



## Názor

### České ekonomice se daří

I začátkem druhého čtvrtletí se české ekonomice vedlo dobře. Hlavním tahounem byla nadále poptávka domácích a průmysl, dynamika poptávkové inflace přesto zvolnila.

Poté, co finální data ČSÚ potvrdila silný růst ekonomiky v prvním čtvrtletí, i první měsíční data ze začátku druhého čtvrtletí ukázala pozitivní vývoj. Čísla z maloobchodu i z průmyslu byla samozřejmě negativně ovlivněna odlišným počtem pracovních dní v dubnu 2017 oproti dubnu 2016 (loňský duben jich měl o tři více), po očistění o tento efekt však byla solidní.

Průmyslová produkce vzrostla meziročně o skoro 6 % a růst za poslední tři měsíce tak dosáhl nejsilnější průměrné hodnoty od konce roku 2015. Vzhledem k tomu, že PMI zůstal vysoko i navzdory květnovému poklesu na 56,4 (což je nejnižší letošní hodnota) a vzhledem ke stále silným předstihovým indikátorům v Německu (PMI je tam poblíž šestiletého maxima) bude silný růst v dalších měsících zřejmě pokračovat.

**Martin Lobotka,**  
hlavní analytik  
Conseq Investment  
Management

([investujeme.cz](http://investujeme.cz),  
28.7.2017)

## Cizinci sázejí na silnější korunu



46 haléřů z každé koruny zahraničním subjektům. Ty stále věří v další posilování koruny, na dračku jdou především dluhopisy s krátkou dobou splatnosti.

"Během května došlo k významnějšímu nárůstu držby zahraničních investorů u dluhopisů splatných zejména v roce 2019," uvádí mluvčí ministerstva financí Kateřina Vaidišová. Dluhopisy splatné do dvou let byly nejčastější volbou spekulantů na skokové posílení kurzu koruny po ukončení devizových intervencí ČNB a ti ve své taktice pokračují i nadále. "Koruna postupně posiluje a řada investorů čeká na ještě lepší kurz," říká hlavní ekonom ING Jakub Seidler.

S více než polovinou dluhu v cizích rukách je Česko momentálně zemi nejvíce závislou na vývoji zahraničních burz z dluhopisového indexu americké banky JP Morgan mapujícího rozvíjející se trhy. Banka sem Česko zařadila letos v dubnu,

ně zaostaly o téměř 50 procent. Domnívám se proto, že letošní efekt dohánění výkonnosti má ještě velký prostor pro pokračování. Kromě toho jsou akcie rozvíjejících se trhů ve vztahu k ziskům a dalším základním veličinám atraktivněji oceněny. Aktuální ocenění, neboli valuace rozvinutých trhů, jsou oproti desetiletému historickému průměru přibližně o čtvrtinu výše, zatímco valuace rozvíjejících se trhů jsou nyní poměrně blízko svým průměrným hodnotám.

Rozdíl ve valuacích je tak oproti svému historickému průměru mnohem vyšší. Mám za to, že by se mu měl

čimž zemi na mapě globálních spekulativních investic ještě více zviditelnila.

**"Pokud by mělo dojít ke snaze zahraničních investorů rychle z těchto pozic vystoupit, vedlo by to k výrazné volatilitě a razantnímu propadu cen domácích dluhopisů," upozorňuje portfolio manažer Conseq Ondřej Matuška.**

Za rizikovou označuje vysokou angažovanost zahraničního kapitálu v českém dluhu i ČNB. "Náhlé přecenění dluhopisů představuje dílčí riziko pro bilance domácích finančních institucí," uvádí červnová zpráva o finanční stabilitě banky.

Ekonomové očekávali, že po uvolnění kurzu koruny bude zmíněný podíl postupně klesat. "Uvolnění koruny a její následné posílení vytvořily pro některé investory příležitost k odchodu, pro jiné ale naopak pro rozšiřování pozic," dodává hlavní ekonom Patrie Jan Bureš.

(*Jaroslav Bukovský, E15,*  
11.7.2017)

tento rozdíl přibližovat. Takzvaná valuační mezera by se měla tedy výrazně zúžit, což bude ve střednědobém horizontu klíčový faktor očekávaného pokračování lepší výkonnosti rozvíjejících se trhů.

**Michal Stupavský,**  
investiční specialista  
Conseq Investment  
Management

(*Hospodářské noviny,*  
12.7.2017)

## Sázka na rozvíjející se trhy se vyplatí

Rozvíjející se akciové trhy zatím letos oproti trhům rozvinutým vedou na plné čáře. Index rozvíjejících se trhů MSCI Emerging Markets si od začátku roku připsal šestnáctiprocentní růst, zatímco index rozvinutých trhů MSCI World přidal "pouze" devět procent.

Hlavní důvody takového vývoje, který je ovšem plně v souladu s naším očekáváním a nastavením našich portfolií, jsou dva. Za prvé akcie rozvíjejících se trhů v letech 2013 až 2016 za rozvinutými trhy kumulativ-

## Česko si půjčuje nejdražší za dva roky



Období záporných úroků ze státních dluhopisů je minulostí, za posledních pět týdnů úrok vzrostl o polovinu.

