



AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	3,93 %	USA	-0,28 %	USD/EUR	-0,01 %	Ropa Brent	6,45 %
Evropa – DJ Stoxx 600	3,23 %	Evropa	-0,04 %	CZK/USD	-0,69 %	Zemní plyn	-3,27 %
Japonsko – Nikkei 225	4,97 %	ČR	-0,10 %	CZK/EUR	-0,71 %	Sil. elektřina	7,20 %
MSCI Emer. Mark.	2,00 %	Polsko	-0,39 %	PLN/EUR	-0,46 %	Zlato	-0,56 %
ČR – PX	-0,53 %	Maďarsko	-0,97 %	HUF/EUR	0,86 %	Stříbro	-1,39 %
Polsko – WIG30	0,80 %	Turecko*	-0,05 %	TRY/EUR	6,56 %	Měď	-1,17 %
Maďarsko – BUX	2,01 %	* BofA Merrill Lynch index					

## DUBEN V KOSTCE

### KLÍČOVÉ UDÁLOSTI VE SVĚTĚ

- Evropská centrální banka zasedala 10. dubna. Centrální bankéři ve Frankfurtu v čele s prezidentem Mariem Draghim ponechali v souladu s očekáváním investorů úrokové sazby beze změny a stejně tak i úrokový výhled, v jehož rámci by měly zůstat úrokové sazby na stávající úrovni minimálně do konce letošního roku. Zásadnějších změn nedoznalo ani hodnocení výhledu ekonomického růstu a inflace. Detaily nových dlouhodobých úvěrů pro banky (TLTRO3) se přitom pravděpodobně dozvíme na červnovém zasedání.
- Tempo růstu čínské ekonomiky v prvním čtvrtletí příjemně překvapilo, když HDP meziročně vzrostlo o 6,4 %, což je stejná dynamika jako v posledním čtvrtletí roku 2018. Růst se zároveň nacházel v cílovém pásmu 6,0 % až 6,5 %, které čínská vláda vytyčila na celý rok 2019. Na začátku roku panovaly kvůli horším makroekonomickým datům mezi investory obavy, že by čínská hospodářská expanze mohla zpomalit více, než se původně předpokládalo. HDP za první čtvrtletí nicméně jasně ukázalo, že vládní hospodářské stimuly v oblasti fiskální i monetární politiky mají pozitivní účinek a minimálně prozatím čínská ekonomika expanduje velice slušně.
- Růst ekonomiky USA v prvním čtvrtletí překonal tržní odhady, když růst HDP činil 3,2 % mezikvartálně (anualizovaně). Struktura tohoto čísla byla ovšem méně příznivá, neboť dynamika spotřeby domácností byla spíše slabší a naopak silně pozitivní příspěvek k celkovému růstu zaznamenala volatilní složka zásob. Navíc historicky platí, že revize růstu HDP za první čtvrtletí bývají často dosti výrazné. Celkově ovšem tento údaj potvrdil, že se americké ekonomice stále daří poměrně dobře a centrální banka Fed velice pravděpodobně úrokové sazby nebude měnit po delší dobu.
- Také tempo růstu ekonomiky eurozóny v prvním čtvrtletí bylo nepatrně lepší než tržní odhady. HDP vzrostlo o 0,4 % mezikvartálně po 0,2 % v posledním čtvrtletí loňského roku. Meziroční tempo růstu činilo 1,2 %. Struktura HDP zatím nebyla zveřejněna, nicméně vzhledem k tomu, že měsíční údaje o dynamice průmyslu byly velice slabé, příspěvek čistého exportu k růstu HDP byl pravděpodobně negativní. Naopak příspěvek spotřeby domácností byl velice pravděpodobně pozitivní s tím, že míra nezaměstnanosti pokračovala v mírném poklesu a mzdy pokračovaly v růstu. Celkově tento údaj nepředstavuje pro Evropskou centrální banku žádnou zásadní změnu. Růst je sice i nadále dosti slabý, na druhou stranu ani recese není patrně v dohledu.
- Americká centrální banka, Fed, zasedala tradičně ve dvou dnech 30. dubna až 1. května. V souladu s očekáváním investorů byla základní úroková sazba, Fed funds rate, jednomyslně ponechána ve stávajícím pásmu 2,25–2,50 %. Celkové hodnocení aktuálního stavu a výhledu americké ekonomiky bylo vesměs pozitivní a po březnové holubičí otočce se tak rozhodně nezdá, že by měl Fed v nejbližší době sazby snížit s tím, že popsal aktuální dynamiku hospodářského růstu a dynamiku tvorby nových pracovních míst jako „solidní“.
- Druhého května zasedala Česká národní banka a v souladu s očekáváním investorů jednomyslně zvýšila svou základní úrokovou sazbu, dvoutýdenní reposazbu, o čtvrt procentního bodu (0,25 %) na rovná 2 %. Ta se tak dostala na nejvyšší hodnotu za posledních deset let. Navazující tisková konference naznačila, že další růst sazeb v letošním roce je méně pravděpodobný a guvernér s nimi nyní nepočítá. ČNB bude dále reagovat dle potřeby a nově přichozích dat.
- Celkový obrázek se na globálních finančních tržích v průběhu dubna ve srovnání s březnem příliš nezměnil, když riziková aktiva pokračovala v růstu. Příznivě přitom vyzněla především čísla o růstu HDP za první čtvrtletí v klíčových ekonomikách, viz. výše.
- Pokračování příznivého sentimentu na tržích rizikových aktiv se projevilo ve stabilitě dolaru. Dolarový index DXY, jenž měří výkonnost dolaru vůči koši hlavních světových měn, nepatrně posílil o 0,2 %. Vůči euru byl dolar meziměsíčně zcela stabilní na úrovni 1,122 dolaru za euro.

