



Akciové Indexy		Dluhopisové indexy Bloomberg Effas		Měny (pokles = oslabení)		Komodity	
USA – S&P 500	1,16 %	USA	0,65 %	EUR/USD	3,18 %	Ropa Brent	-2,75 %
Evropa – DJ Stoxx 600	0,75 %	Evropa	0,54 %	CZK/USD	5,11 %	Zemní plyn	-6,26 %
Japonsko – Nikkei 225	2,36 %	ČR	1,33 %	CZK/EUR	1,61 %	Sil. elektřina	2,29 %
MSCI Emer. Markets	2,80 %	Polsko	1,04 %	PLN/EUR	1,14 %	Zlato	0,29 %
ČR – PX	-0,54 %	Maďarsko	1,06 %	HUF/EUR	1,50 %	Stříbro	1,25 %
Polsko – WIG30	-2,52 %	Turecko	1,10 %	TRY/EUR	-2,46 %	Měď	-0,87 %
Maďarsko – BUX	4,84 %						

## HLAVNÍ UDÁLOSTI

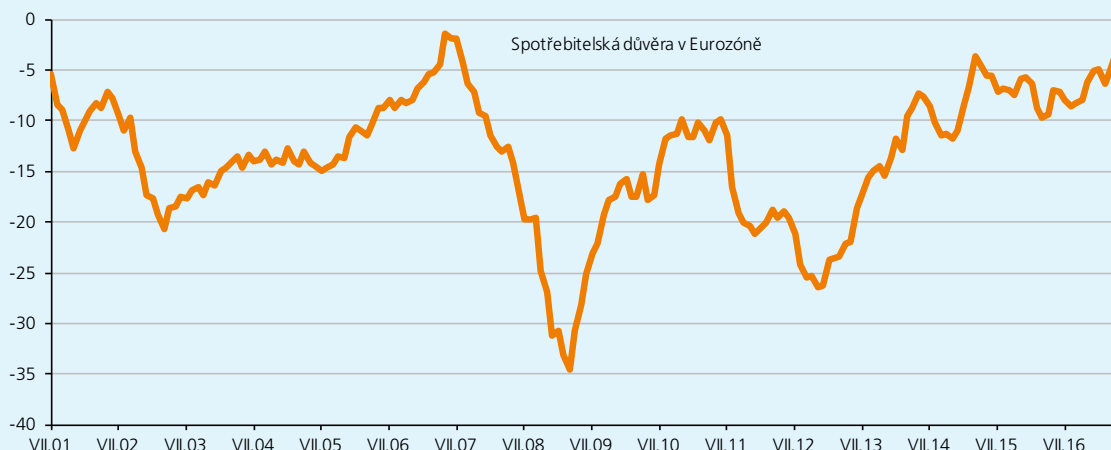
### EMU

**Předstihové i měkké indikátory naznačují, že růst ekonomiky nadále pokračuje solidním, dokonce urychlujícím tempem. Inflace však nadále zůstává nízká a ECB proto zůstává v klidu.**

**Aktualizace tempa růstu HDP Eurozóny za 1. čtvrtletí nepřinesla nic zásadně nového, revize nahoru u Itálie či Francie však byly vítané.** Celkové tempo bylo potvrzeno na 0,5 % q/q, přičemž jak Německo (+0,6 % q/q), tak Španělsko (+0,8 %) rostly tempem souhlasným s prvními odhady. Naproti tomu však jak Francie, tak zejména Itálie tempo růstu oproti prvnímu odhadu revidovaly, a obě země směrem nahoru. U Francie byl růst revidován z 0,3 % q/q na 0,4 % q/q, u Itálie pak díky výrazné revizi spotřebitelské poptávky dokonce z 0,2 % na 0,4 % q/q. Strukturálně nebylo u Německa žádné překvapení, na růstu se dle očekávání podobnou mírou podílela domácí i zahraniční poptávka. U Španělska bylo překvapením, že na nejnižší tempo růstu od třetího čtvrtletí 2014 zpomalil růst poptávky domácností, přičemž tento „výpadek“ vykryl silný, dvouprocentní mezičtvrtletní růst fixních investic. U Itálie byla revize primárně díky růstu poptávky domácností, což dává smysl i vzhledem k tomu, že v letošním roce výrazně klesla italská sezonně očištěná nezaměstnanost (z 11,8 % v lednu na 11,1 % v dubnu). Zklamáním u Francie, také s ohledem na letošní pokles nezaměstnanosti (z 10 % na 9,5 %), byl slabý růst poptávky domácností (0,1 % q/q). Obecně však všechny země jihu konečně aspoň trochu solidně rostou.

**Předstihové indikátory, naznačují, že by tento růst ekonomiky měl pokračovat i v dalších čtvrtletích.** PMI v Eurozóně zůstal v dubnu beze změny (56,8) - výrobní index vzrostl na nové šestileté maximum (57) zatímco jeho nevýrobní protějšek si oproti dubnu mírně pohoršil (z 56,4 na 56,2 v květnu).

### Spotřebitelská důvěra v Eurozóně nejvyšší za skoro 10 let





## HLAVNÍ UDÁLOSTI

## EMU

Růst zaměstnanosti ve výrobním sektoru byl dle indexu nejrychlejší ve dvacetileté historii průzkumů, přičemž zaměstnanost rostla ve všech zemích, ve kterých se průzkum dělá. I díky tomu byl růst celkové zaměstnanosti (tj. ve výrobním i v nevýrobním sektoru) nejrychlejší od srpna 2007. I dle dalších dat jsou podniky v Německu, klíčové ekonomice Eurozóny, optimistické: **index IFO v květnu dále vzrostl a v hodnocení stávající situace se dokonce dostal na historické maximum.** Předstihové indikátory PMI, fakt, že spotřebitelská důvěra vzrostla na nejvyšší hodnotu od července 2007 a skutečnost, že dále klesla nezaměstnanost (na dubnových 9,4 %), tak dávají dobrý důvod pro víru, že růst Eurozóny ve 2. čtvrtletí 2017 bude ještě rychlejší (0,6-0,7 % q/q) než ve čtvrtletí prvním.

