



AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	2,97 %	USA	-0,27 %	USD/EUR	-0,67 %	Ropa Brent	6,69 %
Evropa – DJ Stoxx 600	3,94 %	Evropa	-0,37 %	CZK/USD	0,20 %	Zemní plyn	-0,07 %
Japonsko – Nikkei 225	2,94 %	ČR	-0,89 %	CZK/EUR	-0,45 %	Sil. elektřina	-1,35 %
MSCI Emer. Mark.	0,10 %	Polsko	-0,50 %	PLN/EUR	0,95 %	Zlato	-0,27 %
ČR – PX	2,70 %	Maďarsko	0,11 %	HUF/EUR	-0,03 %	Stříbro	-3,32 %
Polsko – WIG30	-0,77 %	Turecko*	-0,98 %	TRY/EUR	2,68 %	Měď	6,03 %
Maďarsko – BUX	-1,28 %	* BofA Merrill Lynch index					

## ÚNOR V KOSTCE

### KLÍČOVÉ UDÁLOSTI VE SVĚTĚ

- Celkový obrázek se v průběhu února ve srovnání s lednem příliš nezměnil. Nová makroekonomická data byla opět vesměs slabší, než analytici očekávali. Platí to pro USA, eurozónu, Čínu i Japonsko. Nicméně rizikovým aktivům v čele s akciemi se opět s minimální volatilitou dařilo dobře a globální akciový index připsal solidní zisk 2,5 %.
- Investoři pozitivně reagovali mimo jiné na náznaky, že by obchodní vyjednávání mezi USA a Čínou měla skončit relativně úspěšně. Zdrojem informací byl jako už tradičně především Twitter amerického prezidenta Trumpa.
- Podle aktuálního konsenzu společnosti FocusEconomics by mělo v letošním roce HDP světové ekonomiky vzrůst o rovná 3 %. Konsenzus se přitom v posledních měsících pravidelně posouvá dolů.
- Česká národní banka v souladu s očekáváním investorů ponechala 7. února na svém zasedání základní úrokovou sazbu – dvoutýdenní reposazbu – beze změny na úrovni 1,75 %. Pět členů bankovní rady hlasovalo pro ponechání sazeb na stávající úrovni a dva členové pro zvýšení sazeb. ČNB svým rozhodnutím i doprovodným komentářem navázala na ECB a Fed z ledna, když snížila prognózu růstu české ekonomiky a akcentovala externí rizika. Další rozhodování ČNB proto bude silně závislé na nově přichozích makroekonomických datech z domácí ekonomiky i ze zahraničí.
- Podle dat Českého statistického úřadu se české ekonomice v posledním loňském čtvrtletí dařilo nad očekávání dobře. HDP vzrostl o 0,9 % mezikvartálně a 2,8 % meziročně. Růst tuzemské ekonomiky byl tažen zejména spotřebou domácností a zrychlením investic před koncem roku. Za celý rok 2018 růst HDP činil rovná 3 %. Pokud vezmeme v potaz jasně patrné zpomalení v eurozóně, a dokonce mezikvartální stagnaci Německa, český růst je skutečně stále velice slušný. I tak je to ovšem ve srovnání s rokem 2017 zpomalení, které bude velice pravděpodobně pokračovat i v roce letošním.

### VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

- Pokračování příznivého sentimentu na trzích rizikových aktiv se tentokrát paradoxně projevilo v mírném posílení dolaru. Dolarový index DXY, jenž měří výkonnost dolaru vůči koši hlavních světových měn, posílil o 0,6 %. Vůči euru dolar posílil o 0,7 % na úroveň 1,137 dolaru za euro.
- Koruna posílila vůči euru 0,5 % na úroveň 25,60 CZK/EUR a vůči dolaru nepatrně oslabila o 0,2 % na úroveň 22,43 CZK/USD.
- Globální akciové trhy pokračovaly v růstu, byť mírnějším než v lednu, když index MSCI All Country World posílil o 2,5 %. Z regionálního pohledu se dařilo akciovým trhům rozvinutých zemí (MSCI World +2,8 %), naopak akciové trhy rozvíjejících se zemí byly prakticky stabilní (MSCI Emerging Markets +0,1 %).
- Z konkrétních zemí se nejvíce dařilo akciím v Rumunsku (BET +10,4 %), Francii (CAC 40 +5,0 %) a Itálii (FTSE MIB +4,7 %). Naopak ztrátu zaznamenaly akcie v Latinské Americe (MSCI Latin America -4,3 %) a Rusku (RTSI -2,2 %).
- Index pražské burzy PX připsal zisk 2,7 % a měsíc zakončil na úrovni 1 072 bodů.
- České státní dluhopisy tentokrát zaznamenaly ztrátu, když dle indexu českých státních dluhopisů Bloomberg Barclays v průměru odepsaly ze své hodnoty 0,9 %. Výnos do doby splatnosti státního dluhopisu s krátkou dvouletou splatností vzrostl o 0,08 % na 1,87 % a výnos do doby splatnosti státního dluhopisu s dlouhou desetiletou splatností vzrostl o 0,12 % na úroveň 1,96 %. Česká výnosová křivka tak nadále zůstala velmi plochá.
- V našem regionu se příliš nedařilo ani vládním dluhopisům dalších zemí. Polské vládní dluhopisy odepsaly 0,5 %, maďarské vládní dluhopisy přidaly zanedbatelných 0,1 % a turecké státní dluhopisy po silném růstu z předchozích měsíců odepsaly rovné 1 %.

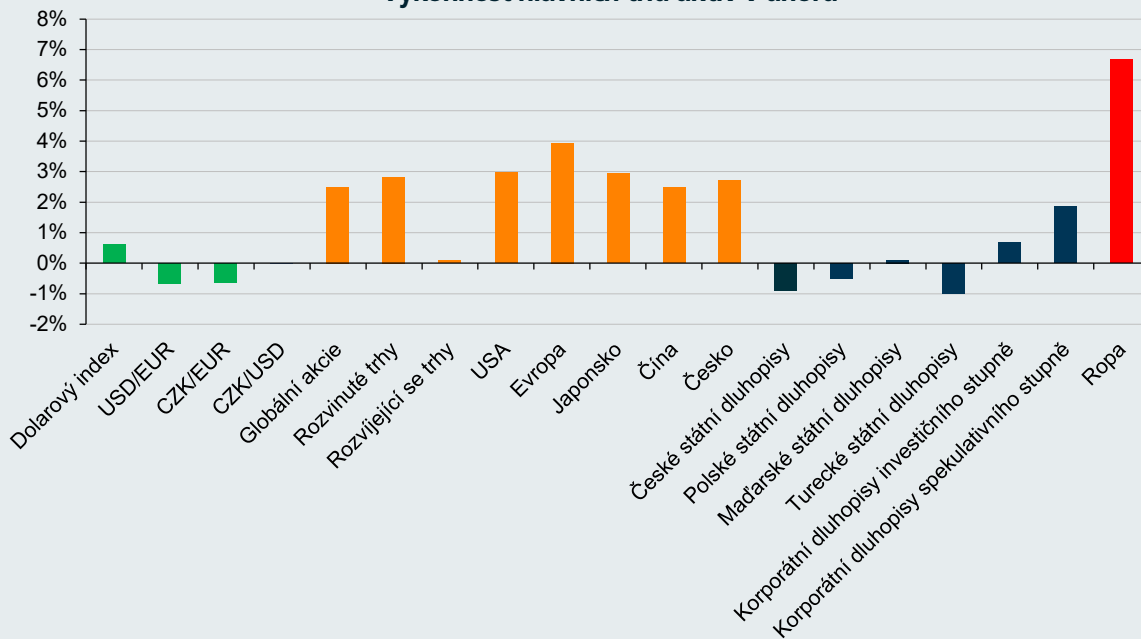


ÚNOR V KOSTCE

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

- Korporátním dluhopisům se ovšem stále vedlo velmi dobře. Eurový index korporátních dluhopisů investičního stupně posílil o 0,7 % a eurový index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně (high-yield) o 1,9 %.
- Cena ropy Brent pokračovala v růstu, tentokrát o 6,7 % na úroveň 66 dolarů za barel.