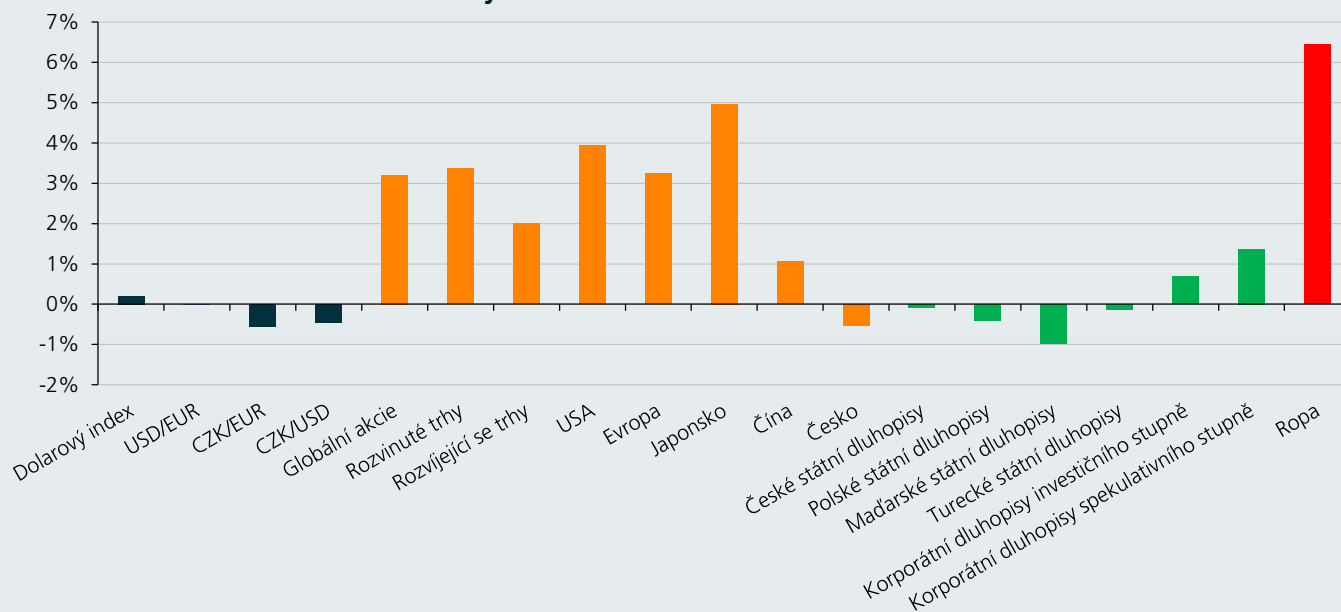


### DUBEN V KOSTCE

#### VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

- Koruna posílila vůči euru i dolaru shodně o 0,7 % a měsíc zakončila na úrovni 25,66 CZK/EUR, resp. 22,86 CZK/USD.
- Globální akciové trhy pokračovaly v růstu, index MSCI All Country World posílil o 3,2 %. Z regionálního pohledu se dařilo především akciovým trhům rozvinutých zemí (MSCI World +3,4 %), s nepatrným odstupem následovaly akciové trhy rozvíjejících se zemí (MSCI Emerging Markets +2,0 %). Od začátku roku jsou globální akciové trhy silnější již o 15,2 %.

Výkonnost hlavních tříd aktiv v dubnu



Výkonnost hlavních tříd aktiv od začátku roku





### DUBEN V KOSTCE

#### VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

- Z konkrétních zemí se nejvíce dařilo akciím v Německu (DAX +6,7 %), Rakousku (ATX +6,0 %), Rumunsku (BET +4,9 %) a Japonsku (Nikkei +5,0 %).
- Pražská burza jako jediný sledovaný trh, připsala dle indexu PX ztrátu -0,5 % a měsíc index pražského parketu zakončil na úrovni 1 069 bodů.
- České vládní dluhopisy byly téměř stabilní, když dle indexu českých vládních dluhopisů Bloomberg Barclays v průměru ztratily zanedbatelných o 0,1 %. Výnos do doby splatnosti vládního dluhopisu s krátkou, dvouletou splatností poklesl o 0,07 % na úroveň 1,75 % a výnos do doby splatnosti vládního dluhopisu s dlouhou, desetiletou splatností vzrostl o 0,09 % na úroveň 2,01 %. Česká výnosová křivka tak mírně zvýšila svůj sklon, i nadále je ovšem téměř plochá.
- Polské vládní dluhopisy připsaly ztrátu -0,4 % a maďarské vládní dluhopisy připsaly ztrátu -1,0 %. Turecké vládní dluhopisy zaznamenaly nepatrnou ztrátu -0,1 %.
- Korporátní dluhopisy pokračovaly ve velmi dobré výkonnosti. Eurový index korporátních dluhopisů investičního stupně posílil o 0,7 % a eurový index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně (high-yield) o 1,4 %.
- Cena ropy Brent pokračovala v růstu, tentokrát o 6,4 % na úroveň 73 dolarů za barel.

#### CO JSME DĚLALI V NAŠICH INVESTIČNÍCH PORTFOLIÍCH?

- V rámci asset alokace investičních portfolií jsme v průběhu dubna 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 stále udržujeme defenzivní nastavení u úrokového rizika prostřednictvím podvážené durace.

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

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

- Naše očekávání pro zbytek roku 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 a od začátku roku 2018 mírně zpomalovala. Údaje o dynamice HDP za první čtvrtletí z klíčových ekonomik přitom příliš nepotvrdily slabá měsíční data z úvodu letošního roku. Růst ekonomik byl vesměs mírně lepší, než se očekávalo. Zdá se tak, že by se růst světové ekonomiky mohl postupně stabilizovat a dále již neklesat.
- Aktuální konsenzus společnosti FocusEconomics přitom odhaduje růst světové ekonomiky za celý rok 2019 na úrovni solidních 2,9 %, byť se tento odhad v průběhu času posouvá mírně dolů. V každém případě ale platí, že globální hospodářskou recesi 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, Fed velice pravděpodobně po nějakou dobu úrokové sazby měnit nebude a ECB téměř s jistotou 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 velice silném růstu z prvních čtyř měsíců letošního 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, příliš nezměnil. Světová ekonomika dále mírně zpomaluje, v nejlepším případě se dynamika růstu stabilizuje, o zrychlení rozhodně nemůže být řeč. 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 % meziročně, dle aktuálních dat dynamika zpomalila k 7 % a zpomalovat bude velice pravděpodobně i nadále. Celkově proto máme na globální akcie neutrální názor.



### DUBEN V KOSTCE

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

- 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 12 % ve prospěch rozvinutých trhů.
- Na trh českých vládních 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 vládních 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 úvodu letošního roku již pravděpodobně mají to nejlepší za sebou. Klíčový indikátor atraktivity korporátních dluhopisů, kreditní marže, se totiž nyní 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 v čele s Čínou, 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.

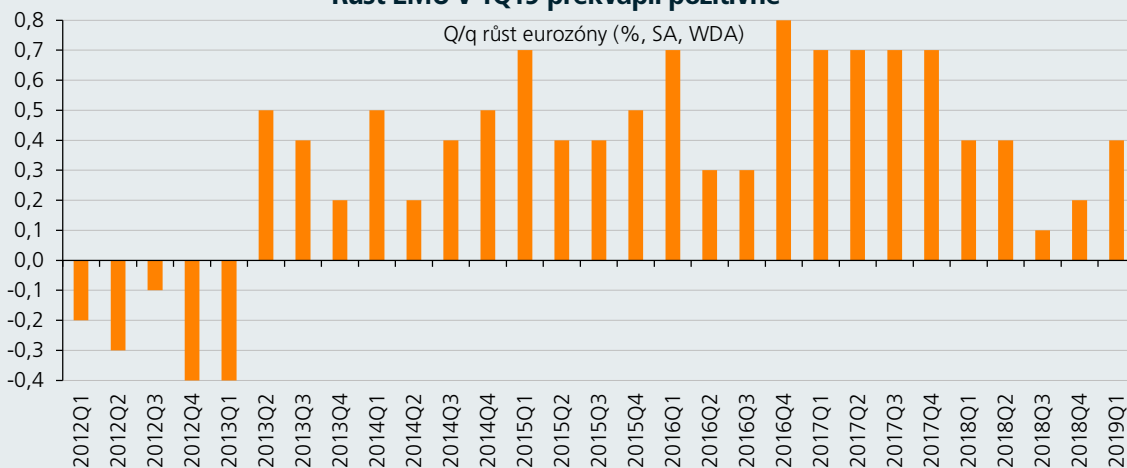
### HLAVNÍ UDÁLOSTI

#### EMU

**Evropská měnová unie v prvním čtvrtletí roku 2019 růstově překvapila. Inflace je však nadále nízko, ECB tak potvrzuje, možná dokonce upevňuje, svůj holubičí postoj.**

