhu se v lednu nejvíce projevilo znovuobnovení devizových intervencí ČNB.

V reakci na vyšší prosincovou inflaci se v první polovině ledna spustila doposud nejsilnější lavina spekulací na brzké ukončení intervenčního režimu. Tyto přítoky EUR, které do svých devizových rezerv nakupovala ČNB proti emisí korun, se následně přetavily do silné poptávky po vládních dluhopisech a v důsledku se tak projevily růstem jejich cen (pokles výnosů do splatnosti). Ten byl markantnější na krátkém konci, kde se výnosy opět dostaly na světová minima – jednoletý výnos se propadl na -1,6 %, dvouletý výnos na -1 %. Ani dlouhý konec výnosové křivky však nezůstal tlaku ušetřen – pokles výnosů až k hranici 0,3 % v polovině měsíce znamenal, že se riziková prémie vůči německým dluhopisům zcela uzavřela a místy byla dokonce záporná.

Bloomberg Effas Czech Index



Bloomberg Effas Poland





DLUHOPISOVÉ TRHY

Dluhopisový trh Polsko

Růst německé inflace, v jejím důsledku německých výnosů a výrazný růst polské inflace se nemohl neprojevit na polských výnosech. Na dlouhém konci výnosy vyrostly až na dohled 4 %, tj. na hodnoty, na kterých se naposledy nacházely v květnu 2014. Ani slabý růst ekonomiky USA ve 4. čtvrtletí, který byl zveřejněn koncem měsíce, od čehož by se dalo čekat utlumení očekávání na růst amerických sazeb (a tedy tlak na pokles polských výnosů), s obligačním trhem prozatím moc nezahýbal – koncem měsíce se dlouhodobé výnosy nacházely kolem hranice 3,9 %.

Dluhopisový trh Turecko

V lednu pokračoval nemilosrdný propad turecké liry, která se proti dolaru dostala z úrovně 3,53 koncem prosince na téměř 3,90 koncem ledna, aby měsíc uzavřela se ztrátou přes 7 %. Oslabování měny v první polovině měsíce korespondovalo s výprodejem tureckých dluhopisů, který dotlačil desetiletý vládní výnos na chvíli až na 11,6 %. Ačkoliv se ve druhé polovině měsíce s tím, jak centrální banka konečně přikročila k utažení měnové politiky (byť svým nekonvenčním způsobem, když o 0,75 % na 9,25 % zvýšila jednodenní sazbu ale ponechala klíčovou týdenní repo sazbu bez změny na 8 %), dluhopisové výnosy vrátily na 11 %, na slabosti liry se do konce měsíce moc nezměnilo. Centrální banka také provedla další operace směřující k utažení měnové politiky (zrušila týdenní aukce likvidity za 8 %), z pohledu kurzu liry se tyto kroky začaly příznivě projevovat až během února. Příběh totiž zůstával komplikovaný: nezkontrovaná inflace, neochota centrální banky tváří v tvář politickému tlaku razantně a konvenčně utáhnout měnovou politiku, nejistá bezpečnostní situace v souvislosti s válkou v Sýrii a s pučem minulý rok.

MĚNOVÉ TRHY

Dolar po posilování v listopadu a prosinci lehce korigoval, když proti euru během ledna oslabil z 1,04 začátkem měsíce k hladině 1,07 na jeho konci. **Na spotovém trhu s korunou zůstávala situace nadále beze změny** (ČNB pokračovala ve svém intervenčním režimu), celý měsíc se tak na spotovém trhu kurz koruny proti euru držel hranice 27,025. Na forwardovém trhu však došlo v první polovině měsíce vlivem spekulací na brzký konec intervencí k výraznému posílení koruny – na měsíčním horizontu posílila koruna místy až o 10-12 haléřů. Ve druhé polovině měsíce se nicméně situace částečně zklidnila. **Polský zlotý** během ledna pokračoval v korekci listopadového oslabení, kterou započal koncem roku 2016. Z hodnot nad 4,40, kde loňský rok uzavíral, se postupně díky dobrým makro datům a vyšší inflaci posunul až pod 4,35. **Maďarský forint** má za sebou naopak velmi nudný měsíc – během ledna pouze osciloval kolem hranice 309-310, ve druhé polovině velice mírně proti euru oslabil (na 311).

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Dluhopisový trh ČR

Zejména v USA začali investoři do svých očekávání promítat avizovanou fiskální expanzi vedoucí k vyššímu ekonomickému růstu a rychlejší akceleraci inflace. Byť nová americká administrativa prozatím hýří pouze dekrety omezujícími mezinárodní obchod či migraci, opatření zaměřená na fiskální expanzi (snížení daní), eventuálně uvolnění regulace, budou dle nás následovat v dalších měsících či čtvrtletích. Ve výsledku se domníváme, že současná situace (zejména utažený trh práce) a ekonomický výhled v USA scénář rychlejší inflace umožní, a to i v důsledku rostoucích cen ropy a potravin. V případě, že dojde v USA k fiskální expanzi, FED je připraven zareagovat zrychlením (prozatím pomalého) tempa zvyšování úrokových sazeb. Ve výsledku proto nadále očekáváme, že postupný růst obligačních výnosů delších splatností bude, s ohledem na ekonomické tendence v USA, pokračovat.