Výkonnost hlavních tříd aktiv v únoru



Výkonnost hlavních tříd aktiv od začátku roku



Zdroj: Bloomberg



## ÚNOR V KOSTCE

### CO JSME DĚLALI V NAŠICH INVESTIČNÍCH PORTFOLIÍCH?

- V rámci asset alokace investičních portfolií jsme v průběhu února žádné významné investiční akce neprováděli. Celkově máme v rámci asset alokace investičních portfolií vůči srovnávacím indexům (benchmarkům) i nadále neutrální váhu v akciích, podvážení v dluhopisech a naopak nadvážení v alternativních investicích a hotovosti.
- U českých vládních dluhopisů i nadále udržujeme defenzivní nastavení u úrokového rizika prostřednictvím podprůměrné durace.

	akcie	dluhopisy	alternativy	hotovost
ASSET ALOKACE	=	-	+	+
	neutrál	podvážení	nadvážení	nadvážení

### JAKÝ JE NAŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

- Naše očekávání pro rok 2019 jsou v rámci našeho základního scénáře očekávaného budoucího vývoje opatrně pozitivní.
- Světová ekonomika dosáhla v rámci aktuálního hospodářského cyklu vrcholu na konci roku 2017. Od začátku roku 2018 mírně zpomaluje a toto postupné ochlazování růstu aktuálně pokračuje, když bylo v průběhu ledna a února potvrzeno novými makroekonomickými daty ze všech klíčových ekonomik. Je tak velice pravděpodobné, že mírné zpomalování bude v příštím období dále pokračovat.
- Aktuální konsenzus společnosti FocusEconomics přitom odhaduje růst světové ekonomiky za celý rok 2019 na úrovni solidních 3,0 %. Globální hospodářskou recesi tak momentálně ekonomický konsenzus rozhodně neočekává. Hlavními tahouny globálního růstu budou i nadále rozvíjející se ekonomiky v Asii v čele s Čínou a Indií.
- Inflační vývoj pro globální finanční trhy stále nepředstavuje žádný problém. Ve vyspělých zemích by se měla inflace i v letošním roce pohybovat kolem 2% inflačních cílů centrálních bank.
- Co se týče klíčových centrálních bank, americký Fed i Evropská centrální banka uznaly realitu slabšího růstu. Fed si nyní bude dávat ve zvyšování úrokových sazeb pauzu a ECB pravděpodobně nebude zvedat sazby dříve než v roce 2020. Japonská centrální banka bude i nadále udržovat nulové sazby a nákupy vládních dluhopisů po ještě velice dlouhou dobu, neboť míra inflace se v Japonsku stále pohybuje velice hluboko pod 2% inflačním cílem.
- Co se globálního akciového výhledu týče, domníváme se, že po silném růstu od začátku roku je prostor pro další výrazný růst do značné míry omezen. V následujících měsících proto očekáváme tržní konsolidaci kolem stávajících úrovní, případně menší korekci. Tento názor podporují tři fundamentální faktory. Zaprvé, makroekonomický obrázek se proti konci loňského roku, kdy trhy prošly rapidními poklesy, vůbec nezměnil. Světová ekonomika dále mírně zpomaluje a patrné je to zejména v eurozóně a Číně. Zadruhé, z historického srovnání jsou valuace jako P/E, P/B či P/S přibližně na úrovních historických průměrů, což značí neutrální, respektive férové akciové ocenění. Akcie tak nejsou ani vyloženě levné, ani vyloženě drahé. A zatřetí, globální dynamika korporátních zisků prudce zpomaluje. Zatímco v druhé polovině loňského roku se pohybovala enormně vysoko, kolem 25 %, dle aktuálních dat dynamika zpomalila ke 14 % a zpomalovat bude velice pravděpodobně i nadále. Celkově proto máme na globální akcie neutrální názor.
- Z hlediska regionální akciové alokace stále silně preferujeme rozvíjející se trhy (emerging markets) oproti trhům rozvinutým (developed markets) zejména na základě 1) příznivějších valuací, 2) výrazně vyšší dynamiky HDP, 3) vyššího očekávaného tempa růstu korporátních zisků a 4) výrazně horší výkonnosti za poslední rok, když rozdíl činí 11 % ve prospěch rozvinutých trhů.
- Na trh českých státních dluhopisů máme i nadále poměrně opatrný výhled, neboť výnosy do doby splatnosti jsou z historického srovnání stále poměrně hodně nízké, byť již o poznání výše oproti historickým minimům dosaženým před dvěma lety. Pozitivním faktorem, který bereme také v úvahu, je velmi vysoký rozdíl mezi výnosy českých a německých státních dluhopisů. Tento faktor hovoří ve prospěch českých bondů.
- Co se týče korporátních dluhopisů investičního i neinvestičního stupně, domníváme se, že po výrazném cenovém růstu z let předcházejících roku 2018 již pravděpodobně mají to nejlepší za sebou, a to i přes mírný pokles v loňském roce. Klíčový indikátor atraktivity korporátních dluhopisů, kreditní marže, se totiž, přes určitý růst v loňském roce stále pohybují poměrně blízko historických minim.
- V každém případě musíme i nadále počítat se zvýšenou krátkodobou volatilitou neboli kolísavostí tržních cen všech rizikových aktiv v čele s akciemi.
- Mezi aktuální klíčová rizika našeho opatrně pozitivního základního scénáře očekávaného vývoje globálních finančních trhů patří 1) rychlejší než aktuálně očekávané postupné zpomalování globální ekonomiky, 2) zásadní vyostření situace v mezinárodním obchodě ve vztahu mezi USA a Čínou, případně EU, 3) rychlejší než aktuálně očekávané zpomalování čínské ekonomiky, 4) brexit a 5) vývoj v Itálii – prohloubení ekonomické recese, vývoj státního rozpočtu a korespondující dynamiky státní zadluženosti.



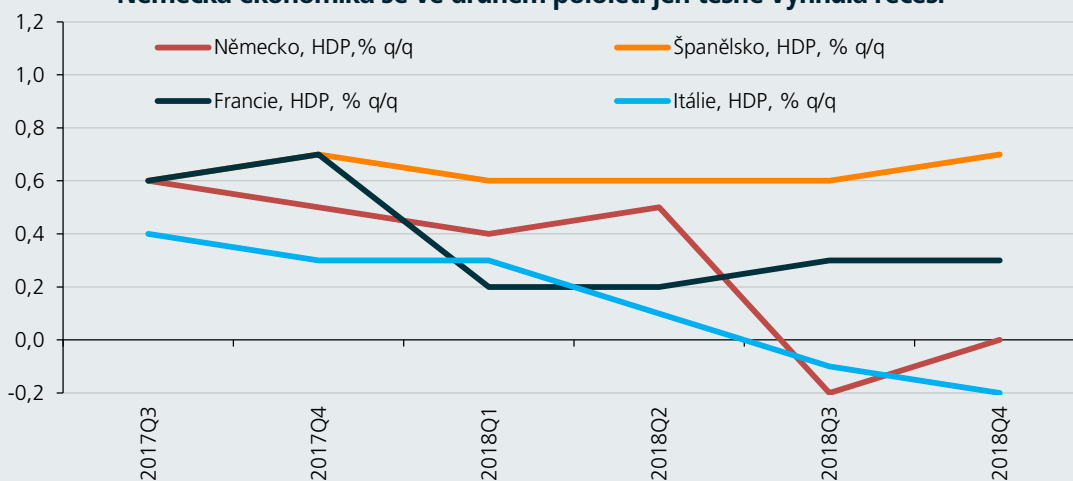
## HLAVNÍ UDÁLOSTI

## EMU

**Evropská měnová unie ani v prvním čtvrtletí 2019 růstově moc oproti slabému druhému pololetí minulého roku moc nepřidala. Inflace se nikam nehýbe, ECB přiznává, ač neochotně a pomalu, že se mýlila.**

I druhý odhad růstu HDP Evropské měnové unie (EMU) za 4. čtvrtletí potvrdil, že růst ve druhé polovině roku 2018 byl slabý. Ve čtvrtém čtvrtletí přidala ekonomika eurozóny totiž jen 0,2 % q/q, tj. stejně jako ve čtvrtletí předtím. Jak rostla Francie (tj. o 0,3 % q/q), Španělsko (+0,7 % q/q) i Itálie (-0,2 % q/q), jsme již věděli předešlý měsíc. To, co jsme v té době ještě nevěděli, byl růst Německa. Německo se ve čtvrtém čtvrtletí jen těsně vyhnulo recesi – po poklesu o 0,2 % q/q ve 3Q18 totiž ve 4Q18 německá ekonomika jen stagnovala. I když kvartální slabost byla primárně kvůli zásobám, které ubraly čtvrtletnímu růstu 0,6 p. b., síla domácí poptávky nebyla nijak oslnivá (její příspěvek k růstu byl slabší než v letech 2016–2017). Čistý export sice růstu nic neubral (na rozdíl od skoro procentního negativního příspěvku ve třetím čtvrtletí), ale ani mu nic nepřidal.