**Navzdory všem těmto pozitivním informacím z ekonomiky pokračoval v květnu dle předběžných dat pokles meziroční inflace.** V květnu se inflace snížila o 0,5 p.b. na 1,4 % a dle očekávání poklesla z tříletého dubnového maxima (1,2 %) zpátky pod procento v květnu i jádrová inflace (0,9 %). S největší pravděpodobností se tak v dubnových datech jednalo pouze o posunutý efekt Velikonoc. Nevyplňují se tak obavy politiků Německa a některých dalších zemí z toho, že se inflace utrhl z řetězu. Desinflace, kterou po růstu v listopadu až březnu nyní sledujeme, je důsledkem bazického efektu cen ropy (k němuž se v dalších měsících může přidat pokles cen potravin, jejichž růst na globálních trzích výrazně zpomaluje).

**ECB v květnu nezasedala, pouze zveřejnila zápisky ze svého dubnového zasedání.** Nejzajímavějším v tomto zápisu byla obava, že předčasná komunikace o případném konci kvantitativního uvolňování (předčasná ve smyslu, že ji nepředchází udržitelný růst inflace) může způsobit tržní turbulence a jako takové by se jí ECB měla snažit vyvarovat. Členové Rady se také nedokázali shodnout na tom, co stávající oživení znamená pro inflační výhled. Menší část optimistů tvrdí, že i navzdory politické nejistotě se ekonomika vede dobře a že protože v dalších kvartálech se (geo-)politická nejistota sníží, poroste ekonomika ještě rychleji. Jiná, větší část, však stále čeká na to, zda se pozitivní měkké indikátory a pokles nezaměstnanosti skutečně projeví v růstu mezd, což by byl právě ten signál, že inflace udržitelná je. Zatím se však tak nestalo – a my dodáváme, že vzhledem ke zkušenosti USA je možné, že se tak ani v dohledné době nestane.

## USA

**V Americe nadále trvá dilema měnové politiky – na jedné straně trh práce ve stavu, v jakém nebyl dvacet let, na druhé straně klesající jádrová inflace.**

Druhý odhad tempa růstu americké ekonomiky v 1. čtvrtletí letošního roku zvýšil tempo růstu z 0,7 % q/q anualizovaně na 1,2 %, a to díky zvýšení příspěvku fixních investic (zejména do staveb a intelektuálního vlastnictví) a růstu příspěvku poptávky domácností. Příspěvek poptávky domácností byl totiž v prvním odhadu nejmenší od roku 2009, což nedávalo příliš smysl s ohledem na to, že nezaměstnanost je nejnižší za 16 let a že reálné mzdy rostou, byť nikterak dramaticky. Druhý odhad tuto nekonzistenci napravil, ale jenom částečně – příspěvek soukromé domácí spotřeby k růstu byl 0,44 p.b., což je stále velice slabé (průměr za roky 2013-2016 byl 1,9 p.b.).

**Zda se to zlepší, je nejisté. Dubnové maloobchodní tržby, zveřejněné v polovině května, vykázaly totiž jenom průměrný růst.** Bez aut se zvedly o 0,3 % m/m, což bylo stejné jako koncem prvního čtvrtletí, s automobily pak o 0,4 % m/m. Oproti průměrnému m/m tempu kolem 0,5 %, které jsme viděli v nedávné minulosti, je to však stále pomalejší. To je překvapivé vzhledem k tomu, že oficiální **nezaměstnanost klesla na nejnižší úroveň (4,3 %) od února 2001.** Navíc, klesly i její alternativní míry (zahrnující ty, co nedobrovolně pracují na částečný úvazek, ty co nehledají práci, protože nevěří, že ji najdou apod.); rozdíl mezi nejširším alternativním měřítkem nezaměstnanosti (tzv. U6) a oficiální nezaměstnaností se například utáhl na skoro předkrizové hodnoty (4 p.b.). Na výborný stav trhu práce pak ukazuje i solidní tvorba pracovních míst v soukromém sektoru (v květnu 147 tis. pracovních míst) a počet nových žádostí o podporu v nezaměstnanosti (nejnižší od roku 1973).

**Inflace však nadále neroste tak, jak (by) si představoval FED.** V dubnu dokonce jak celková inflace, tak – což je podstatnější – inflace jádrová poklesly, v případě jádrové na 1,5 %, což je nejnižší hodnota od konce roku 2015. Připomeňme, že od té doby FED neustále predikuje růst inflace na(d) 2 %. Na svém zasedání počátkem května tak **FED ponechal sazby beze změny a připravil si půdu pro červnové zvýšení.** Od té doby se ale objevily názory (např. Lael Brainardová), že pokles inflace odůvodňuje opatrný přístup k utahování měnové politiky. Zda FED skutečně zvýší sazby na svém červnovém zasedání tak zůstává nejisté, byť to zůstává – navzdory inflaci a (jenom) díky trhu práce – pravděpodobnější než jakýkoliv jiný výsledek.