Co se týče Evropy, pravděpodobným scénářem (i s ohledem na politické cykly) je přesun aktivity od měnové, směrem k fiskální politice (jinými slovy tendence k vyšším rozpočtovým deficitům). Byť ECB prodloužila svůj program odkupu dluhopisů minimálně do konce letošního roku, s ohledem na solidní ekonomické údaje a zejména nárůst inflace, nemusí být možnost dřívějšího ukončení/utlumení programu vyloučena. Postupem času by tak i vliv evropské měnové politiky mohl přestat být pro bezrizikové výnosy podpůrný a naopak zvýšená emisní aktivita jednotlivých zemí eurozóny by působila ve směru rostoucích bezrizikových obligačních výnosů (pokles cen dluhopisů). Pro setrvalý růst bude nicméně potřeba vidět nárůst inflace a inflačních očekávání – hlavními faktory možného výraznějšího růstu inflace by mohly být ceny ropy, potravin a slábnoucí kurz eura vůči USD.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Dluhopisový trh ČR

V samotném českém prostředí prozatím impuls k růstu výnosů není na pořadu dne, nicméně v delším horizontu vnímáme rizika jednoznačně ve směru růstu požadovaných výnosů (poklesu cen dluhopisů). Každopádně do doby, než bude ukončen intervenční režim, je pravděpodobné, že spekulace na jeho ukončení a na posílení koruny po jeho ukončení, budou české výnosy v jejich případném růstu tlumit. V neposlední řadě nelze zapomínat také na pokračující příznivý rozpočtový vývoj (byť ten již letos ve výsledku nemusí zdaleka být tak příznivý jako v loňském roce), který bude držet na uzdě nabídku nově vydávaných státních dluhopisů.

Dluhopisový trh Polsko

Polské dlouhé výnosy jsou na úrovních z konce ledna (těsně pod 4 %) dle našeho názoru velmi atraktivní, a to jak z pohledu nominálního výnosu, tak z pohledu slabého polského zlotého, u kterého čekáme postupné posílení. Ekonomika by letos měla vlivem fiskální expanze urychlit, na polskou vládu a její excesy si už trhy zvykly a příliš je neřeší a povaha nedávného vzednutí inflace není poptávková a tedy per se udržitelná (tj. růst sazeb centrální banky v brzké době nehrozí). Byť jsou rizika růstu obligačních výnosů na zahraničních trzích reálná, domníváme se, že výrazná prémie výnosů polských dluhopisů umožní jejich cenám v dalších měsících postupný růst.

Dluhopisový trh Turecko

Turecké výnosy na lednových úrovních vnímáme také jako silně atraktivní, důležitým aspektem však bude, aby centrální banka vyřešila problém s kolabující lirou. To, zdá se, již během února zafungovalo. Centrální banka se však nachází pod velkým politickým tlakem (jmenovitě prezidenta Erdogana), aby sazby kvůli zpomalující ekonomice naopak snižovala. Dle nás ale centrální banka v zásadě odolá a udrží či dále zpřísní měnovou politiku, což tamní měně a cenám dluhopisů delších splatností dodá déletrvající podporu. Ta by měla být zvýrazněna tím, že zahraniční investoři byli na začátku roku v tureckých aktivech, včetně dluhopisů, rekordně podvážení a jakákoliv změna sentimentu k lepšímu se promítne do převisu poptávky nad nabídkou a růstu cen dluhopisů, eventuálně posílení měny.

Měny

U kurzu eura proti dolaru stávající hodnoty kurzu implikují poměrně výrazné inflační a úrokové diferenciály mezi USA a EMU. Ty se v delším horizontu nemusí nevyplnit, což by působilo ve prospěch eura. Nicméně, aktuální tendence a zejména eventuální naplnění možné fiskální expanze v USA a v reakci restriktivní měnověpolitická odpověď FEDu, mohou kurz dolaru dotlačit vůči euru k paritě či případně i pod ní. Rizikem na evropském poli a v neprospěch eura je navíc nadále politická nejistota v roce 2017 (německé, francouzské, nizozemské volby).