## Německá ekonomika se ve druhém pololetí jen těsně vyhnula recesi



Zdroj: Eurostat

Jakkoliv bychom chtěli nahlížet na výrazně negativní příspěvek zásob ve 4Q18 jako na potenciál urychlení růstu v dalších čtvrtletích, předstihové indikátory nic takového nenaznačují. Minimálně v průmyslu ne. Nejenže se v rámci celé EMU **index nákupních manažerů (PMI) znovu zhoršil a dosáhl 49,3 bodu**, ale ani poklesy nových objednávek na šestileté minimum nenaznačují, že by se produkce (jakožto druhá klíčová složka indexu) měla v dalších měsících zlepšit. V Německu index poklesl nejnižší za 74 měsíců, v Itálii za rovných 6 let. Španělský průmysl se poprvé od listopadu 2013 dostal do kontrakce (PMI spadl pod hranici 50 bodů). Negativní obrázek potvrdil i index IFO, který ve složce hodnocení stávající ekonomické situace poklesl nejnižší za 2 roky, a ve složce očekávání dokonce nejnižší od konce roku 2011. Takový pesimismus je kvůli sebenaplňujícímu charakteru pro nejbližší měsíce negativní, zejména s ohledem na investice podniků a na najímání pracovníků/růst jejich mezd.

**V sektoru služeb vypadá situace o něco lépe.** V únoru se index zlepšil z lednových 51,2 bodu na 52,3 bodu, a to primárně kvůli zlepšení ve Francii (asi odeznění protestů žlutých vest). Prozatím se tak zdá, že sektor služeb dobře odolává průmyslové slabosti.

Z dalších dat nepřekvapilo nic. **Maloobchodní tržby** přidaly v prosinci pouze 0,8 % r/r, průměrné tempo růstu v posledních 3 měsících minulého roku tak bylo jen 1,7 %. To zdaleka není na úrovních, které by měly způsobit inflaci. Není proto překvapením, že celková inflace se dle prvních dat v únoru opět nikam nehnula. **Celková inflace** sice vzrostla o 0,1 p. b. na 1,5 %, ale u jádrové složky inflace jsme viděli obligátní jedno procento, což znamená, že se jádrová inflace z pásma 0,8–1,1 % nedostala již od září 2017. A nevypadá to, že by se to mělo rychle otočit směrem k cíli ECB („poblíž, ale pod 2 %“). Nezaměstnanost sice zůstala v lednu lehce pod 8 % (7,8 %), tj. nejnižší od krize, ale tempo zlepšování trhu práce, měřené meziročním poklesem míry nezaměstnanosti, které ještě v srpnu minulého roku dosahovalo 1 p. b. meziročně, zpomalilo na 0,7 p. b. Drtivá většina zlepšení trhu práce EMU pak jde na vrub vývoje ve Španělsku, kde nezaměstnanost atakuje 14 %; v takové Francii se v posledním roce míra nezaměstnanosti snížila jen marginálně (z 9,1 % v lednu 2018 na 8,8 % v lednu 2019). Nezaměstnanost za celou eurozónu tak je stále minimálně 2 p. b. od hranice, kde by mohl trh práce začít generovat inflační tlaky. A tempem, kterým se teď trh práce zlepšuje, se tam nedostane dřív než za tři roky.



HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

ECB během února nezasedala, zveřejněn však byl zápis z lednového zasedání. Z něj bylo evidentní, že ECB od prosincového zasedání, kdy ukončila kvantitativní uvolňování, do lednového zasedání, z něhož je poslední zápis, ztratila dost optimizmu. Přiznala, že pozorované zpomalení je hlubší, širší a že trvá déle, než očekávala, a její hlavní ekonom Praet řekl, že nyní se „již dá tvrdit, že se rizika posunula směrem dolů“. Celý zápis vyzněl dost negativně a čtenář se nemohl ubránit dojmu, že jediným důvodem, proč nedošlo k výraznějšímu přehodnocení výhledu, bylo to, že jen pár týdnů předtím centrální banka ukončila odkupy aktiv. S nejbližší prognózou však ECB určitě výhled přehodnotí, a zcela vyloučí letošní utažení měnových podmínek skrze růst sazeb.

USA

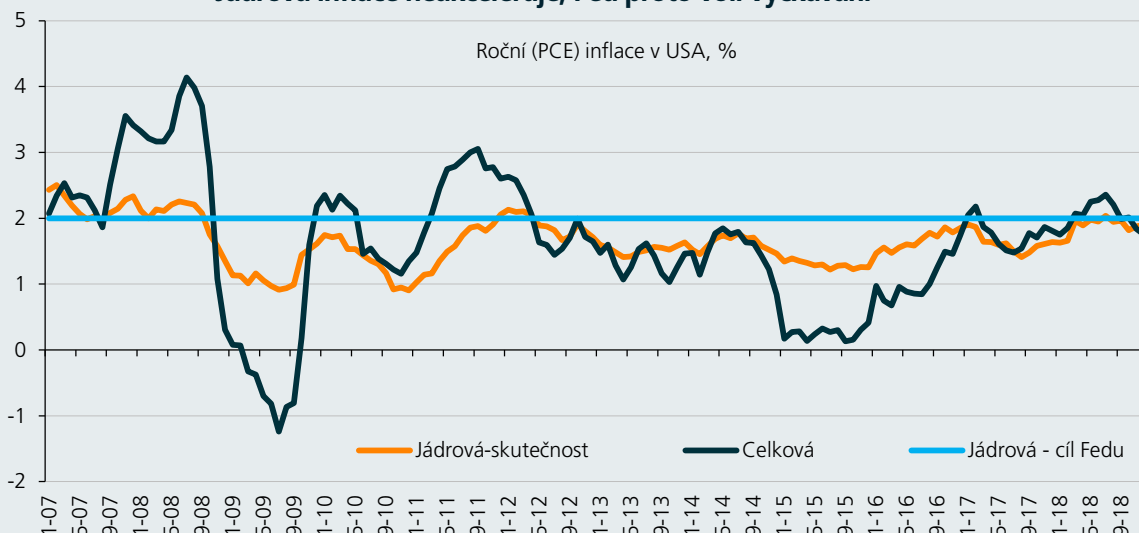
Americká ekonomika nadále solidně roste, inflace je stabilizovaná a Fed je ve vyčkávacím modu.

Americká ekonomika vzrostla dle prvního odhadu ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku o 2,6 % (q/q, anualizovaně). Nejvýrazněji se na růstu podílely, jak je obvyklé, osobní spotřebitelské výdaje (+1,9 p. b.) a fixní investice (0,8 p. b.), u obou se však oproti 2. i 3. čtvrtletí roku 2018 jednalo o zpomalení. Kvalitativně se tak obrázek americké ekonomiky nijak nelišil od zbyvajících čtvrtletí minulého roku. Za celý rok tak ekonomický růst jen o 0,1 p. b. zaostal za tříprocentním cílem prezidenta Trumpa z volební kampaně.