**Růst EMU v prvním čtvrtletí letošního roku překvapil pozitivně.** Místo očekávaného kvartálního růstu o 0,2 %–0,3 % q/q, který naznačovaly předstihové indikátory, rostla ekonomika o 0,4 % q/q. Bylo to důsledkem silnějšího růstu v Itálii a ve Španělsku. Zatímco španělský růst dosáhl tempa růstu (0,7 % q/q) neviděného od konce roku 2017, Itálie se vrátila po dvou kvartálech poklesu (o 0,1 % q/q) k růstu o 0,2 % q/q. To samozřejmě není nic světoborného – i takové tempo totiž znamená meziroční růst pod procentem, což určitě není žádná sláva –, ale na italské poměry je i to úspěch a překvapení. Strukturální data za celou eurozónu ještě k dispozici nebyla, máme však data za Francii a jisté informace o růstu v Itálii. Francouzský růst (0,3 % q/q) byl dle statistického úřadu INSEE primárně důsledkem růstu domácí poptávky, která rostla v obou svých složkách (tj., jak poptávka firem, tak poptávka domácností); naopak, zahraniční poptávka byla negativním přispěvatelem k růstu, a to kvůli slabému růstu exportů (+0,1 % q/q), který však následoval po silném růstu o 2,2 % q/q v posledním čtvrtletí minulého roku. U Itálie dle tamějšího statistického úřadu tomu bylo naopak: pozitivním přispěvatelem byl kvůli slabým dovozům čistý export, negativním domácí poptávka. Francouzský růst tak vypadá mnohem zdravější a udržitelnější nežli růst italský.

#### Růst EMU v 1Q19 překvapil pozitivně



Zdroj: Eurostat



## HLAVNÍ UDÁLOSTI

## EMU

Měsíční data nejsou z pohledu počátku května nikterak důležitá, protože už jsou k dispozici data o HDP za celé minulé čtvrtletí. Důležité jsou tak pouze dubnové předstihové indikátory. **Ani předstihové indikátory, ani průmyslové německé objednávky ale nenaznačují, že by růst měl hned tak urychlit.** V únoru totiž došlo k výraznému poklesu německých průmyslových objednávek. Ty poklesly o 4,2 % m/m, tj. o 8,2 % r/r, což byl nejrychlejší pokles od října 2009. Jakkoliv se zdá, že takový propad byl zčásti způsoben nějakým jednorázovým efektem, ve spojitosti s dalšími předstihovými indikátory je nezpochybnitelný fakt, že ani ve druhém čtvrtletí se průmyslu nebude dařit moc dobře. **Index ekonomického sentimentu (ESI)** klesl počátkem 2Q19 nejnižší (103,7 bodu) od srpna 2016 a byl tak podstatně níže než jaký byl jeho průměr v prvním čtvrtletí (105,6 bodu). Pokles ESI byl důsledkem slabší důvěry ve stavebnictví i v průmyslu. **Slabost v průmyslu pak potvrdila i data za PMI:** v dubnu se index nákupních manažerů sice mírně zlepšil, ale 47,8 bodu vs. březnových 47,5 bodu není nic více než kosmetické zlepšení. Průmysl tak nadále zůstává v kontrakci. Ve službách sice ekonomika dále roste, ale v dubnu i zde index zvolnil – z 53,3 v březnu poklesl na dubnových 52,5 bodu, což je jeden z nejslabších výsledků od podzimu 2016.

**Celková inflace** v dubnu dle prvních odhadů urychlila na 1,7 %, jádrová inflace přidala na 1,3 %, což bylo nejvíce od dubna 2017. Tento růst byl důsledkem akcelerace růstu cen ve službách, který dosáhl 1,9 %, což bylo nejrychlejší tempo od května 2018. S největší pravděpodobností se však jedná o efekt Velikonoc – tyto náhlé velikonoční nárůsty cen ve službách jsme viděli jak v roce 2018, tak v roce 2017 (a souvisí s růstem cen hotelů a letenek). S pravděpodobností hraničící s jistotou se jádrová inflace v květnu vrátí k jednomu procentu.

Na svém dubnovém zasedání **ECB naznačila, že sazby zůstanou neměnné – a negativní – dlouho.** A nevyloučila, že mohou dokonce dále klesnout, pokud to bude potřeba. Alespoň tak interpretujeme sdělení ECB, že bude zkoumat jakým způsobem zmírnit negativní důsledky nízkých sazeb na evropský bankovní sektor. Pokud by totiž ECB skutečně chtěla brzy sazby zvýšit, takové úvahy by byly zcela bezpředmětné. Dle nás tak dubnové zasedání potvrdilo, že sazby ECB se letos a s velkou pravděpodobností ani v roce 2020, nezvednou.

## USA

**Americká ekonomika roste tříprocentním tempem i v roce 2019, inflace paradoxně zpomaluje a Fed tak zůstává v klidu.**

Americká ekonomika vzrostla dle prvního odhadu v prvním čtvrtletí letošního roku o 3,2 % (q/q, anualizovaně). Nejvýraznějším přispěvatelem k růstu nebyla jako obvykle poptávka domácností, která přidala „jen“ 0,8 p. b., ale čistý export, který přidal 1 p. b., a to zejména díky straně dovozu. Více než domácí poptávka růstu přidaly i fixní investice (0,9 p. b.). Růst tak nadále zůstává na úrovni, kde jej „chce vidět“ americký prezident.