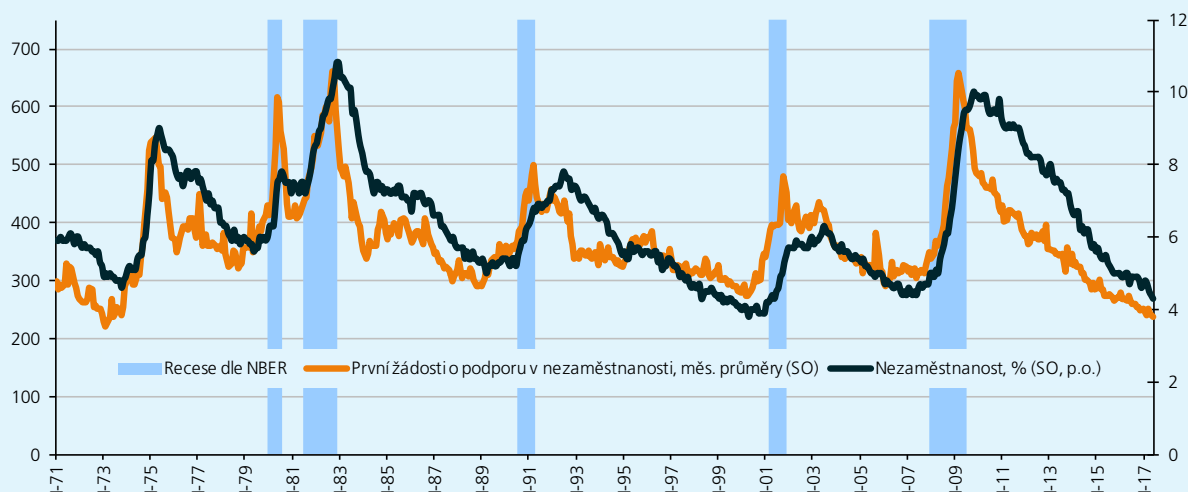


## HLAVNÍ UDÁLOSTI

## USA

Z dalších dat zveřejněných během května byla nejdůležitější a nejpozitivnější **data z průmyslu, který v dubnu vzrostl o procento, což bylo nejrychlejší tempo za poslední tři roky**. Růst byl navíc velmi vyrovnaný, když o procento vzrostl i zpracovatelský průmysl (a letos tak vzrostl třikrát ze 4 měsíců, za která jsou data) a podobným tempem i produkce v těžarství (+1,2 %) či v technické infrastruktuře (+0,7 %). Naopak, **objednávky zboží dlouhodobé spotřeby bez letadel a vojenské techniky pouze podruhé v řadě stagnovaly**.

## Trh práce nadále ve výtečném stavu



## CEE 3

## ČR

**Česká ekonomika v prvním čtvrtletí díky soukromé domácí poptávce silně vzrostla. Měkké indikátory naznačují, že i v dalších čtvrtletích bude růst silný, byť zřejmě pomalejší než ve čtvrtletí prvním.**

Jak naznačovala měsíční data, **růst české ekonomiky byl v prvním čtvrtletí letošního roku velmi dobrý**. Dle ČSÚ dosáhl 1,3 % q/q, což bylo nejrychlejší tempo od 2. čtvrtletí roku 2015 a také výrazné urychlení proti růstu v předcházejících čtvrtletích. Struktura růstu nepřekvapila kvalitativně, spíše kvantitativně. Že **největším přispěvatelem byla domácí soukromá poptávka**, bylo jasné ex ante, ale překvapující je, že to nebylo ani tak kvůli poptávce domácností (jejichž růst byl jen 0,5 % q/q), ale především kvůli výraznému oživení fixních investic. I to se trochu čekalo – měsíční data z inženýrského stavitelství např. ukazovala na první q/q růst po pěti kvartálech poklesu. Ale nejrychlejší q/q tempo růstu fixních investic od roku 2007 (+3,6 % q/q) bylo i tak překvapením a důsledkem nečekaně silných firemních investic do strojů i vozidel. Meziroční tempo růstu investic tak sice bylo i v prvním čtvrtletí negativní, ale už jenom mírně (-0,9 % r/r). Zahraniční poptávka byla negativním přispěvatelem ke čtvrtletnímu růstu, což odráželo vysokou dovozní náročnost investic (export +4,8 % q/q, import +5,3 % q/q). **Na straně nabídky se příběh nemění** – primárním faktorem je zpracovatelský průmysl (1 p.b. k růstu přidané hodnoty), zbytek růstu přidané hodnoty (1,5 p.b. z celkového růstu 2,5 % r/r) obstaraly všechny další sektory. Růst je tedy široce založený.

**Z dat pravidelně zveřejňovaných každý měsíc byly v květnu důležité jen měkké indikátory** – maloobchodní tržby (+6,5 % r/r po SO), průmysl (+4,4 % r/r po SO) či obchodní bilance se totiž všechny týkají ještě března, tj. prvního čtvrtletí, za který už máme agregátní data o HDP. **Spotřebitelská důvěra zůstala v květnu poblíž historického maxima**, což je pozitivní pro spotřebu domácností v dalších měsících. Na druhé straně, dle ČSÚ klesla důvěra v podnikatelském sektoru, zejména v obchodě a v průmyslu. Zatímco v obchodě je možné vysledovat pokles, jež se zhruba shoduje se zavedením EET, u průmyslu je pokles vzhledem k situaci v ekonomice ČR i EMU zvláštní. Na druhé straně, index PMI zůstává stále vysoko – v květnu (56,4) sice oproti dubnu o 0,9 bodu poklesl, z historického pohledu však zůstává vysoko (historický průměr za posledních 15 let je 53). Pro obavy tak není důvod.