Vzhledem k tomu, že během února došlo k dohodě mezi republikány a demokraty ohledně dalšího financování fungování federální vlády, pomalu se rozjelo i zveřejňování pravidelných dat. Data o maloobchodních tržbách nebo o objednávkách zboží dlouhodobé spotřeby jsou však stále k dispozici pouze za prosinec 2018, což vzhledem k faktu, že už jsou k dispozici informace o růstu celé ekonomiky, není tak zajímavé. Nová data – za leden 2019 – tak jsou k dispozici jen za průmysl. **Průmyslová produkce** v lednu 2019 poklesla o 0,6 % m/m, prosinec byl také revidován směrem dolů, a to z +0,3 % na +0,1 m/m. U zpracovatelské složky průmyslu byl vývoj kvalitativně stejný, kvantitativně však horší: pokles byl o 0,9 % m/m. To však bylo hlavně v důsledku nahoru revidovaného tempa za prosinec 2018, kdy zpracovatelský průmysl přidal 0,8 %. Vzhledem k tomu, jak vypadá situace v evropském průmyslu, je tak vývoj na opačné straně Atlantiku vcelku překvapivý – a pozitivní.

**Trh práce je stále velmi dobrý.** V lednu 2019 vytvořil skoro 300 tisíc soukromých pracovních míst, za poslední tři měsíce pak v soukromém sektoru celkem 635 tisíc pracovních míst, což je kvartální číslo neviděné od konce roku 2015. **Oficiální míra nezaměstnanosti** sice vzrostla na 4 %, ale to jenom jako důsledek další pozitivní zprávy, a to růstu míry participace na nejvyšší hodnotu (63,1 %) od září 2013. **První žádosti o podporu v nezaměstnanosti pohybující se nadále na úrovni 220 tisíc/týdně** jsou nejnižší nejméně od roku 1970 (což je období, za které máme k dispozici data). Dobrý vývoj trhu práce se projevuje ve mzdách – reálné mzdy vzrostly v prosinci 2018 nejrychleji (1,3 % r/r) od léta 2016, nominální růst zůstal mírně nad 3 %.

Jádrová inflace neakceleruje, Fed proto volí vyčkávání





HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

**Jádrová PCE inflace** v prosinci 2018 zůstala na listopadové hodnotě 1,9 %, což je hodnota o 0,1 p. b. vyšší než v říjnu, a tudíž druhá nejnižší hodnota od února 2018. Celková inflace klesla nejnižší od října 2017, dosáhla 1,75 %, a to vlivem dozvuků nižších cen ropy. Zdá se tedy, že inflace je stabilizovaná, že se na ní ani pokrizově nejrychlejší růst mezd, ani (dle shora popsanych kritérií) za dlouhou dobu nejutaženější trh práce příliš nepodepisují.

**Fed v únoru 2019 nezasedal, nejbližší zasedání bude až v druhé půlce března.** Během února byl zveřejněn zápis z lednového zasedání, ze kterého bylo jasné, že si členové FOMC myslí, že pauzou v utahování, kterou si Fed v lednu vybral, nic neriskují. Důvodů, proč by se Fed nyní měl na ekonomiku jen koukat, bylo zmíněno více: nerostoucí jádrová inflace, turbulence na trzích, nutnost vidět efekt minulého utahování na ekonomiku atp.

CEE3

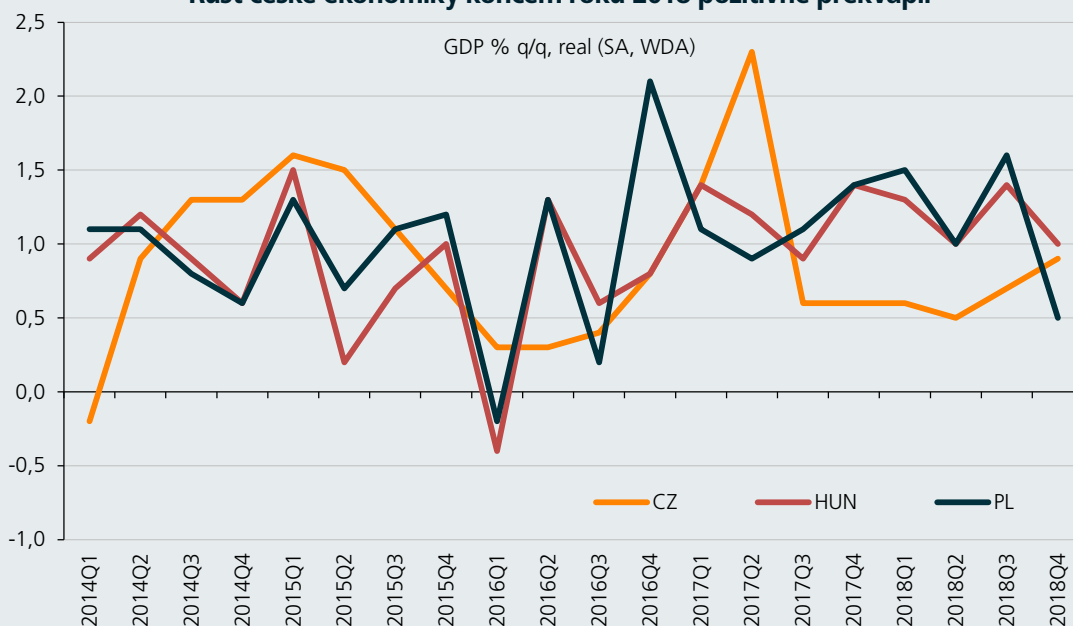
ČR

**Česká ekonomika dále roste, a to i navzdory zpomalení v Německu. Inflace je stále způsobována převážně sektorem bydlení.**

**Česká ekonomika rostla koncem roku 2018 překvapivě rychle.** Ačkoliv proti prvnímu odhadu byl růst o 0,1 p. b. snížen, tempo 0,9 % q/q bylo nejenom nad očekávání silné, ale rychlejší, poprvé za 7 kvartálů, než růst třeba v Polsku, a jen o desetinu p. b. pomalejší než růst v Maďarsku. Struktura však už byla mnohem méně optimistická. Všechny komponenty domácí poptávky výrazně zpomalily. Poptávka domácností rostla nejslabším tempem (0,2 % q/q) od posledního čtvrtletí 2013, poptávka vlády a firem (tj. fixní investice) dokonce oproti 3. čtvrtletí poklesly. Tím, co stálo za silným růstem, tak byl čistý export.

To mohlo být pro někoho trochu překvapivé zjištění, protože **jádrové maloobchodní tržby si ve 4Q18 vedly velmi dobře** – v posledním čtvrtletí minulého roku přidaly 2,5 % q/q (v prosinci samotném pak 0,2 % m/m). Problémem však byla slabost v sektorech potravin, paliv a aut (posledně zmiňovaná kategorie zaznamenala v prosinci meziroční pokles o 5,3 % r/r, což bylo nejslabší číslo od konce roku 2012). Naopak **průmyslová produkce ve 4Q18 moc nerostla**: její kvartální růst o 0,3 % nebyl ničím extra, i když ještě stále to byl alespoň růst.

Růst české ekonomiky koncem roku 2018 pozitivně překvapil



Zdroj: Markit





## HLAVNÍ UDÁLOSTI

## ČR

Vzhledem k předstihovým indikátorům nelze očekávat, že by export měl být tahounem růstu i v první polovině roku 2019. To indikuje poměrně jasně třeba **výrobní index nákupních manažerů**, který se v únoru dále snížil na 48,6 bodu, což je nejnižší hodnota za 6 let. Nové objednávky dokonce klesly nejnižší od října 2012, což pro další měsíce nevěští nic dobrého. Nebylo to přitom jen u PMI. I dle zjišťování ČSÚ se však pesimismus prohloubil, alespoň v některých sektorech. V únoru se třeba důvěra v obchodě snížila na nejnižší úroveň od listopadu 2014. **Spotřeba domácností** sice stále zůstává z historického hlediska vysoko, ale je nejnižší od léta 2017.

**Spotřebitelská (měnověpolitická) inflace v lednu dále vzrostla. Celková inflace poskočila o 0,5 p. b. na 2,4 %, poptávková inflace na 3 %.** To by mohlo na první pohled vyvolat očekávání, že ČNB okamžitě přikročí k utážení měnové politiky, protože poptávkové tlaky se vymknuly kontrole. Při bližším pohledu se však ukáže, že jediným faktorem, který za růstem cen v lednu stál, byl jako obvykle segment bydlení. Nejenže pokračoval růst cen nemovitostí a ČSÚ opět, jako každý rok, zvýšil jak váhu sektoru bydlení ve spotřebitelském koši, tak váhu cen nových nemovitostí v subindexu imputovaného nájemného, ale rostly i ceny služeb spojených s bydlením. Bez sektoru bydlení by inflace v lednu 2019 dosáhla pouze 1,3 % a i z toho by 0,3 p. b. bylo v důsledku růstu cen alkoholu a cigaret, což je důsledek daní. Poptávkové tlaky tak zcela určitě široké nejsou.