Data zveřejněná během dubna byla smíšená – na jedné straně slabší průmyslová produkce, na druhé straně stále silný maloobchod, hnaný trhem práce a pokračujícím, byť o něco pomalejším růstem mezd. **Průmyslová produkce** v dubnu zaznamenala čtvrtý slabý měsíc v řadě, když poklesla o 0,1 m/m; v posledních třech měsících tak klesla o skoro 0,4 %. U zpracovatelské složky byla situace ještě horší: v posledních třech měsících (leden, únor, březen) klesla celkem o 0,9 %. Slabost, kterou již nějakou dobu pozorujeme v Evropě, zdá se, definitivně dorazila i do Spojených států. **Maloobchodní tržby** bez aut a paliv v březnu přidaly silných 0,9 % m/m, v posledních třech měsících (tj. v prvním kvartálu 2019) tak dosáhl jejich kumulativní růst přes 2 %. Není divu, **trh práce je stále velmi dobrý.** V prvním čtvrtletí 2019 vytvořil 522 tisíc soukromých pracovních míst (a to i se slabým únorem, ve kterém to bylo pouze 46 tisíc), podobný vývoj pokračoval i v dubnu, kdy v soukromém sektoru vzniklo 236 tisíc míst. **Oficiální míra nezaměstnanosti** v dubnu dále poklesla, dostala se na 3,6 %, to však jenom v důsledku dalšího poklesu míry participace z březnových 63 % na dubnových 62,8 %. **První žádosti o podporu v nezaměstnanosti, pohybující se nadále na úrovni 210 tisíc/týdně** jsou nejnižší nejméně od roku 1970 (což je období, za které máme k dispozici data). Dobrý vývoj trhu práce se pak projevuje ve mzdách – reálné mzdy sice v březnu zpomalily svůj růst z dubnových 1,9 % r/r (což bylo nejvíce od listopadu 2015) na 1,3 %, to je však stále rychlejší tempo než kdykoliv od léta 2016. Nominální růst mezd zůstává nad 3 % (3,4 % v únoru, 3,2 % v březnu).

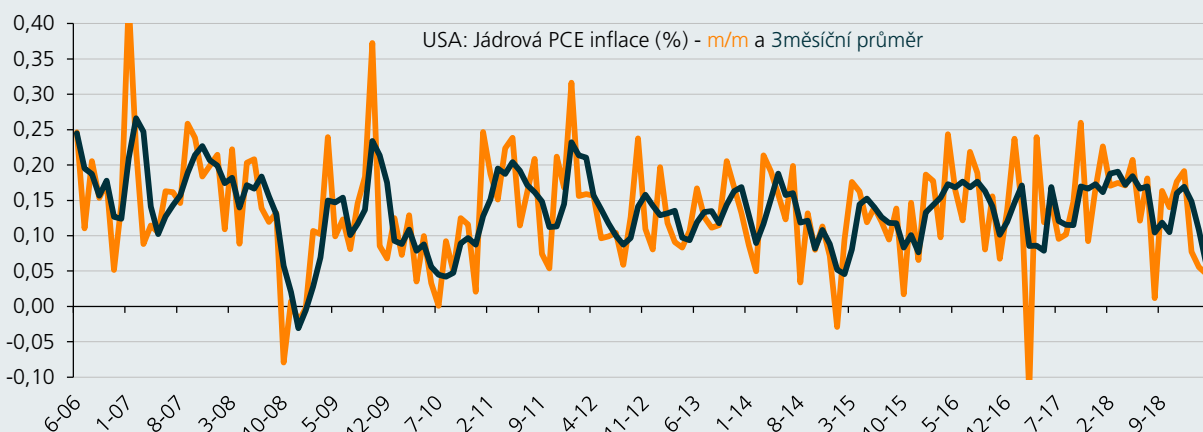
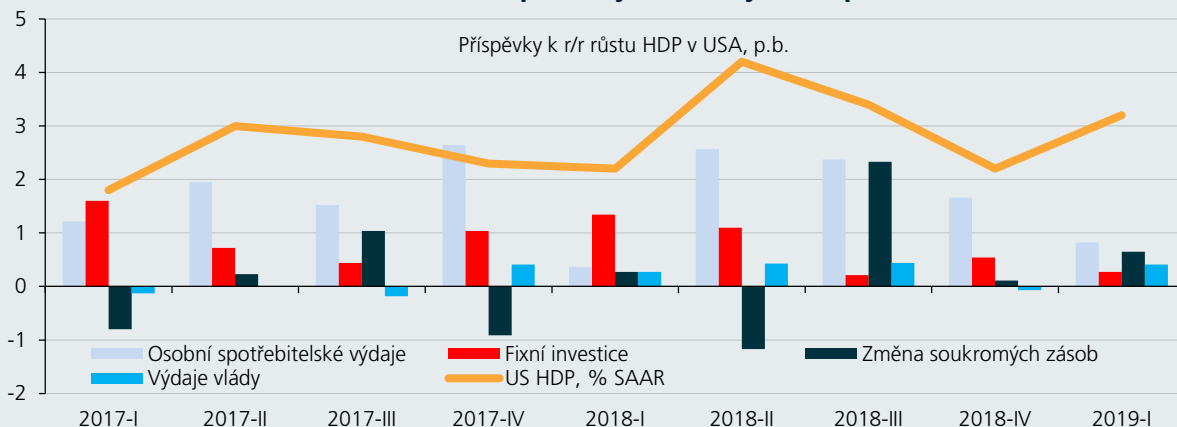
**Jádrová PCE inflace** v březnu 2019 dále poklesla a dostala se na 1,6 %, tj. nejnižší od listopadu 2017; celková inflace mírně vzrostla na 1,5 %. Na m/m bázi jádrová inflace také vykazuje výrazné zpomalení – v posledním čtvrtletí byl růst inflace dokonce nejpomalejší od léta 2015. Je tedy evidentní, že inflace není problém, že se na ní ani rychlý pokračující růst ekonomiky, ani pokračující růst mezd nepodepisují. **Fed proto na svém zasedání na přelomu dubna a května 2019 ponechal sazby beze změny.** V zápisu po zasedání totiž svou nečinnost odůvodnil zejména tím, že jádrová inflace zpomalila a že inflační očekávání jsou stabilní. Což je při pohledu na následující obrázky pravda.



HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Růst USA nadále nad třemi procenty, inflace výrazně zpomalila



Zdroj: BEA.gov

CEE3

ČR

Měsíční data ukazují na zpomalení růstu ekonomiky, ale nikterak velké. Inflace nad třemi procenty přiměla ČNB opět zvýšit sazby.

Nová data o růstu ekonomiky, tj. o HDP za 1Q19, zatím zveřejněna nebyla. Měsíční data však ukazují, že ekonomika v prvním čtvrtletí nejspíš proti růstu o 0,8 % q/q v posledním čtvrtletí minulého roku zvolnila. V únoru průmyslová produkce mírně (0,6 % m/m, 1,5 % r/r) vzrostla, ale bylo to po silných poklesech v předcházejících měsících. Navíc index PMI dále zpomalil, v březnu se dostal na 47,6 bodu, v dubnu dokonce nejnižší (46,6) od konce roku 2012, a to hlavně díky dalšímu poklesu nových objednávek, což pro nejbližší měsíce jistě žádná dobrá zpráva není. Maloobchodní tržby si stále vedou velmi dobře, v únoru 2019 vzrostly celkem o 3,4 % r/r, což bylo nejrychlejší tempo od léta minulého roku. Protože jádrové tržby, tj. tržby bez aut, paliv a potravin, přidaly 7,4 %, což je přesně průměr předchozích 13 měsíců, je evidentní, že celkové tržby se zlepšily jen díky zlepšení tržeb za jiné kategorie, v tomto případě za auta (které po šesti měsících poprvé rostly, byť mírně) a za paliva. Březnová data o maloobchodních tržbách i o průmyslové produkci budou zveřejněna v průběhu května.