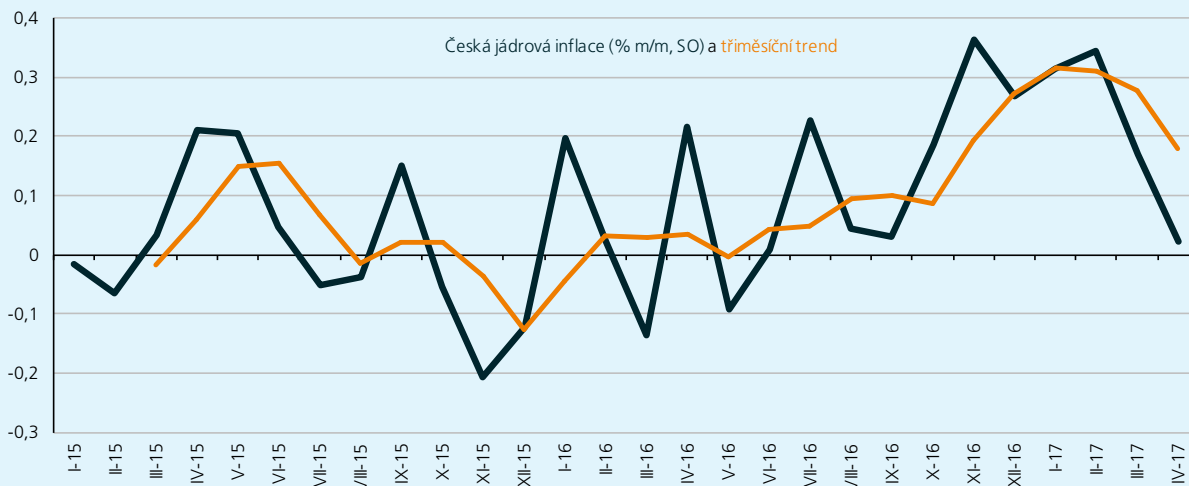
## HLAVNÍ UDÁLOSTI

## ČR

**Dynamika jádrové i měnově-politické inflace se v dubnu vrátila na úroveň z roku 2015 a 2016**, což, zdá se, ukončilo půl roku trvající urychlení jejich dynamiky. Celková inflace klesla z 2,6 % na 2 % (o 0,2 p.b. více, než čekala ČNB), měnově-politická, ve které je stanoven cíl ČNB, pak z 2,7 % na 2,1 %. Společným jmenovatelem byla decelerace cen potravin. Naproti tomu však vzrostla inflace poptávková (tj. bez daní, cen potravin a energií), a to z 2,2 % na 2,4 %, tj. na hodnotu naposledy viděnou v září 2008.

**ČNB na svém zasedání v květnu žádnou změnu měnové politiky neprovedla.** Dle zápisu ze zasedání vidí ČNB rizika své poslední prognózy (která je vcelku jestřábí) pro-inflačním směrem, tj. jinými slovy řekla, že utážení politiky by mohlo být ještě větší, než co vidí prognóza. ČNB rovněž naznačila, že je poměrně zklamána malým po-exitovým posílením koruny.

## Dynamika jádrové inflace se vrátila na hodnoty z let 2015-16



## POLSKO

**Polská ekonomika díky poptávce domácností a oživení investic zkraje roku 2017 silně rostla. I pro nejbližší čtvrtletí jsou vyhlídky slibné.**

**Polská ekonomika dle prvních dat vzrostla začátkem roku 2017 tempem v podstatě shodným s ČR - o 1,1 % q/q.** V meziročním vyjádření tedy dosáhl růst 4 % a i jeho struktura potvrdila to, co indikovala měsíční data – že pilířem růstu je soukromá domácí poptávka (4,1 % r/r), zejména pak poptávka domácností (4,7 % r/r). Podobně jako v ČR se díky obnovené aktivitě ve stavebnictví zlepšily fixní investice, byť (opět jako v ČR) ještě v 1Q17 mírně meziročně poklesly (-0,4 %). Tento trend zlepšování by měl pokračovat i v dalším čtvrtletí. Naproti tomu postupně začne z čísel o poptávce domácností vypadat efekt fiskální podpory domácností.

Růst poptávky domácností díky tomu zvolní, ale zůstane silný - trh práce se totiž nadále zlepšuje. I v dubnu **pokračoval** přes tři roky trvající **trend poklesu nezaměstnanosti**, jejíž sezonně očištěná míra se v březnu snížila na další **historické minimum pod 7,5 %** (vzpomeňme, že ani v nejsilnějších předkrizových letech neklesla pod 9 %). Podobně jako v minulých měsících **pokračoval růst nominální mzdy**, byť mírnějším tempem – oproti růstu nominálních mezd v březnu o 5,2 % rostly mzdy v dubnu o 4,1 % r/r. Protože se tato data týkají už začátku druhého čtvrtletí, je na místě zmínit, že **maloobchodní tržby i v dubnu potvrdily urychlování dynamiky**, které pozorujeme zhruba od konce minulého léta. V dubnu rostly tržby o 8,1 % nominálně (6,7 % r/r reálně) – průměrné nominální tempo růstu tržeb dosáhlo v prvních 4 měsících letošního roku přes 9 %.

V **průmyslu** je situace nadále dobrá. Sezonně očištěná produkce rostla v dubnu tempem 4,1 % r/r, což je lehce nad průměrem přechozích 12 měsíců (3,7 %). Negativní zprávou však určitě bylo květnové zpomalení výrobního PMI na 52,7 (z dubnových 54,1), což znamená, že index PMI poklesl na své půlroční minimum.



## HLAVNÍ UDÁLOSTI

## POLSKO

**Polská jádrová inflace pokračovala v dubnu v normalizaci a vyšplhala se na 0,9 %**, což je její nejvyšší hodnota od června 2014. Celková inflace zůstala podobně jako v březnu na úrovni 2 % a nadále je tak pohodlně v inflačním pásmu polské centrální banky, jehož střed je 2,5 %.

**Měnový výbor centrální banky (MPC) ponechal v květnu dle očekávání sazby beze změny na 1,5 %**. Dle guvernéra Adama Glapinského není důvod měnit sazby před koncem příštího roku. V měnovém výboru sice sedí několik jestřábích členů, kteří by podpořili růst sazeb i dříve, tvoří však v současnosti výraznou menšinu.