Půjčit si peníze vyjde zemi stále dražší. Počátkem prázdnin byli investoři ochotni dlouhodobě financovat český stát za nejvyšší úrok za poslední dva roky. Za desetiletou půjčku žádali ročně 1,1 procenta, začátkem ledna za přítom nebyla ani třetina.

Peníze zdražuje blížící se okamžik zpřísnění politik čes-

ké i evropské centrální banky.

Ministerstvo financí hodlá přinejmenším po dobu prázdninových měsíců v zadlužování polevit na tempo.

"V současné chvíli nelze jednoznačně říci, zda se nejedná o krátkodobý výkyv na trzích, a proto ministerstvo nepovažuje za nezbytně nutné na tuto situaci bezprostředně reagovat jakýmkoli veřejným prohlášením o změně politiky dluhopisových emisí. V případě vhodných podmínek je úřad připraven se vrátit na trh koncem srpna či na počátku září," říká mluvčí ministerstva Filip Běhal. Prudký obrát v ceně dluhu přineslo zhruba posledních pět týdnů, během nichž se úrok z desetileté půjčky zvýšil takřka o polovinu.

"Důvodem je očekávání návratu měnových politik

## CONSEQ v médiích

Červenec 2017



k normálu, financování státu tak podraží," říká exguvernér ČNB a současný ředitel institucionálních vztahů a hlavní ekonom Generali CEE Holding Miroslav Singer.

Přespolní hráče už neláká ani vidina tvrdší české měny, která by dokázala jejich investici rychle zhodnotit.

"Ministerstvo bude muset připlatit, jelikož dramatické posílení koruny už není tím hlavním motivem, proč by se měli po českém dluhu vrhat zahraniční investoři," připomíná hlavní ekonom České spořitelny David Navrátil.

Mizející lákadlo silné koruny prodražilo Česku i střednědobé půjčky. Zatímco ještě v lednu si stát za peníze půjčené od investorů nechával dokonce i více než jedno procento ročně zaplatit, nyní už věřitelé na rozdíl od většiny unijních ekonomik

záporný výnos neakceptují. Vláda v Bratislavě si tak například zvládne nabrat půjčku se čtyřletou splatností s tím, že finanční trhy ji každý rok odmění úrokem 0,34 procenta, Praha musí naopak ročně platit 0,14 procenta.

**"Období zlepšování státního rozpočtu úsporami nákladů na obsluhu dluhu po letech pominulo," dodává analytik Consequ Martin Lobotka.**

(Jaroslav Bukovský, E15, 10.7.2017)

## Je brzké zvýšení sazeb ČNB nutnost?

ČNB na svém zasedání koncem června zopakovala, že „s ohledem na vyznění stávající prognózy a bilanci jejích rizik je pravděpodobné, že ke zvýšení úrokových sazeb přistoupí v souladu s predikcí“, tj. někdy ve třetím čtvrtletí.

Po nedávno zveřejněných inflačních datech za červen však na intenzitě nabývá pocit, že pokud to udělá, více než nutností krotit hrozící inflaci to bude z důvodu jiného: protože to už slíbila. Podobně jako FED, který už dva roky prognózou hrozící inflace odůvodňuje nutnost utážení měnové politiky. To samé nyní tvrdí i ČNB, když ve své prognóze říká, že bez jejího

zásahu se tempo růstu cen urychlí nad cílenou úroveň. Na to však červnová inflační data neukazují.

Ano, je pravdou, že se měnově-politická inflace, ve které je stanoven cíl ČNB, koncem minulého a začátkem letošního roku rychle zvedla, a to dokonce nad cíl ČNB, což centrální bance umožnilo ukončit intervenční režim. To však bylo z nemalé části díky růstu (globálních) cen potravin a pohonných hmot, ke kterému se pak přidal ryze české vliv v podobě EET a s ní souvisejícího výrazného růstu cen v pohostinství. V posledních měsících však

ceny potravin i paliv opět zpomalují, a to díky globálním vlivům.

To je jeden z důvodů, proč česká měnově-politická inflace ve třech z posledních 4 měsíců stagnovala, a proč je tak její dynamika nyní nižší než třeba v srpnu 2016. Není to však jen potravinami a ropou - výrazně zvolnila i dynamika české poptávkové inflace. Zatímco koncem roku 2016 a začátkem roku 2017 jsme viděli měsíční tempa růstu 0,4 % - 0,5 %, v květnu i červnu to bylo sotva 0,1 % m/m. K tomu určitě přispívá vnější prostředí: dovozní ceny spotřebitelského zboží v každém z prvních 4 měsíců jen klesaly, reflektující neinflační Eurozónu. Vzhledem k úzké vazbě ČR na Eurozónu a k tomu, jak se česká infla-

ce historicky neodchyluje od inflace v EMU, se nedá čekat, že by česká ekonomika potřebovala v nejbližším roce tolik zvýšení sazeb ČNB, kolik maluje poslední prognóza ČNB.

ČNB možná skutečně letos sazby zvedne. Ale vzhledem k vývoji inflace se zdá, že pokud se tak stane, bude to podobné jako s oslabením koruny na podzim 2013 - ne proto, že je to vysloveně nutné, ale proto, že ČNB chce.

**Martin Lobotka,**  
hlavní analytik  
Conseq Investment  
Management

(kurzy.cz, 18.7.2017)