Předstihové indikátory, jak už bylo naznačeno, nejsou moc optimistické. Index nákupních manažerů PMI je nejnižší za více než sedm let, poklesla i důvěra domácností, a to na nejnižší úroveň od července 2016. Poklesla i důvěra producentů, zejména v obchodě, kde je nejnižší od listopadu 2014, což bylo ale kompenzováno zlepšením, byť marginálním, v průmyslu (kde je však důvěra i tak nejnižší od poloviny roku 2013).



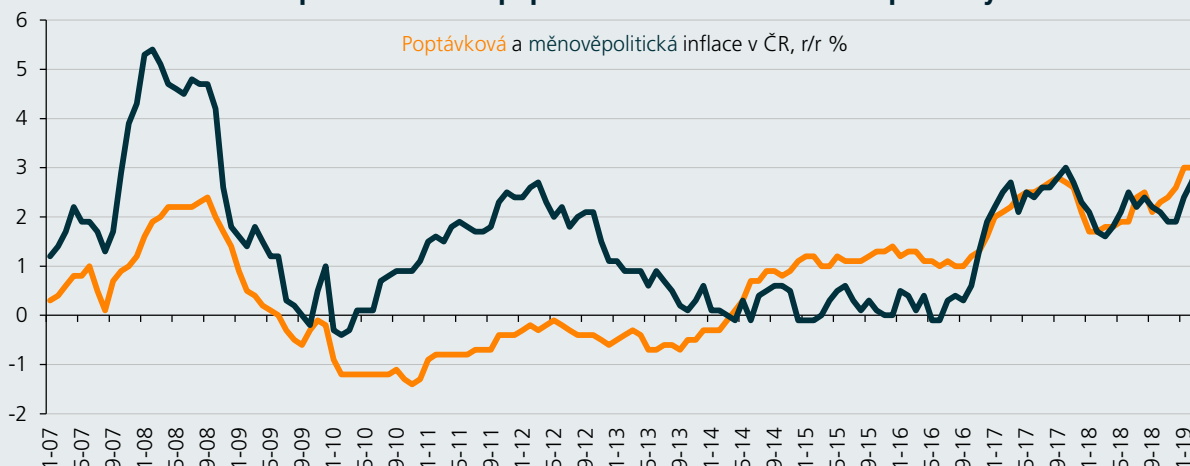
## HLAVNÍ UDÁLOSTI

## ČR

**Spotřebitelská (měnověpolitická) inflace v březnu dále vzrostla a poprvé od října 2008 překonala hranici 3 %.** Celková inflace tak poskočila o 0,3 p. b. na 3 %, měnověpolitická inflace o 0,4 p. b. na 3,1 % (poptávková inflace zpomalila na 2,8 %). Ve struktuře dominuje, podobně jako v minulosti, sektor bydlení. Ten přidal k růstu inflace 1,5 p. b., tj. byl odpovědný za polovinu celkového cenového růstu. Dalším nepoptávkovým faktorem byly ceny alkoholu a tabáku, které přidaly 0,3 p. b., a ceny potravin, které přispěly rovněž stejným příspěvkem (0,3 p. b.). Bez růstu cen v sektoru bydlení, alkoholu + tabáku a potravin, což jsou všechno kategorie, na něž mají vyšší sazby malý nebo žádný dopad, by inflace v březnu 2019 dosáhla pouze 1 %, což na široké poptávkové tlaky neukazuje.

**Česká národní banka však přesto na svém zasedání 2. května sazby zvýšila.** Repo sazba se tak dostala na 2 %. Důvodem dle ČNB byla vyšší inflace, a to bez ohledu na její strukturu, a neposilující koruna. V nové prognóze ČNB jako obvykle očekává, že koruna začne vlivem narůstajícího úrokového diferenciálu přece jenom posilovat a že touto dobou za rok bude koruna proti euru pod hranicí 25 korun (přesněji, na 24,70).

## Měnověpolitická inflace poprvé od roku 2008 nad třemi procenty

Zdroj: [WWW.CZSO.CZ](http://www.czso.cz)

## POLSKO

**Polská ekonomika dále roste, byť určitě pomaleji než koncem minulého roku. Inflace v posledních dvou měsících ve své jádrové složce podstatně zrychlila.**

Ani v Polsku nebyla prozatím zveřejněna data o růstu HDP. Měsíční data zveřejněná během dubna byla dobrá, byť potvrzují, že ekonomika oproti konci roku 2018 roste pomaleji. **Průmyslová produkce** přidala v březnu 5,6 %, což bylo jenom mírné zpomalení oproti předcházejícímu měsíci a solidní završení dobrého prvního čtvrtletí. Na rozdíl od ČR, kde produkce zpomalila na dohled 1 % r/r, se na polském průmyslu zpomalení v sousedním Německu moc neprojevuje. Což je zvláštní, protože například index nákupních manažerů (PMI) se i v Polsku během prvního čtvrtletí dostal pod 50 – v březnu dosáhl 48,7, v dubnu 48,8 bodu.

**Maloobchodní tržby rostly i koncem prvního čtvrtletí letošního roku, ale pomaleji než v předchozích měsících.** V březnu přidaly v reálném vyjádření sice jen 3,1 % r/r, což bylo tempo o hodně pomalejší než meziroční růst více než 6 % v únoru, ale bylo to z podstatné části jen důsledkem jiného časování Velikonoc v roce 2018 a 2019 – v meziměsíčních číslech není žádné velké zpomalení vidět. Oproti poslednímu čtvrtletí minulého roku však přece jenom dynamika nižší je: v posledním čtvrtletí minulého roku rostly tržby tempem přes 7 % meziročně, v prvním čtvrtletí letošního roku už jenom meziročním tempem 5,4 %.

Fundamenty podporující poptávku domácností jsou stále silné. **Mzdy rostou velmi dobře** (v březnu nominálně +5,7 % r/r) a velmi dobrý je i trh práce. **Míra nezaměstnanosti** v březnu dále klesla, a to na 5,9 %, po očištění o efekt sezonnosti pak poklesla na nové historické minimum 5,5 %. Do dalších měsíců tak není vidět důvod, proč by poptávka domácností neměla rychle růst.



## HLAVNÍ UDÁLOSTI

## POLSKO

**Inflace je i přes stále silný růst a výtečný trh práce nadále nízko, na rozdíl od vývoje v letech 2017 a 2018 se však konečně zvedá.** Po únorovém růstu se jádrová inflace zvedla i v březnu, dosáhla 1,4 %, což je její nejvyšší hodnota od října 2013. Její růst v letošním roce – z prosincových 0,6 % na březnových 1,4 % – je skutečně rychlý, téměř až „maďarský“ (viz níže). Otázka je, zda polskou centrální banku vybídne k růstu sazeb dřív, než v příštím roce, jak její guvernér nyní stále ještě předpovídá.