**ČNB na svém zasedání v únoru ponechala sazby beze změny, pro jejich růst se vyslovili jen dva členové BR ČNB, A. Michl a V. Benda.** ČNB se však vzhledem ke slabším datům z Německa a vzhledem k rizikům (brexit) rozhodla raději vyčkávat. Vzhledem k výraznému poklesu objemu nových hypoték počátkem letošního roku a vzhledem ke slábnoucímu průmyslu se dá čekat, že ČNB bude nejméně do května, kdy bude zveřejněna nová prognóza, s dalším růstem sazeb vyčkávat.

## POLSKO

**Polská ekonomika dále roste, a to díky tomu, že průmysl i maloobchod navzdory zpomalování v Německu pokračují v expanzi. Centrální banka se vzhledem k nízké inflaci do žádného utahování měnové politiky nežene.**

Ekonomika dle zpřesněných dat vzrostla v posledním čtvrtletí minulého roku o 4,6 %, za celý rok tak tempem 5 %. Mezičtvrtletní růst dosáhl 0,5 %. Hlavním motorem meziročního růstu byla v posledním čtvrtletí opět domácí poptávka, která vzrostla o 4,8 % r/r. To bylo sice pomalejší tempo než to, které domácí poptávka zaznamenala ve třetím čtvrtletí (6,2 %), ale určitě to nebylo tempo slabé. Soukromá spotřeba vzrostla o 4,3 %, což celkovému růstu přidalo 2,2 p. b., poptávka vlády pak růstu přidala 0,8 p. b. Výrazně však zvolnily fixní investice, ovšem z velmi vysokých temp: zatímco růst ve 3Q18 byl bezmála 10 % r/r, ve 4Q18 to bylo 6,7 %. Nakonec růstu přispěly i čisté vývozy, byť jenom velmi málo (0,2 p. b.).

Měsíční data zveřejněná během února byla dobrá. **Průmyslová produkce** se navzdory slabému Německu nadále celkem drží. V lednu vzrostla o 1,7 % m/m, což v meziročním vyjádření znamenalo růst o 6,1 %, tj. růst tempem shodným s tím, kterým průmysl rostl v roce 2018. Nepotvrdilo se tak další zpomalení měsíční dynamiky, které naznačovala data za listopad a prosinec (+0,1 % m/m a -0,2 % m/m). Vzhledem k vývoji indexu nákupních manažerů (PMI), jenž v listopadu dosáhl 48,2 a v prosinci i v lednu shodně 47,6 bodu (tj. nejnižší za skoro 6 let), se však dá čekat, že slabost průmyslové produkce se v dalších měsících prohloubí. Index nových objednávek je nyní nejnižší za více než devět a půl roku.

**Maloobchodní tržby rostly i počátkem roku 2019 solidně. V lednu** přidaly v reálném vyjádření 6,6 %, což bylo nad prosincovým (nahoru revidovaným) tempem růstu o 4,7 % a jenom lehce pod tempem růstu tržeb v minulém roce (7,6 %). Fundamenty podporující poptávku domácností jsou přitom nadále silné.

**Mzdy rostou velmi dobře** (v lednu nominálně +7,5 % r/r) a velmi dobrý je i trh práce. **Míra nezaměstnanosti** v lednu dosáhla 6,1 %, po očištění o efekt sezonnosti pak dokonce klesla na nové historické minimum 5,6 %. Ani do dalších měsíců tak není vidět důvod, proč by poptávka domácností neměla rychle růst. Je sice pravda, že došlo k poklesu optimismu domácností, fundamenty podepírající koupěschopnost domácností jsou však nadále velmi silné. V roce 2019 tak sice tempo růstu maloobchodu zpomalí, ale mělo by dosáhnout úrovně 4,5 %.

**Inflace je i přes stále silný růst a výtečný trh práce nadále abnormálně nízko.** V lednu dosáhla jen 0,9 %, což bylo ve srovnání s koncem minulého roku tempo o 0,2 p. b. nižší. Údaje o jádrové inflaci za leden zatím nemáme, ale nedá se čekat, že by se z extra nízkých hodnot v prosinci 2018 (0,6 %) někam odpoutala.



## HLAVNÍ UDÁLOSTI

## POLSKO

**Měnový výbor centrální banky (MPC) na svém únorovém zasedání ponechal dle očekávání sazby beze změny na 1,5 %**, kde se nacházejí od března 2015. Nic nového jsme se nedozvěděli, a to ani z prohlášení, ani z tiskové konference – v obou bylo zmíněno jen již dávno známé, tj. že inflace je pod kontrolou i navzdory silnému růstu, a že žádná změna nastavení měnové politiky v dohledné době nebude.

## MAĎARSKO

**Rostoucí poptávkové tlaky posunuly centrální banku jestřábím směrem, k utažení politiky se však zatím nedostala. Ekonomika pokračuje v solidním růstu, mzdy rostou a průmysl si ze zpomalení v Německu těžkou hlavu nedělá.**

**Růst maďarské ekonomiky ve 4Q18 dosáhl 5,1 % r/r**, tj. stejné tempo jako ve 3Q18. Růst za celý minulý rok tak dosáhl jako v Polsku 5 %. Podobně jako po celý minulý rok se na meziročním růstu v posledním čtvrtletí podílela hlavně domácí poptávka. Příspěvek hrubé tvorby fixního kapitálu dosáhl 4 p. b., příspěvek poptávky domácností pak 2,4 p. b. Negativním faktorem růstu byl i v posledním čtvrtletí minulého roku čistý export (-1,7 p. b.).

**Poptávka domácností byla i koncem 4. čtvrtletí silná, ale její růst přece jenom zpomalil. Maloobchodní tržby** totiž v prosinci přidaly (o rozdílný počet pracovních dní očištěných) 4,8 % r/r, což bylo (o něco) pomalejší tempo, než které jsme viděli v celém roce 2018. Fundamenty podporující spotřebu domácností však, podobně jako jinde v regionu, zůstávají silné. Zaprvé **nezaměstnanost** za listopad 2018 až leden 2019 (3,7 %) je jenom nepatrně nad historickým minimem z konce první poloviny roku (3,6 %). Trh práce tak tedy nadále zůstává výrazně pod přirozenou mírou nezaměstnanosti. Tento vývoj (a vládní zásahy v oblasti minimální a zaručené mzdy z ledna letošního roku) se pak stále odráží v setrvalém vysokém meziročním růstu mezd, který v prosinci opět, jako každý měsíc minulého roku, přesáhl 10 %. Od ledna 2019 vláda opět zvýšila zaručenou i minimální mzdu, rychlý meziroční **růst mezd** tak bude pokračovat i v roce 2019.

**Průmyslová produkce** reflektuje vývoj indexu PMI, který jako jediný v regionu koncem minulého roku nepoklesl. Listopadových 53,5 bodu i prosincových 54,2 bodu totiž věstilo, že maďarský průmysl si překvapivě vede v rámci regionu nejlépe. Růst v prosinci o 5,7 % r/r, což bylo nejrychlejší tempo od ledna 2018, to pak potvrdil. Maďarský index nákupních manažerů pak dále rostl i v lednu a v únoru letošního roku – v lednu dosáhl 54,7, v únoru dokonce 55,7 bodu. Ačkoliv je potřeba mít na paměti, že maďarský index je nejvolatilnějším v regionu a že má nejvolnější vazbu na skutečnou budoucí průmyslovou produkci, jeho kontinuální zlepšování v posledních 5 měsících potvrzené skutečnými čísly za průmyslovou produkci dává jistou naději, že maďarský průmysl se od toho německého dokázal odpojit.