## MAĎARSKO

**Maďarsko rostlo v prvním čtvrtletí stejně silně jako ČR či Polsko, nejspíše díky investicím. Za trhem práce a růstem mezd nadále zaostávají maloobchodní tržby.**

**Maďarská ekonomika se také v prvním čtvrtletí nedala zahanbit, když vzrostla o 1,3 % q/q**. Po slabém růstu v předcházejícím čtvrtletí (0,4 % q/q) a obecně slabém růstu v roce 2016 to je vítaná změna; meziroční tempo dosáhlo shodně s Polskem 4,1 %. Struktura růstu sice prozatím zveřejněna nebyla, z měsíčních dat to však vypadá primárně na zahraniční obchod a na fixní investice.

Spotřeba domácností by také měla být pozitivním faktorem růstu. Reálný růst maloobchodních tržeb v prvním čtvrtletí dosáhl zhruba 3,5 % r/r, což není špatný výsledek, problémem však je, že neodpovídá tomu, jak rostou mzdy či jak se vyvíjí trh práce. V prvním čtvrtletí vzrostly nominální mzdy o 11 % r/r (!), a to jako důsledek utaženého trhu práce (nezaměstnanost nadále zůstává výrazně pod 5 %, byť v dubnu mírně vzrostla na 4,6 %) a, hlavně, lednového růstu minimální / zaručené mzdy (o 15 % resp. 25 %). Když uvážíme, že inflace není nijak vysoko, čekali bychom vyšší růst maloobchodních tržeb.

**Průmyslová produkce** se dále zlepšila tak, jak naznačovaly předstihové indikátory minulých měsíců. Poté, co v únoru vzrostla o reálných 6,9 % r/r, vzrostla v březnu o 9,9 %, což je nejrychlejší tempo od října 2015. Oživení v západní Evropě, nízká základna z minulého roku (kdy poprvé nerostla kapacita v automobilech) a rostoucí kapacity v některých sektorech (produkce potravin) znamenají, že letošní růst by mohl dosáhnout i přes 6 %. To by mělo částečně kompenzovat poněkud slabší (a vzhledem k růstu mezd překvapivý) start do letošního roku u poptávky domácností.

**Celková inflace v dubnu 2017 dále zvolnila, oproti únorovému maximu 2,9 % (4 leté maximum) je tak nyní o 0,7 p.b. nižší**. Toto zpomalení mělo na svědomí další meziroční snížení tempa růstu u cen paliv. Jádrová inflace (tj. celková inflace bez nepřímých daní) se stabilizovala těsně pod 2 %, v dubnu dosáhla 1,8 % což je tempo o 0,5 p.b. vyšší než v dubnu minulého roku. Nejenom, že je to pohodlně pod cílem maďarské centrální banky (3 %), ale ani poptávková inflace (= jádrová inflace bez zpracovaných potravin) nenaznačují, že by se s maďarskou cenovou hladinou mělo díky poptávce domácností brzy něco stát – poptávková inflace dosáhla v dubnu úrovně 1,5 %, což je o 0,2 p.b. níže než před rokem.

**Maďarská centrální banka (MNB)** tak ponechala i v květnu, podvanácté v řadě, sazby beze změny, a to jak O/N zápůjční a depozitní sazbu, tak i tříměsíční repo sazbu (na 0,9 %). Na tiskovce po zasedání nezaznělo nic nového: centrální banka chce nadále držet sazby velmi nízko dlouhou dobu a nadále říká, že je připravena uvolnit politiku nekonvenčním způsobem, pokud to bude potřeba. Jako jediná z regionálních centrálních bank tak zatím úplně ignoruje růst celkové inflace a zůstává v uvolňovacím módu. Na svém příštím zasedání bude rozhodovat o maximálním objemu, který akceptuje v tříměsíčních depo operacích, a je možné, že jej dále sníží.

## Ropa

Cenové pohyby byly minimální. Ropa (WTI) v první polovině května vyrostla zpátky nad 51 dolarů, poté se však vrátila ke 47 dolarům za barel. Za růstem v první polovině měsíce byly spekulace, že OPEC a další země prodlouží dohodu o snížení těžby z listopadu a (hlavně) že domluví další omezení těžby. K tomu prvním došlo (o 9 měsíců), k tomu druhému nikoliv, což posléze vedlo k poklesu ceny. Navíc, koncem měsíce byla zveřejněna data o rostoucí americké produkci. Výprodejům počátkem června pak pomohlo i odstoupení USA od Pařížské dohody o klimatu z roku 2015.



## AKCIOVÉ TRHY

MSCI World Index



MSCI Emerging Markets



Akciové trhy jakoby se ponořovaly do prázdninové nálady a bez větších objemů se meziměsíční výkonnost většiny z nich pohybovala okolo kladného jednoho procenta. Z vyspělých trhů se opět dobře vedlo japonským akciím (index Nikkei 225 +2,4 %), následovaným americkými (index S&P 500 +1,2 %) a evropskými (index DJ Stox 600 +0,8 %) akciemi. Americké akcie se bez zásadních kurzotvorných zpráv při nadále dobrých makro datech a zároveň nízké jadrové inflaci pozvolně šplhaly nahoru. Právě odhady nízkého růstu cenové hladiny udržují relativně nízko odhady budoucího zvyšování základních úrokových sazeb americkou centrální bankou, což je nadále pozitivně bráno akciovými investory. V Evropě se toho pro akcie mnoho zajímavého také nestalo. Podporou cenám akcií byla dobrá příchozí makro data a především předstihové ukazatele, které naznačují, že si v Evropě budeme ještě několik čtvrtletí užívat pozitivního ekonomického růstu.