U koruny nadále očekáváme, že centrální banka přistoupí ve 2. čtvrtletí, pravděpodobně hned na jeho začátku, k opuštění kurzového závazku. V tom nás jen utvrdil inflační obrázek z prosince nejenom v ČR, ale i v eurozóně. Je tomu tak i navzdory tomu, že růst inflace v posledním čtvrtletí roku 2016 byl hlavně důsledkem cen energií a potravin (a zavedení EET). Dle nás se totiž ČNB bude snažit využít „okénko příležitosti“ otevřené listopadovým a prosincovým nárůstem inflace a opustit režim, který zdědila po předchozí Radě. Navíc v delším horizontu skutečně očekáváme zesílení inflačních tlaků, dané silnou domácí poptávkou (nízká nezaměstnanost, růst mezd) a inflačními tlaky ze zahraničí. Vzhledem k masivnímu přílivu spekulativních peněz před opuštěním režimu sázejícího na posílení koruny po jeho skončení a vzhledem k tomu, že se dá očekávat, že většina exportérů své existující kontrakty zajistí, není automatické, že koruna po exitu posílí, jak většina investorů spíše očekává. Dle nás bude po exitu následovat období vysoké volatility a koruna na přechodnou dobu výrazněji neposílí – a může dokonce v případě, že dostatečné množství spekulantů bude chtít své dlouhé korunové pozice rychle uzavřít, oslabit nad stávající úrovně. Dlouhodobým trendem kvůli vyššímu růstu produktivity zde než v EMU nadále zůstává posilování koruny.

U polského zlotého se naše očekávání z minulého měsíce nemění. Očekáváme, že se kurz zlotého vůči euru postupně vrátí ke 4,30 s tím, jak se dále sníží riziková prémie na polských dluhopisech. V horizontu půlroku se polský zlotý vrátí pod 4,25, poté však další posílení nečekáme. **Maďarský forint** dle nás bude profitovat z velmi dobrého makro obrázku – posílení ke hranici 300 je tak dle nás nadále reálné i navzdory stále volné měnové politice centrální banky.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Akciový trh

Na **akciové trhy** jsme **pozitivní**, avšak pro tento rok musíme počítat se zvýšenou volatilitou. Jedním z hlavních témat v následujících kvartálech bude realizace ambiciózního programu nového amerického prezidenta Trumpa. Část pozitivních očekávání byla již v amerických akcích zaceněna koncem loňského roku. Avšak možné snížení korporátních daní ze současných 35 % na až 15-20 % by bylo výraznou vzpruhou pro zisky amerických korporací. Zároveň štedrý program na investice do infrastruktury spolu s rostoucí inflací by měl podpořit výkonnost amerických akcií. **Mnohé akciové trhy** tak dle nás nabízí zajímavé **růstové příležitosti**, jejichž atraktivita vyplývá i z pohledu relativního srovnání s jinými třídami aktiv, jako například dluhopisy. Akcie se jeví levné zvláště v prostředí nízkých úrokových výnosů, kdy by se valuační mohly oproti historickým průměrům pohybovat výše. Velice **nízkých valuačních hodnot** dosahují akciové **rozdávající se trhy**, nic se dle našeho názoru nemění ani po zvolení prezidenta Trumpa, jehož rétorika se nese v protekcionistickém stylu. Také **evropské akciové trhy** se nachází **zhruba 20 % pod svými historickými průměry**, co se P/B, P/E nebo dividendových výnosů týká. Z valuačního hlediska se jako nejméně atraktivní jeví americké akcie. Ty se ve srovnání s historickými průměry obchodují s premií, avšak tyto vyšší ceny jsou kompenzovány, ve srovnání s Evropou, vyšším hospodářským růstem nebo zdravějším pracovním trhem. Z valuačního hlediska mohou být podporou akciím nadále uvolněné měnové politiky centrálních bank. Při investování do akcií však **musíme počítat se zvýšenou volatilitou**, která nás, při současných úrovních akciových indexů, bude v následujících letech provázet. Důležitými událostmi bude vyjednávání podmínek Brexitu s možnými dopady na EU jako celek, smršť parlamentních voleb v Evropě, zavedení nečekaných protekcionistických opatření, možné odpisy čínských bank, popřípadě některé geopolitické události.

Atraktivnost většiny střeoevropských akcií nyní vidíme selektivně v některých akcích, růstových i těch dividendových. V Polsku vidíme stále rizika spojená s neočekávanými kroky strany PiS, u českých společností pak vidíme potenciál i vzhledem k pravděpodobnému upuštění od intervenčního režimu Českou národní bankou. Pozitivní jsme ve střeoevropském regionu především na některé české, rumunské a selektivně některé polské akcie. Nyní mezi nejatraktivnější akciové tituly řadíme pojišťovnu Vienna Insurance Group, CETV, Unipetrol nebo Kofolu. Z polských titulů se nám líbí mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, zpracovatel masa Tarczynski nebo leasingová společnost Prime Car Management. V Rumunsku máme pozitivní pohled na akcie rumunského restitučního fondu Fondul Proprietatea, fondu SIF1, plynárenskou společnost Romgaz a Petrom, v Rakousku na akcie pojišťovny Uniqa a realitních společností Atrium a UBM, ve Slovinsku jsou to akcie výrobce domácích spotřebičů Gorenje a přístavu Luka Koper. Naopak negativní výhled máme na většinu bankovního a ropného sektoru, zvláště pak toho polského. Opatrní jsme zároveň na společnosti s vysokým vlivem státu.

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

PODROBNĚJŠÍ INFORMACE ZÍSKÁTE

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