**Celková inflace** zůstala v lednu 2019 na prosincové úrovni 2,7 %. Mnohem důležitější však je, že se poprvé od listopadu 2008 na hranici 3 %, což je cíl maďarské centrální banky, dostala i jádrová inflace. Vzhledem k jejímu rychlému růstu (ještě před rokem byla jádrová inflace na úrovni 1,7 %) by šlo čekat, že maďarská centrální banka přistoupí brzy k utažení měnové politiky.

**Maďarská centrální banka (MNB) však přesto ponechala na svém prvním únorovém zasedání sazby beze změny (depozitní sazba na -0,15 %, hlavní sazba na +0,9 %)**. Zápis po zasedání jenom zopakoval, že MNB je připravena k normalizaci měnové politiky, ale že tato bude probíhat postupně a opatrně. Tempo zahájení utahování ani způsob, jakým bude prováděno, nebylo nijak specifikováno – MNB pouze řekla, že to bude „záviset na přicházejících údajích“.

## ROPA

Ropa (Brent) během února pokračovala v cenovém růstu, který zahájila v lednu. V první polovině měsíce tak překonala hranici 65 dolarů za barel, kde byla předtím naposledy v polovině listopadu, a měsíc uzavřela lehce nad touto hranicí, tj. zhruba o 4 dolary výš, než kde byla koncem ledna.



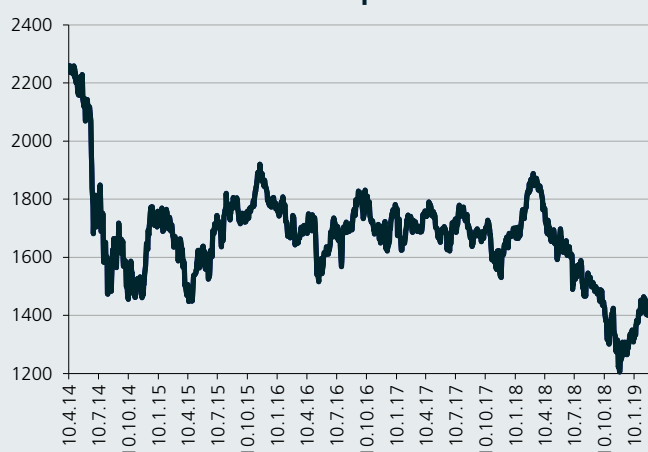


## AKCIOVÉ TRHY

MSCI Emerging Markets



CECE Composite



Vyspělé trhy po výrazně kladném lednu pokračovaly v dalším růstu. Investoři pozitivně reagovali mimo jiné na náznaky, že by obchodní vyjednávání mezi USA a Čínou měla skočit relativně úspěšně. Zároveň opomíjeli slabší makroekonomická data a zřejmě se soustředili již na druhou polovinu roku a možné hospodářské zlepšení. Americké akcie (index S&P 500) meziměsíčně vzrostly o +3 %. Zveřejněné výsledky hospodaření amerických společností za 4. čtvrtletí loňského roku v průměru vyzněly oproti očekávání analytiků lépe, a to jak na úrovni tržeb, tak na úrovni čistých zisků. Nejvyšší pozitivní překvapení zveřejnily společnosti ze sektorů spotřebitelského, technologického a průmyslu. Hospodářské výsledky evropských firem nedoručily výrazná překvapení, avšak také dokázaly alespoň mírně překonat očekávání. Především sektor utilit a spotřebitelský. Na konci měsíce tak evropské akcie, i přes nejistotu nevyřešeného brexitu, skončily výše o +3,9 % (index DJ STOXX 600).

MSCI World Index



Zdroj: Bloomberg

Vývoj středoevropských akciových trhů byl bez výraznějšího trendu. Vysoké zisky si po velice špatném prosinci, kdy došlo k oznámení zavedení několika sektorových daní, připsaly rumunské akcie (index BET +10,4 %). Hlavními tahouny byly se zisky převyšujícími 20 % banky BRD a Transilvania. Nejlikvidnější polský trh naopak ztrácel (index WIG30 -1,3 %). Velikou měrou se o to zasloužily komentáře politiků ohledně řešení otázek půjček denominovaných ve švýcarských francích nebo představení předvolebních rozhazovačných slibů. Český index PX si připsal 2,7 %. Vysoké zisky si připsaly akcie mediální skupiny CETV (+13,1 %), Erste Bank a Avast. Pozitivní vliv měla zřejmě, i přes strašáka v podobě možného uvalení sektorových daní, blížící se dividendová sezona.

Akcíím na rozvíjejících se trzích se v souhrnu tolik nedařilo, index MSCI Emerging Markets zůstal meziměsíčně prakticky beze změny (+0,1 % v USD). Hlavní pozornost se upínala, jak se již v posledních měsících stalo takřka pravidlem, na vývoj obchodních jednání mezi Spojenými státy a Čínou. Ke konečné dohodě sice stále nedošlo, zdá se však, že by nakonec obě strany mohly obchodní spory vyřešit (možná je i varianta úplného zrušení cel), na což čínské akcie reagovaly prudkým růstem a připsaly v únoru úctyhodných 14,61 % (index CSI 300). Všechny ostatní významné trhy oproti tomu odepisovaly malé ztráty (např. Indie, Brazílie, Jižní Korea či Mexiko) při absenci výraznějších kurzotvorných zpráv.



## DLUHOPISOVÉ TRHY

### USA A EMU

Vývoj na trzích státních dluhopisů byl ve Spojených státech v únoru poklidný. Celý měsíc dlouhé (desetileté) výnosy oscilovaly v úzkém pásmu mezi 2,6 % a 2,7 %, měsíc uzavíraly na horní hranici tohoto úzkého pásma. Na krátkém konci byl vývoj identický, oscilace probíhala v pásmu 2,45–2,55 %.

Na obligačních trzích eurozóny se toho také moc zajímavého nestalo. Německé dlouhé výnosy počátkem února vlivem slabých dat o inflaci i stagnujícího tempa ekonomického růstu poklesly až k úrovni 0,1 %, tj. na úroveň, kde nebyly od října 2016. Koncem měsíce sice lehce vyrostly, nedostaly se však o více než 2–3 b. b. nad úroveň z konce ledna. Zůstávají tak extrémně nízko. V Itálii byla volatilita přece jen o něco vyšší, desetileté výnosy v první dekádě minulého měsíce narostly až skoro na 3 %. Ve zbytku února však pak už jen pomalu klesaly, koncem měsíce se tak nacházely lehce pod 2,75 %.

### FIREMNÍ DLUHOPISE

Vývoj na kreditním trhu byl v únoru po úspěšném lednu znovu pozitivní. Dařilo se korporátním dluhopisům investičního i spekulativního stupně, jejich kreditní marže se viditelně a zhruba rovnoměrně snížily. Faktory, podporující tržní sentiment, přitom zůstávaly v zásadě stejné – obrat v rétorice Fedu, který indikoval možné zastavení, respektive zpomalení neutralizace měnové politiky a optimisticky se vyvíjející jednání mezi USA a Čínou o obchodní dohodu. Průměrná kreditní marže indexu EUR iBoxx Corporate IG za únor klesla o dalších 14 b. na 95 bodů, v případě indexu spekulativního stupně (EUR iBoxx HY) činil pokles výrazných 49 b. na 334 bodů. Kreditní marže dané CDS kontrakty klesly v podobném rozsahu.

### ČR

**Vývoj na české výnosové křivce byl i v únoru, podobně jako v lednu, zajímavější než v Německu. Krátké dluhopisy vyrostly výnosově o dalších 8 bazických bodů**, dostaly se tak na dohled 1,8 %, což je výnosově nejvyšší úroveň od října roku 2011. Tento vývoj byl v důsledku silných růstových i inflačních dat v ČR, která část trhu přesvědčila, že ČNB s utahováním měnové politiky ještě neskončila. V segmentu středních splatností byl vzestup požadovaných výnosů nejvyšší, cca o 20 b. b. Dlouhodobé dluhopisy (splatnost 10 let a více) relativně stabilnější – výnosy vzrostly mírněji (o cca 10 b. b.) i díky solidnímu zájmu zejména zahraničních investorů v primárních aukcích Ministerstva financí. Ten byl důsledkem atraktivně vnímané výnosové marže českých státních dluhopisů nad německé protějšky v prostředí solidního růstu, příznivého fiskálu a dle odhadů končícího cyklu zvyšování úrokových sazeb ČNB.