CECE Composite



I v případě střední Evropy jsme se nedočkali výrazně zajímavých zpráv, které by daly akciovým trhům jasnější směr. Nejvíce se tak po několika měsíčním útlumu dočkaly solidního růstu maďarské akcie. Zvýšený zájem investorů pramenil z letošních dobrých výkonností polských a českých akcií a přirozeného přepnutí pozornosti na relativně levnější maďarské akcie, jež zaostávaly. Vysokých zisků tak z maďarských akcií dosáhla banka OTP, při nadále dobrých rafinérských a petrochemických maržích následovaná akciemi MOL, a farmaceutickou společností Gedeon Richter. Na pražské burze na sebe strhly pozornost akcie výrobce netkaných textilií Pegas Nonwovens, jež rostly z důvodu nevídaného vysokého zájmu investorů. Následovaly akcie ČEZ a Fortuna, u které došlo ze strany majoritního vlastníka Penta k nabídce na odkup akcií za 118,04 Kč za akcii. Menší korekci si po výrazných ziscích z minulých měsíců prošly akcie mediální skupiny CME. Z polských akcií skončila meziměsíčně v plusu jen hrstka akcií a to tvůrce počítačové hry Zaklánač, společnost CD Project a mediální společnost Cyfrowy Polsat. Ztráty si připsaly těžaři nerostných surovin JSW a KGHM, společně s většinou bankovních a chemických titulů. Ke kladné výkonnosti fondu navíc přispěly rumunské akcie plynaře Romgaz a zdravotnické skupiny MedLife.

V souhrnu se akciím na rozvíjejících trzích v květnu rovněž dařilo. Index MSCI Emerging Markets připsal zhodnocení ve výši 2,80 % (v USD). V Asii se dařilo indickým akciím, které připsaly meziměsíčně +4,10 %, i Číně (+ 1,54 %). Za tímto růstem stojí solidní makroekonomická data podpořená politickou stabilitou v regionu. To se naopak nedá říct o Brazílii, kde korupční skandál prezidenta Temerá dále prohloubil politickou krizi, na což reagovaly trhy výrazným poklesem (meziměsíčně -4,12 %). Dobrou zprávou pro investory mohou být data ukazující na postupné ožívování brazilské ekonomiky.



## DLUHOPISOVÉ TRHY

### Dluhopisy USA a EMU

Německé výnosy v průběhu května v čistém vyjádření mírně poklesly (ceny dluhopisů vzrostly). Začátkem měsíce desetileté výnosy vyrostly, a dostaly se tak až na 40 b.b. - primárně v očekávání zveřejnění dat silného růstu německé ekonomiky v prvním čtvrtletí a také kvůli silným předstihovým indikátorům či obecné úlevě po francouzských prezidentských volbách. Ve druhé polovině měsíce, zejména na jeho konci, však bylo dluhopisovým investorům připomenuto, že solidní růst ekonomiky se automaticky nerovná vyšší inflaci. Poté, co německá inflace výrazně poklesla, výnosy klesly a koncem května se tak na desetileté splatnosti dostaly až pod 30 b.b.

Americké desetileté výnosy zaznamenaly nové potrumpovské minimum, když pokles, který započaly koncem první dekády května na hodnotě 2,40 %, skončil až na hranici 2,15 % počátkem června. Důvodem poklesu byla nižší inflace i hlasy některých z FEDu naznačující, že letošní plánované tempo růstu sazeb (ještě další dvě zvýšení po 25 bazických bodech) není jisté.

### Firemní dluhopisy

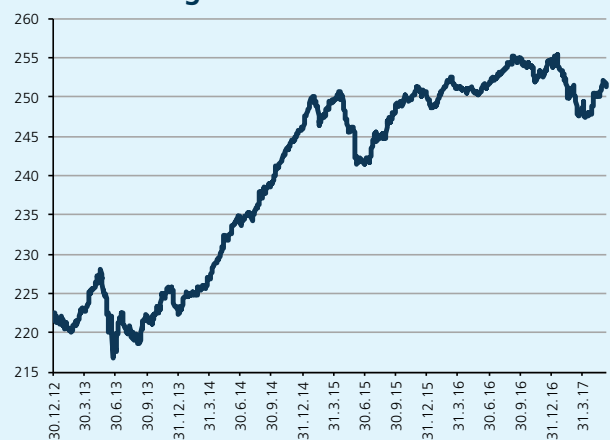
Korporátní dluhopisy neinvestičního i investičního stupně na obou stranách Atlantiku v květnu cenově rostly. U investičního ratingu byl na obou stranách Atlantiku zaznamenán u indexu agentury Bloomberg růst o 1,2 % resp. 0,3 % (USA / EURO), u neinvestičního ratingu pak byl růst identický (+0,8 %). Přestože byl květen třetím nejsilnějším měsícem od počátku roku 2013, co se velikosti nových emisí týče, hlad investorů po vyšším výnosu a vysoký objem globální likvidity, živený pokračujícími programy kvantitativního uvolňování měnových politik (ECB, BoJ) tlačily průměrné kreditní marže firemních dluhopisů na nižší úroveň.

Kreditní marže na trhu CDS v květnu pokračovaly v sestupném (pokles požadovaných marží) trendu, nastoupeném v předešlém měsíci. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) klesl o 4,3 na 62,3 bodu. Také index iTraxx Xover, obsahující emitenty ze spekulativního ratingového pásma, ubral, a to 13b na 253 bodů.