**Měnový výbor centrální banky (MPC) na svém zasedání ponechal dle očekávání v dubnu sazby beze změny na 1,5 %, tj. na úrovni, na které se nacházejí od března 2015.** Poté, co koncem února vládní strana představila fiskální balíček, nabraly na intenzitě hlasy požadující dřívější utažení měnové politiky. Vzhledem k tomu, že inflace je abnormálně nízko a že globální ekonomika, zdá se, zpomaluje, však většina centrálních bankéřů tyto obavy nesdílela. Další – květnové – zasedání však už bude muset reflektovat vyšší březnovou inflaci a je možné, že jestřábí hlasy zesílí.

## MAĎARSKO

**Pokračující silný růst ekonomiky tlačí jádrovou inflaci nahoru. Centrální banka se překvapivě nenechává tímto vývojem zneklidnit.**

Podobně jako v ČR či v Polsku, ani v Maďarsku nebyla v dubnu zveřejněna růstová data za 1Q19. Z měsíčních dat je však zřejmé, že ekonomice se vedlo velmi dobře.

**Poptávka domácností byla i v prvním čtvrtletí letošního roku silná. Maloobchodní tržby** totiž v lednu přidaly (o rozdílný počet pracovních dní očištěných) 5,6 % r/r, v únoru dokonce 6,7 % r/r, což je shodou okolností i průměrné meziroční tempo růstu tržeb od ledna 2018 (březnová data budou zveřejněna až 6. května, očekává se růst o 6,5 % r/r). Fundamenty podporující spotřebu domácností jsou stále nakloněné silnému růstu. Zprv, **nezaměstnanost** za leden 2019 až březen 2019 (3,6 %) je na historickém minimu, sdíleném s koncem první poloviny minulého roku (3,6 %). Trh práce 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, což je zadržuje, v setrvalém vysokém meziročním **růstu mezd**. Ten v únoru 2019 opět, jako každý měsíc minulého roku i v lednu letošního roku, přesáhl 10 % (konkrétně 12,1 %). Dvouciferný meziroční růst nominálních mezd budeme vidět v každém měsíci letošního roku.

**Průmyslová produkce** reflektuje vývoj indexu PMI, který se jako jediný v regionu nadále drží nad 50 body – v únoru dosáhl 55,7 bodu, v březnu 52,4 bodu, v dubnu 54,9 bodu. Růst produkce tak v posledních třech měsících (prosinec až únor) dosáhl v každém z nich přes 5 %, v únoru dokonce skoro 6 %. To je výrazné urychlení oproti růstu v roce 2018, kdy produkce vzrostla zhruba o 4 %. Vzhledem k PMI tak lze březen i duben očekávat na podobně silných úrovních jako leden a únor, tj. přes 5 % r/r.

**Celková inflace** dosáhla v březnu 2019 dle finálních dat 3,7 %. Mnohem důležitější však je, že opět výrazně urychlila inflace jádrová, která se v březnu dostala až na 3,5 %, což je její nejvyšší hodnota od prosince 2008. Růst jádrové inflace v posledním půlroce (v říjnu byla na 2,5 %) je skutečně rychlý a je evidentní, že centrální banka tento vývoj zaspala.

**A spí dále. Na svém zasedání koncem dubna totiž ponechala všechno tak, jak to bylo i předtím (tj. od březnového zasedání).** V prohlášení po zasedání řekla, že sice vidí akcelerující inflaci a že domácí poptávkové tlaky narostly, ale že slábnoucí externí prostředí bude působit na inflaci v opačném směru. Prozatím to tak dle nás ale nevypadá. Podle centrální banky se bude při svých dalších krocích opírat o prognózu, což znamená, že nejbližší úpravy nastavení politiky se nedočkáme dříve než v červnu, kdy bude zveřejněna další prognóza.

## ROPA

Ropa (Brent) během dubna pokračovala v cenovém růstu, který zahájila v lednu a který pokračoval i v únoru a březnu. Během dubna se tak ropa dostala na chvíli až na dohled 75 dolarů za barel, zřejmě kvůli hrozbám USA, že země, které budou nakupovat po 1. květnu íránskou ropu, mohou být USA sankcionovány. Koncem měsíce se však vrátila na hranici 70 USD/barel, tj. zhruba o dva dolary výše, než kolik stála počátkem dubna.



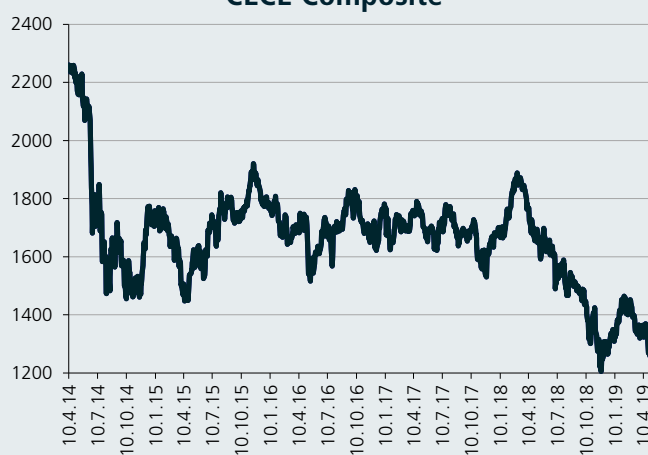


### AKCIOVÉ TRHY

#### MSCI Emerging Markets



#### CECE Composite



Akiové trhy si v dubnu připsaly solidní zhodnocení. Americkým akciím pomohla dobrá makrodata a lepší než očekávané výsledky hospodaření společností za první čtvrtletí letošního roku. K překonání odhadů došlo především na úrovni čistých zisků, nejvíce pak u sektorů zdravotnického, technologického a spotřebitelského. K +3,9% (index S&P 500) zhodnocení pomohl také celosvětový pozitivní sentiment, jenž nebyl nabourán žádnými výraznými negativními zprávami. Kladné zisky si připsaly akcie evropských společností (index DJ STOXX 600 +3,2). Zvláště se dařilo bankovnímu sektoru (index EURO STOXX Banks +8%), jenž prozatím nejvíce zaostával. Čtvrtletní hospodářské výsledky společností nicméně souhrnně nedokázaly překonat odhady analytiků.

#### MSCI World Index



Kladné výkonnosti si připsaly také akcie společností obchodovaných na středoevropských trzích. Většina hlavních zpráv se točila okolo bankovního sektoru, v České republice ohledně možného zavedení sektorových daní, v Polsku pak pozornost strhávaly problémy bank Getin Noble a Idea. Prozatím zveřejněné hospodářské výsledky za první čtvrtletí se nikterak výrazně neodchýlily od odhadů analytiků. Nejvyšší zisky si připsaly méně likvidní slovinské (index SBITOP +2,3%) a rumunské (index BET +4,9%) trhy. Mimo zajímavé hodnotové ukazatele se investoři zřejmě připravovali na blížící se dividendovou sezónu. Maďarský index BUX vzrostl o +2%, polský index WIG 30 o +1%. Za slabší výkonnosti polského indexu byly meziměsíční propady cen akcií energetických společností.