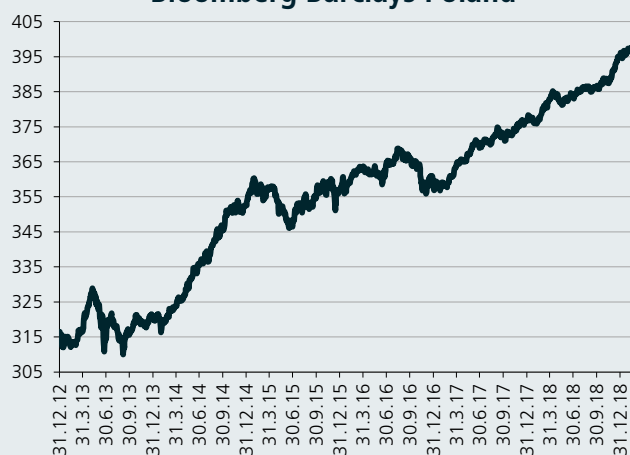
### POLSKO

Ceny **polských dluhopisů** po větší část února opět rostly (zejména v segmentu delších splatností), podporovány stabilním výhledem na úrokové sazby, nízkoinflačním prostředím a stále relativně atraktivní výnosovou marží nad bezrizikové německé vládní obligace. Koncem měsíce přišel ale rázný obrat, který celý trh otočil do výsledné měsíční ztráty – příčinou byl oznámený předvolební plán vládnoucí strany Právo a spravedlnost výrazně navýšit rozpočtové výdaje letos a příští rok, jež v prostředí postupně slabnoucího tempa růstu nutně povedou k nárůstu fiskálních deficitů. V úhrnu za únor se výnosová křivka posunula vzhůru o 10–20 b. b. a po předešlém zplošťování mírně zvýšila sklon.

Bloomberg Barclays Czech Index



Bloomberg Barclays Poland





## DLUHOPISOVÉ TRHY

### TURECKO

Turecká aktiva během února korigovala své cenové zisky ze začátku roku. Ekonomický obrázek zůstával beze změny a bez tržních překvapení – lednová inflace na úrovni 20 %, kam klesla z bezmála 25 % v posledním kvartálu 2018, výrazně snížená vnější nerovnováha (deficit běžného účtu platební bilance), stejně tak centrální banka nadále udržovala přísné nastavení měnové politiky (klíčové úrokové sazby na úrovni 24 %). Určitý negativní vliv sehrála nejistota spojená s blížícími se regionálními volbami (konec března) a také pokračující rozepře se Spojenými státy (ohledně Sýrie a pořízeného ruského protiraketového systému). Výnosová křivka po předešlém výrazném poklesu stoupla o cca 40–80 b. b., měnový kurz TRY vůči koši měn (EUR, USD; 1 : 1) za únor ztratil 2,5 %.

### MĚNY

**Během února se kurz eura vůči dolaru pohyboval v pásmu 1,13–1,14.** Na první pohled překvapivě se na vývoji kurzu nepodepsala ani pokračující slabá inflační a růstová data z EMU, která kontrastují se stále solidním vývojem americké ekonomiky. Dle nás je vysvětlením to, že trh reaguje – už několik let – primárně na změny, skutečné či očekávané, v nastavení měnové politiky. A data, která během února z obou ekonomik přišla, na očekávání prozatím mnoho nezměnila. Fed politiku letos utáhne už jen velmi mírně, ECB velmi pravděpodobně nijak.

**Kurz české koruny** proti euru během února nejdřív překonal hranici 25,80 a téměř dosáhl 25,90, ve druhé polovině měsíce však vlivem silných dat zamířil ke 25,60, kde měsíc zakončil.

**Polský zlotý** po zcela klidném prosinci i lednu, kdy kurz osciloval mezi 4,28 a 4,30, oslabil během února na úroveň 4,34, což bylo dáváno do souvislosti ani ne tak s domácím ekonomickým nebo inflačním vývojem (ten z hlediska očekávání nastavení měnové politiky nic nového nepřinesl), ale primárně se zhoršeným fiskálním výhledem (oznámení zamýšlené předvolební fiskální expanze).

Naopak v případě **maďarského forintu** se pozitivně promítl posun v očekávání vývoje měnové politiky, kdy tamní centrální banka potvrdila, že se připravuje na její zpřísnění. Kurz forintu sice nejprve oslabil zpátky k hranici 320, poté se ale začal posouvat na silnější úroveň, a koncem února dokonce atakoval hranici 315, kde nebyl od května 2018. Pokud centrální banka skutečně přistoupí k materiálnímu utahování měnové politiky, což by inflační vývoj naznačoval, apreciační tendence může v případě forintu dále pokračovat.

## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### DLUHOPISOVÝ TRH ČR

**Vývoj českého dluhopisového trhu bude i nadále ovlivňován dvojicí faktorů.** Zaprvé vývojem nastavení měnové politiky v eurozóně a v ČR. Vliv eurozóny je klíčový pro dlouhodobou tendenci vývoje výnosů dluhopisů – jinými slovy, dlouhodobý růst výnosů musí přijít zvenčí. Makroekonomická data z eurozóny za únor však definitivně na nulu snížila (ani předtím nepřilíš vysokou) pravděpodobnost, že ECB v letošním roce přistoupí ke zpřísnění úrokové komponenty měnověpolitických podmínek. To samozřejmě limituje/odsouvá scénář růstu německých výnosů, na který by, pokud by k němu došlo, nemohly české dluhopisy nereagovat. ECB sice asi nepřestane úplně mluvit o tom, že jednou sazby zvedne, zdá se však, že to bude nejdřív v roce 2020, a i tak bude utahování jenom pomalé. To na výraznější růst desetiletých německých výnosů než na 0,5 % v letošním roce pravděpodobně stačit nebude. U ČNB se také zdá, že pauza, kterou si ve své měnověpolitické utahovací kampani v prosinci vybrala, bude delší, než původně centrální banka i trh očekávaly.

**Druhým faktorem** je, jako po celý minulý rok, situace na devizovém trhu, konkrétně přetrvávající překoupenost české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž stále uložena právě v českých dluhopisech – koncem ledna 2019 drželi nerezidenti 34,8 % všech a 38,6 % korunových dluhopisů, což jsou i navzdory poklesu oproti prosinci 2018 stále velmi vysoké podíly. Jinými slovy, dluhopisy podobně jako koruna jsou velmi náchylné na zhoršení sentimentu. Navíc, a co vnímáme jako podstatné riziko pro domácí obligační trh, je hrozící negativní fiskální vývoj ve scénáři citelnějšího ochlazení ekonomického růstu. V důsledku dřívějšího navýšení mandatorních výdajů a optimistických makroekonomických předpokladů letošního vládního rozpočtu, se může schodek propadnout do výrazně hlubšího záporu než plánovaných 50 miliard, což by se projevilo v navýšení refinančních potřeb MF, a to ještě ve chvíli, kdy by zájem zahraničních investorů o domácí trh polevil.



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

**V Polsku se k růstu sazeb centrální banka v nejbližším roce, možná i v delším horizontu, zatím nechystá.** To limituje prostor pro růst výnosů tažený polskou měnovou politikou. V eurozóně to na růst sazeb také hned tak nevypadá. Polská riziková prémie v únoru překvapivě narostla (na 2,8 p. b. na deseti letech). Dle nás je tak zde v letošním roce prostor pro její snížení k hranici 2–2,2 p. b., zejména pokud by inflační vývoj v Polsku přetrvával a přinesl spekulace na možný pokles sazeb (což je vzhledem k tomu, že Německo zpomaluje, což se Polsko nakonec přece jenom nějak dotkne, a vzhledem k tomu, že polská inflace je hluboko pod cílem, dost dobře možné).

### DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Vývoj tureckých finančních aktiv – vládních dluhopisů a měnového kurzu TRY – se v letošním roce bude odvíjet od několika faktorů. Na domácí scéně půjde zejména o naplňování akčního programu vlády v hospodářské politice (zaměřeného primárně na boj s inflací, přísnou fiskální politiku či podporu bankovnímu sektoru), zaměřeného na rebalancování turecké ekonomiky, a také o to, zda centrální banka odolá politickému tlaku a bude držet dostatečně utaženou též politiku měnovou. V současnosti jsou její klíčové úrokové sazby na úrovni 24 %, inflace však zůstává zvýšená (nad 20 %) a bude klesat postupně. Naplňování kredibilní hospodářské a měnové politiky by mělo vést k dalšímu otvírání pozic stále citelně podvážených zahraničních investorů a příznivému cenovému vývoji tureckých aktiv. Důležité ale budou také externí faktory, zejména vývoj globální rizikové averze v souvislosti s vyhlídkami ekonomického růstu, měnové politiky Fedu či eskalace/uklidnění obchodních válek mezi USA a Čínou. V úhrnu zůstáváme poměrně optimističtí a věříme, že turecká aktiva během letošního roku dosáhnou atraktivního zhodnocení, tak jak to naznačil velmi úspěšný leden.

### MĚNY

Vzhledem k tomu, že vývoj kurzu přesně odpovídá našim dřívějším představám a že se nedomníváme, že by eurozóna jako celek měla spadnout do recese (tj. že nečekáme dramatický obrat v měnové politice ECB), neměníme ani náš výhled kurzu eura proti dolaru. Očekáváme tedy, že v nejbližších dvou čtvrtletích se kurz **eura proti dolaru** bude pohybovat kolem 1,14–1,15. Pro výrazně vyšší úroveň (= pro slabší dolar kolem 1,20) nenacházíme v současných ani v očekávaných diferenciálních měnových politikách na opačných stranách Atlantiku (což je primární faktor kurzu v posledním desetiletí) žádné odůvodnění. Fed s největší pravděpodobností bude v dalších čtvrtletích při utahování měnové politiky postupovat mnohem pomaleji, než tomu bylo doposud, ale to kurzu příliš nevdává, protože ECB se k utahování politiky také hned tak nedostane. Ztráta dynamiky růstu eurozóny a perzistentně nižší než očekávaná inflace naopak zvyšují pravděpodobnost, že sazby ECB zůstanou neměnné i v roce 2020. Proto pokud k nějakému pohybu od hranice 1,14–1,15 v dalších měsících dojde, čekali bychom, že bude směrem k silnějšímu dolaru.

Vývoj v posledních měsících stále potvrzuje, že **koruna** to s dalším posílením k hranici 25 korun za euro, respektive pod tuto hranici – což je to, co již delší dobu od ní čeká nejenom ČNB, ale i trh –, nebude mít nijak jednoduché. Korunu bude navíc v letošním roce utahování měnové politiky ČNB podporovat mnohem méně než v roce 2018. Jejím výraznějšímu posílení také bude nadále bránit tendence zahraničních investorů z koruny vystupovat hned, jak se naskytne příležitost. Tato tendence bude dle nás tím více patrná, čím blíže bude k hranici 25 korun – čím více koruna posílí, tím více bude mít tendenci se kvůli vybírání zisků vracet na slabší úroveň. Posílení koruny bude rovněž limitováno vysokým podílem zajištěných vývozu a zpomalováním průmyslu. Náš výhled tak je koruna setrvale a po většinu letošního roku znatelně nad 25 korunami za euro, přičemž výrazné oslabení může v případě vyostření situace na trzích přijít velmi lehce. Dlouhodobým trendem kvůli vyššímu růstu produktivity v ČR ve srovnání s EMU nadále zůstává posilování koruny, a to tempem zhruba 1,5–2 % ročně.

**U polského zlatého nadále očekáváme posílení.** Slabá inflace sice nedovolí centrální bance zvyšovat sazby, což limituje prostor pro jeho výraznější posílení, ale stávající úrokový diferenciál a solidní makro by měly trhy přesvědčit, že hodnoty nad 4,30 jsou příliš slabé. V nejbližších dvou čtvrtletích tak očekáváme návrat k úrovním 4,20. Rizikem je nicméně realizace expanzivních záměrů vládnoucí strany ve fiskální oblasti s cílem získat politické body před blížícími se volbami.

**Maďarský forint** má dle nás fundamentální potenciál posílit k hranici 300, či dokonce pod ni. Stávající hodnoty kolem 315 jsou, podobně jako u polského zlatého, fundamentálně stále neodůvodnitelně slabé a vzhledem k tomu, že maďarská centrální banka se znatelně posunula jestřábím směrem, čekáme pro letošní první pololetí jejich korekci směrem k hranici 300.



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

## AKCIOVÝ TRH

Akciové trhy pokračovaly v rostoucím trendu započatém v lednu. Nyní se tak většina akciových trhů dostala na cenové úrovně z loňského roku, přičemž došlo k růstu korporátních zisků, který se očekává i pro letošní a akcelerující příští rok. Hodnotově se nyní akciové trhy obchodují blízko svých dlouhodobých historických průměrů. Pozitivně by mohlo působit zlepšení hospodářské kondice v druhém pololetí, uvolněnější rétorika centrálních bank a v neposlední řadě příprava Donalda Trumpa na nedaleké prezidentské volby s příslibem mírnějších kroků, ať již na domácí, nebo světové scéně. Hodnotové ukazatele **amerických společností** se nyní pohybují blízko dlouhodobých úrovní. **Hodnotové ukazatele akcií evropských společností** se obchodují mírně **pod svými dlouhodobými průměry**. Akcie by zároveň mohly reflektovat slabé euro a nadále uvolněnou měnovou politiku ECB. Je však zřejmá určitá opatrnost evropských společností s hrozbou obchodních válek v plánování investičních výdajů. **Pozitivní jsme na hospodaření společností z rozvíjejících se trhů**, které budou těžit ze silícího spotřebitele a z konvergence k vyspělým ekonomikám. Mezi klíčová rizika našeho základního scénáře patří: neočekávané a výrazné zvýšení inflace a inflačních očekávání, rychlejší než očekávané postupné zpomalování globální ekonomiky, obchodní války, oproti aktuálnímu očekávání výrazně rychlejší normalizace monetárních politik klíčových centrálních bank (FED, ECB, BOJ, PBoC), vysoké zadlužení periferních států eurozóny, hlavní geopolitická rizika v čele s Blízkým východem, Argentinou a Venezuelou a pro rozvíjející se trhy silný americký dolar ve spojení s rostoucími úrokovými sazbami.

Na mnoho akcií ze středoevropského regionu jsme velice pozitivní. Největší potenciál nyní vidíme u slovinských, rumunských a některých českých akcií. Z akcií na českém trhu jsme, vzhledem k rostoucím úrokovým sazbám a silnému spotřebiteli, pozitivní ohledně akcií finančních titulů Erste Bank a Vienna Insurance Group a producenta tabákových výrobků Philip Morris Czech. Pozitivní jsme i ohledně relativně nového akciového titulu AVAST a rychle se oddlužujícího majitele Nova, mediální skupinu CETV. Na českém trhu momentálně neočekáváme výrazný propad u žádné z obchodovaných akcií. Ze segmentu skupiny START, části pražské burzy, jsme pozitivní ohledně akcií výrobce strun do 3D tiskáren Fillamentum, výrobce obuvi Prabos a také producenta bezpilotních letadel Primoco. Z polských titulů se nám líbí mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, banky Pekao a Alior nebo leasingová společnost Prime Car Management. V Rumunsku jsme pozitivní ohledně akcií sítě zdravotnických zařízení MedLife, plynárenské společnosti Romgaz a Petrom a producenta vína Purcari, ve Slovinsku jsou to akcie farmaceutické společnosti Krka, banky Nova Ljublanska Banka, sítě čerpacích stanic Petrol a přístavu Luka Koper.

## 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 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 a Conseq Investment Management, a. s., ani jiná osoba nezaručují návratnost původně investované částky, nepřebírají odpovědnost za jednání učiněná na podkladě údajů v tomto dokumentu uvedených 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).

## PODROBNĚJŠÍ INFORMACE ZÍSKÁTE

- na telefonické lince společnosti Conseq 225 988 225
- e-mailem na adrese [fondy@conseq.cz](mailto:fondy@conseq.cz)
- na webové stránce společnosti Conseq [www.conseq.cz](http://www.conseq.cz)