### Dluhopisový trh ČR

**Během května ceny českých státních dluhopisů vzrostly – požadované výnosy poklesly podél celé výnosové křivky o 20 – 30 bps.** Dvouleté dluhopisy klesly výnosově na nejnižší hodnoty (-28 bps) od konce intervenčního režimu ČNB počátkem dubna. Důvodem může být to, že ČNB v posledních týdnech po exitu výrazně zvýšila emisi SPP (každá aukce až na poslední byla silně dvouciferná co to objemu), pravděpodobně hnaná touhou vydávat za každou cenu za co nejnižší výnos. To samozřejmě limituje nabídku krátkých dluhopisů, po nichž je stále shánka s ohledem na trvalou spekulativní pozici v české koruně. Tyto spekulace, navíc – vzhledem k vývoji EUR/CZK – asi stále trvají. Citelně navíc vzrostla poptávka po středně- a dlouhodobých dluhopisech od zahraničních fondů, sledujících EM indexy JPMorgan, do kterých byly české státní dluhopisy v dubnu a květnu zařazeny.

Bloomberg Effas Czech Index





## DLUHOPISOVÉ TRHY

### Dluhopisový trh Polsko

Polská křivka byla během většiny května stabilní, poklesla, a to celkem výrazně, až na jeho konci. Na dlouhém i krátkém konci se dostala nejnižší od listopadu minulého roku, když výnosy dosáhly 1,9 % resp. 3,2 %. Ačkoliv silný růst ekonomiky by spíše měl vést k očekávání dřívějšího růstu sazeb, opak je pravdou – guvernér polské centrální banky a většina měnového výboru se domnívá, že sazby můžou zůstat nezměněné dlouho. Navíc, polská celková inflace zůstala v dubnu stabilní a inflace klesla i v Eurozóně, což dále snížilo šanci, že se polská inflace bude vyvíjet tak, že bude polská centrální banka muset rychleji zasahovat. Ale především – zahraniční investoři, hnáni zesilujícím pozitivním sentimentem na rozvíjející se trhy, navyšovali své pozice v polských státních dluhopisech a v PLN.

### Bloomberg Effas Poland



### Dluhopisový trh Turecko

U tureckých dluhopisů pokračoval obecný trend k poklesu výnosů, který pozorujeme – byť s výraznou volatilitou – celý letošní rok. Turecké desetileté dluhopisy se v první polovině měsíce vyšplhaly o 50 b.b. vzhůru až na 10,6 %, zejména pod vlivem vyšší inflace. Celková inflace totiž v dubnu dosáhla 11,9 %, jádrová pak sice překvapivě mírně poklesla (o 0,1 p.b.), nicméně nadále zůstává velmi vysoká (9,4 %). V poslední dekádě měsíce ale dluhopisové výnosy na sílící vlně zájmu o aktiva rozvíjejících se zemí začaly klesat a měsíc zakončily na úrovni zhruba 10,1 % (tj. na úrovni konce dubna a cca 60 b.b. pod úroveň z konce března).

## MĚNOVÉ TRHY

**Dolar** během celého května kontinuálně oslaboval, proti euru se tak dostal až na nejslabší úroveň od konce srpna minulého roku. Oslabování nastartoval Trump svým rozhodnutím o odvolání ředitele FBI, což konečně trhy hnulo k tomu, aby svůj dosavadní pohled na prezidenta Trumpa skrze růžové brýle přehodnotily. Dobrá data z Eurozóny (+ slabší americká inflace) pak způsobila, že se dolar na samém konci měsíce přiblížil až na dohled hranice 1,13.

**Na spotovém trhu s korunou jsme byli svědky posílení** koruny až k hranici 26,30. Žádný jasně identifikovatelný důvod se nenabízí, vzhledem k vývoji na trhu krátkých vládních dluhopisů se ale nabízí hypotéza, že sázky na posílení koruny neustávají.

Společně s vývojem **polského zlatého**, který během května mírně posílil a který se poprvé od srpna 2015 dostal pod hranici 4,18, se také nejspíš na vývoji regionálních měn podepsalo příznivé tržní prostředí v Evropě společně s pozitivními makroekonomickými daty. To potvrzuje i vývoj **maďarského forintu**, který se během května vrátil k hranici 307, a to i navzdory nepomáhající centrální bance, která nadále razí představu ultra volné měnové politiky.

## PŘEDPOKLADANÝ VÝVOJ

### Dluhopisový trh ČR

Z delšího horizontu pro české výnosy nadále zůstává určujícím vývoj v EMU. Postupem času, s tím, jak se přibližuje moment začátku normalizace měnové politiky ECB (s ohledem na zakořeňující sílu evropské ekonomiky a množící se signály probouzející se inflace), německé výnosy a v reakci i jejich české protějšky porostou. Signál pro setrvalejší růstový trend výnosů dle nás přijde v momentě, kdy ECB oznámí, že začne utlumovat program odkupu aktiv – tj. ve druhé polovině roku.





## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### Dluhopisový trh ČR

Krátkodobý a střednědobý výhled českých dluhopisů zamlžuje situace na devizovém trhu, konkrétně překoupenost české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž nadále uložena právě v českých dluhopisech – růst podílu zahraničních investorů státních dluhopisů na celkové držbě (v březnu 2016 činil 22 %, v březnu 2017 už 42 %) je odrazem tohoto vývoje v minulých čtvrtletích. Pokud by tedy mělo dojít ke snaze zahraničních investorů rychle a en masse z těchto pozic vystoupit, vedlo by to k výrazné volatilitě a propadu cen domácích dluhopisů. Tímto úprkem vyvolaný výrazný a rychlý růst výnosů by sice byl tlumen obnovením zájmu domácích investorů o český vládní dluh, bylo by to však až se zpožděním. Vzhledem k tomu, že dle nás dřív nebo později investoři z pozic v koruně minimálně z části vystoupí, je tento scénář velmi pravděpodobný.