*Zdroj: Bloomberg*

Rovněž akciím na rozvíjejících se trzích se celkově dařilo, když index MSCI Emerging Markets USD připsal zhodnocení 2%, a rostl tak již čtvrtý měsíc v řadě. Na trzích panovala relativně klidná nálada bez výraznějších kurzotvorných zpráv, což dále podporovala vyjádření amerických i čínských představitelů o tom, že vzájemná jednání o obchodní dohodě jsou na dobré cestě. Akcie na všech hlavních rozvíjejících se trzích připisovaly zisky (v lokálních měnách), nejlépe se vedlo akciím na Tchaj-wanu, v Mexiku, Koreji a v Rusku. Indické a čínské akcie přidaly okolo 1%. Ačkoliv turecké akcie v lokální měně také mírně rostly, zahraniční investoři museli i v dubnu počítat se ztrátami, protože turecká lira dále výrazně oslabovala. Olej do ohně přilávala tentokrát hlavně nejistota ohledně možnosti opakování komunálních voleb v Istanbulu, které vládní strana AKP těsně prohrála.



### DLUHOPISOVÉ TRHY

#### USA A EMU

Dubnový vývoj na trzích státních dluhopisů byl ve Spojených státech nezajímavý. Výnosy na dlouhém konci oscilovaly mezi 2,45 % a 2,6 %, na krátkém konci kolem 2,30 %. Čistá změna výnosů mezi koncem měsíce a jeho začátkem tak byla minimální – u dvouletých výnosů na konci i začátku dubna byly výnosy shodně 2,25 %, na dlouhém konci mírně klesly (z 2,33 % počátkem dubna na 2,25 % na jeho konci).

V eurozóně byl vývoj stejný. Německé výnosy zůstaly záporné po celé délce křivky až do splatnosti deseti let. Na krátkém konci byly na úrovni -0,6 %, na dlouhém konci pak kolem 0 %. Slabá německá růstová data i nízká inflace jsou tak stále důvodem, proč se německé výnosy i deset let po krizi nemohou výrazněji odlepit od nuly.

#### FIREMNÍ DLUHOPIŠY

Vývoj na kreditním trhu byl v dubnu pozitivní, podobně jako měsíc předtím. Korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně cenově vesměs vzrostly, kreditní marže se snižovaly v segmentu dluhopisů jak investičního, tak spekulativního ratingového pásma. Důvodem u eurových obligací byla holubičí ECB, v případě amerických spekulativních dluhopisů to bylo jak díky pokračujícímu, byť mírnému růstu cen ropy, který se podepsal na růstu cen dluhopisů ropných společností, tak díky pokračujícímu holubičímu nastavení u americké centrální banky. Průměrná kreditní marže indexu EUR iBoxx Corporate IG za duben klesla o 16 b. na 74 bodů, v případě indexu spekulativního stupně (EUR iBoxx HY) se snížila o 31 b. na 304 bodů. Kreditní marže dané CDS kontrakty v podobném rozsahu také poklesly.

#### ČR

**Vývoj na české výnosové křivce byl v dubnu nezajímavý.** Výnosy dlouhých dluhopisů vzrostly, ale jen o pouhých 5 b. b. na 2,0 %. Na krátkém konci došlo navzdory v dubnu se množícím signálům, že ČNB přistoupí na svém květnovém zasedání k růstu sazeb, k poklesu výnosů, a to v rozsahu zhruba 5 b. b. na 1,75 %. Výnosová křivka tedy ve výsledku mírně zvýšila svůj sklon.

#### POLSKO

**U výnosů polských vládních dluhopisů došlo k růstu (pokles cen), a to zejména v segmentu dlouhodobých obligací.** Ten byl evidentně v důsledku překvapivě rychlého růstu inflace, který společně se stále solidními růstovými daty a nízkou nezaměstnaností vytlačil inflační očekávání a v jejich důsledku i požadované výnosy polských desetiletých dluhopisů opět nad 3 %.

Bloomberg Barclays Czech Index



Bloomberg Barclays Poland



Zdroj: Bloomberg



## DLUHOPISOVÉ TRHY

### TURECKO

Celý duben se nesl ve znamení povolebního vývoje zejména v případě rozhodnutí o výsledku voleb v Istanbulu. Těsná výhra opozičního kandidáta znamenala, že vládnoucí strana AKP by po 25 letech opustila post primátora (kde Erdogan v roce 1990 začínal svou politickou kariéru). Přestože z pohledu politického vlivu nejde o nic zásadního, přišel ze strany AKP velmi silný odpor a rozporování průběhu voleb. Situaci se nepodařilo vyřešit ani během dubna. Ve vzduchu se navíc dále vznášely obavy z eskalace geopolitického napětí ve vztazích s USA z důvodu nákupu zbraňových protiletectvých systémů z Ruska. Měnový kurz liry i vládní dluhopisy tak ztrácely po celý měsíc. Celkový pohyb v případě dluhopisových výnosů činil téměř dva procentní body. Měnový kurz ztratil přes 5,5 %. Situaci neuklidnila v jeho závěru ani centrální banka, která ze svého zápisu vypustila zmínku o připravenosti dále utáhnout měnovou politiku. V současnosti jsou její klíčové úrokové sazby na úrovni 24 %, a přes to, že poslední inflační čísla překvapila výrazně pozitivně, jsou i nadále vysoko (19,5 %).

### MĚNY

**Během dubna se kurz eura vůči dolaru pohyboval v pásmu 1,115–1,13**, koncem měsíce pak skončil těsně nad hranicí 1,12. Primárním faktorem ovlivňujícím kurz je stále nastavení měnových politik na protilehlých březích Atlantiku a jeho výhled. Vzhledem k tomu, že zasedání ECB vyznělo přece jenom více holubičím způsobem nežli zasedání Fedu, kurz se posunul níže. Zatímco v březnu jsme viděli oscilaci mezi 1,125–1,14, v dubnu se tak celé pásmo posunulo o cent níže.

**Kurz české koruny** proti euru se během dubna držel v úzkém pásmu 25,60–25,75, nic na tom nezměnilo ani blížící se zasedání ČNB. Ani po něm kurz neposílil, což ukazuje, že centrální bankou očekávané a úrokovým diferencíálem hnané posílení se nemusí v českých poměrech hned tak odehrát.

**U polského zlotého** se, stejně jako během března a během dubna, nic nestalo, jeho kurz proti euru pouze osciloval v úzkém rozpětí 4,27–4,30.

**Maďarský forint** od poloviny dubna proti euru oslaboval, trh totiž ztrácel naději, že centrální banka dokáže zkrotit rychle rostoucí inflaci. Zatímco v polovině dubna byl kurz forintu proti euru pod 320, koncem dubna a počátkem května oslabil až na dohled 325.