### Dluhopisový trh Polsko

**Dle našeho očekávání z minulých měsíců se polská riziková prémie i v květnu dále utáhla, a to o 25 bodů.**

Riziková prémie vůči německým dluhopisům se tak dostala na 290 bazických bodů. Vzhledem k tomu, že obecně vyrchává přesvědčení posledních měsíců, že budou kvůli nárůstu inflace brzy růst sazby (což rozptýlilo i zasedání MPC), že na polskou vládu si už každý zvykl, že v Americe to prozatím na viditelné urychlení trendu zvyšování úrokových sazeb nevypadá, dle nás ještě ceny polských dluhopisů vzrostou, a to za současného utažení výnosové premie vůči německým na cca. 250 – 270 bodů. Výraznější pokles již bude omezen výhledem vývoje polské měnové politiky, neboť MPC bude nucena přistoupit k utažení politiky před tím, než tak učiní ECB.

### Dluhopisový trh Turecko

**Turecké výnosy jsou sice na dvouciferných úrovních atraktivní, problémem však nadále zůstává donedávna urychlující vysoká inflace.** Dle nás se však již inflace stabilizovala – v květnu toto doložily údaje jak celkové, tak jádrové spotřebitelské inflace. V dalších měsících by se měl prosadit vliv opadajícího minulého oslabení liry, a inflace se tak dostane zpět na jednociferné hodnoty. Z hlediska výhledu cen tureckých dluhopisů je to příznivý scénář – musí však být doprovázen ponecháním současného přísnějšího nastavení měnové politiky, opětovnou stabilizací nyní uvolněné fiskální politiky a v neposlední řadě relativně příznivým náhledem globálních investorů na rozvíjející se trhy.

### Měny

**Kurz eura** proti dolaru se vrátil nad 1,12. V dlouhodobějším výhledu očekáváme postupné posilování společné evropské měny. Za tento scénář mluví nyní viditelnější cyklické oživení v EMU, které se pomalu začíná promítat i do tvrdých dat, a díky tomu očekávání, že ECB spíše dříve utlumí program odkupu aktiv (tzv. tapering) a později začne s postupným zvyšováním, nyní extrémně nízkých/záporných, úrokových sazeb. I přesto však mezitím dojde ve Spojených státech k posunu v neutralizaci měnové politiky FEDu, který dle našeho názoru do konce příštího roku kumulativně zvedne úrokové sazby více, než kolik je zaneseno v tržních očekáváních. To by dolaru mohlo dodat ztracený lesk v nejbližších měsících.

**U koruny** se nepotvrdilo naše očekávání přechodného období vysoké volatility, nicméně se v zásadě potvrdilo, že koruna nijak výrazně po ukončení intervencí neposílí. Ačkoliv poexitový vývoj, zejména to, že koruna posílila, byť určitě ne „švýcarským“ stylem, tuto pravděpodobnost mírně snižuje, nadále si myslíme, že je pravděpodobné, že koruna v horizontu měsíců oslabí k/přes 27. Stane se tak v případě, že dostatečné množství spekulantů bude chtít své dlouhé korunové pozice rychle uzavřít. Případné výraznější oslabení by pak eventuálně tlumila ČNB. Dlouhodobým trendem kvůli vyššímu růstu produktivity zde než v EMU nadále zůstává posilování koruny, tempem zhruba 1,5 - 2 % ročně.

**U polského zlotého** se odehrálo posílení až pod 4,20 PLN/EUR. Silná data z polské ekonomiky budou dle našeho názoru pokračovat (robustní investiční dynamika, silná koncová poptávka, pokles nezaměstnanosti), navíc při prozatím utlumené inflaci. Spolu s pokračujícím příznivým vnějším prostředím uvedené faktory nahrávají dalšímu posilování kurzu PLN, dokud se s případným vyjádřením nelibosti nad tímto vývojem neozve centrální banka.

**Maďarský forint** má dle nás potenciál posílit k hranici 300. Spouštěčem bude centrální banka, která v dohledné době přejde do módu, kdy už nebude akcentovat možnost dalšího uvolnění měnových podmínek a kdy její komunikace bude vyrovnanější.



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

## Akciový trh

**Akciovým trhům** nadále věříme, avšak při zvýšené pravděpodobnosti volatility. Jedním z hlavních témat v následujících kvartálech bude realizace předvolebních slibů amerického prezidenta Donalda Trumpa. Část pozitivních očekávání je již v amerických akcích zaceněna, přesto by bylo snížení korporátních daní ze současných 35 % na až 15-20 % výraznou vzpruhou pro zisky amerických korporací. Zároveň štedrý program na investice do infrastruktury spolu s inflací by měly podpořit výkonnost amerických akcí. **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. Velice **nízkých valuačních hodnot** dosahují akciové **rozvíjející se trhy**. Také **evropské akciové trhy** se nachází **pod svými valuačními 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 silnějším 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, zavedení nečekaných protekcionistických opatření, možné odpisy čínských bank či některé geopolitické události. Pozitivně vnímáme proběhlé volby ve Francii, kdy by nově zvolený prezident Emmanuel Macron mohl prosadit určitou liberalizaci francouzského trhu práce a tím dodat nový impulz tamní ekonomice.

Atraktivnost většiny **středoevropských akcií** nyní vidíme selektivně v některých akcích, růstových i těch dividendových. Pozitivní jsme ve středoevropském regionu především na některé české, rumunské a selektivně některé polské akcie. Nyní mezi nejatraktivnější akciové tituly řadíme pojišťovnu Vienna Insurance Group, CME, 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, zdravotnického konglomerátu MedLife, fondu SIF1, plynárenskou společnost Romgaz a Petrom, v Rakousku na akcie 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.

## Důležitá upozornění:

Před rozhodnutím investovat do podílového fondu by měl potenciální investor věnovat pozornost sdělení klíčových informací a statutu (prospektu) fondu. Informace uvedené v této zprávě mají pouze informační charakter a jejich účelem není nahradit sdělení klíčových informací nebo statut (prospekt) nebo poskytnout jeho kompletní shrnutí. Údaje o minulých 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](http://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**