## 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 v prvním čtvrtletí však dále redukovala (ani předtím nepřilíš vysokou) pravděpodobnost, že ECB v dohledné době, tj. v roce 2019 či v první polovině 2020, přistoupí ke zpřísnění úrokové komponenty měnověpolitických podmínek. To samozřejmě odkládá růst německých výnosů, na který by, pokud by k němu došlo, nemohly české dluhopisy nereagovat. Protože se zdá, že růst sazeb ECB přijde nejdříve v roce 2020 (a i poté, co se s utahováním začne, bude toto zpřísnění jenom postupné), na výraznější růst desetiletých německých výnosů to pravděpodobně stačit nebude.

Česká národní banka sice počátkem května sazby zvedla, ale je evidentní, že to není po několikaměsíční pauze začátek druhé fáze utahovacího cyklu. Prognóza ČNB i členové BR ČNB indikují, že pro letošek je s růstem sazeb konec. Důvodem pro možný růst požadovaných výnosů však může být zhoršení fiskální situace při výraznějším ekonomickém zpomalení. Přestože je riziková prémie českých vládních obligací nad německými dluhopisy aktuálně z historického pohledu poměrně vysoká (200 b. b. v případě desetileté splatnosti), nedomníváme se, že v dohledné době poklesne.

**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 března 2019 drželi nerezidenti 36,4 % všech a 40,1 % korunových dluhopisů, což jsou stále velmi vysoké podíly. Jinými slovy, dluhopisy, podobně jako koruna, jsou a zůstanou až do doby, kdy tyto podíly citelně poklesnou, velmi náchylné na zhoršení sentimentu.



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

**Překvapivý růst inflace v posledních dvou měsících společně s vládou schváleným fiskálním impulsem přece jenom otevřel doposud pevně zavřené dveře směrem k růstu sazeb.** Proti tomu však působí stále nízkoinflační eurozóna. Tyto dva efekty se budou v nejbližších měsících kompenzovat, tj. neočekáváme rozšiřování rizikové premie, která se v dubnu roztáhla až na 300 b. b., ale ani její zužování.

### DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Další pokles ostře sledované vysoké turecké inflace by se měl dostavit z důvodu vysoké srovnávací základny a probíhající ekonomické kontrakce v druhé polovině roku. Pozitivum je, že naplňování kredibilní hospodářské a měnové politiky by mělo vést k opětovnému otvírání pozic nyní rekordně podvážených zahraničních investorů a v důsledku k příznivému cenovému vývoji tureckých aktiv. Důležité ale budou také externí faktory, zejména vývoj globální rizikové averze v souvislosti s vyhlídkami ekonomického růstu, měnová politika Fedu či eskalace/uklidnění obchodních válek mezi USA a Čínou. V úhrnu jsme poměrně optimističtí a věříme, že turecká aktiva ve zbylé části letošního roku dosáhnou atraktivního zhodnocení.

### 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. 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 1,13–1,14. Pro výrazně vyšší úroveň (= pro slabší dolar) nadále nenacházíme v současných ani v očekávaných diferenciálech měnových politik na opačných stranách Atlantiku (což je primární faktor kurzu v posledním desetiletí) žádné odůvodnění. Fed s největší pravděpodobností bude v dalších čtvrtletích v klidu, ECB se k růstu sazeb nedostane dost možná ani v příštím roce. Ztráta dynamiky růstu eurozóny a perzistentně nižší než očekávaná inflace naopak zvyšují pravděpodobnost, že ECB měnovou politiku dokonce dále uvolní (ostatně, březnové zavedení TLTRO de facto uvolněním politiky je; snaha o zmírnění negativních následků záporných sazeb je také interpretovatelná jako příprava půdy pro případné uvolnění politiky). Proto, pokud k nějakému pohybu od hranice 1,13 v dalších měsících bude docházet, čekali bychom, že bude směrem k silnějšímu dolaru. Což se ostatně i během dubna stalo.

Vývoj v posledních měsících stále potvrzuje, že **koruna** to s dalším posílením k hranici 25 korun za euro resp. pod tuto hranici – což je to, co od ní již delší dobu 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, dost možná vůbec. Jejím výraznějšímu posílení také bude nadále bránit tendence zahraničních investorů z koruny vystupovat hned, jak se naskytne příležitost. Tato tendence bude dle nás tím patrnější, 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 vývozů 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.** Vyšší inflace by mohla rozvázat centrální bance ruce (anebo alespoň ústa), což by zlotý jistě podpořilo. I bez slibu utahování politiky by však stávající úrokový diferenciál a solidní makro měly trhy přesvědčit, že hodnoty kolem 4,30 jsou příliš slabé. V nejbližších dvou čtvrtletích tak očekáváme návrat k úrovním 4,20; pokud by se přidaly i indikace centrální banky na utahování politiky, pak bychom mohli vidět i hodnoty pod 4,10.

**Maďarský forint** má dle nás fundamentální potenciál posílit k hranici 300, či dokonce pod ni. Stávající hodnoty nad 320 jsou fundamentálně neodůvodnitelně slabé a vzhledem k tomu, že maďarská centrální banka již v březnu de facto přistoupila k utahování politiky (byť velice mírnému), čekáme jejich brzkou korekci směrem k hranici 310, a poté, ve druhé polovině roku, až k hranici 300.



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

## AKCIOVÝ TRH

Na akciové trhy máme souhrnně neutrální pohled. Pro následující měsíce budou stěžejní příchozí makrodata, jež naznačí vývoj v druhé polovině roku, a rétorika centrálních bankéřů. Koncem letošního roku můžeme očekávat akceleraci ziskových marží, což povede k zatraktivnění hodnotových ukazatelů akcií, které se nyní obchodují blízko svých dlouhodobých historických průměrů. Evropské akcie by zároveň mohly reflektovat slabé euro a nadále uvolněnou měnovou politiku ECB. Opatrní jsme ohledně amerických akciových indexů, jež se nachází blízko historických maxim a v současné době, po výrazném zhodnocení, budou obtížné hledat důvody pro svůj další růst. Pozitivním stimulem by však mohly být blížící se prezidentské volby, akcelerace hospodářského růstu nebo uvolněná měnová politika centrální banky. **Pozitivní jsme ohledně hospodaření společností z rozvíjejících se trhů**, které budou těžit ze sílícího 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.

Ohledně mnoha akcií ze středoevropského regionu jsme velice pozitivní. Největší potenciál nyní vidíme u slovinských, rumunských a některých českých akcií. Z akcií na českém trhu jsme pozitivní ohledně akcií producenta tabákových výrobků Philip Morris Czech, akciového titulu AVAST a rychle se oddlužujícího majitele Novy, mediální skupiny CETV. Rizikem pro bankovní tituly může být zavedení bankovní daně, o které se v posledních měsících stále častěji hovoří. Stejný problém sektorových daní může dopadnout také na pojišťovny nebo telekomy. Ze segmentu 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 prodejce bot CCC, 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, plynárenských společností Romgaz a Petrom a producenta vína Purcari, ve Slovinsku jsou to akcie farmaceutické společnosti Krka, banky Nova Ljubljanska 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)