

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

AKCIOVÉ INDEXY

USA – S&P 500	2,61 %
Evropa – DJ Stoxx 600	2,31 %
Japonsko – Nikkei 225	4,71 %
MSCI Emer. Mark.	0,73 %
ČR – PX	3,96 %
Polsko – WIG30	-0,77 %
Maďarsko – BUX	0,63 %

**DLUHOPISOVÉ INDEXY
Bloomberg Barclays**

USA	-1,81 %
Evropa	-1,89 %
ČR	-2,01 %
Polsko	-1,26 %
Maďarsko	-2,26 %
Turecko*	-0,15 %

* BofA Merrill Lynch index

**MĚNY
(pokles = posílení)**

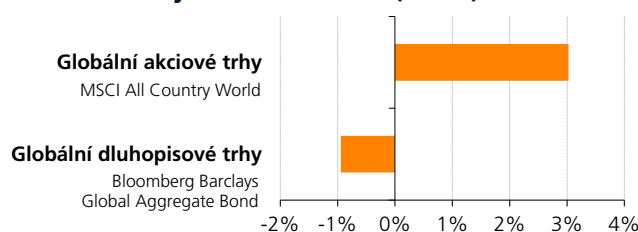
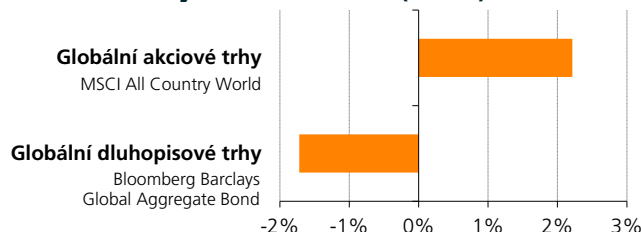
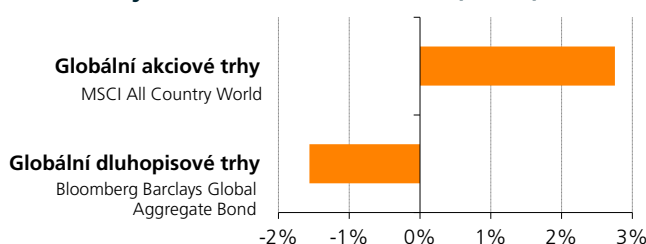
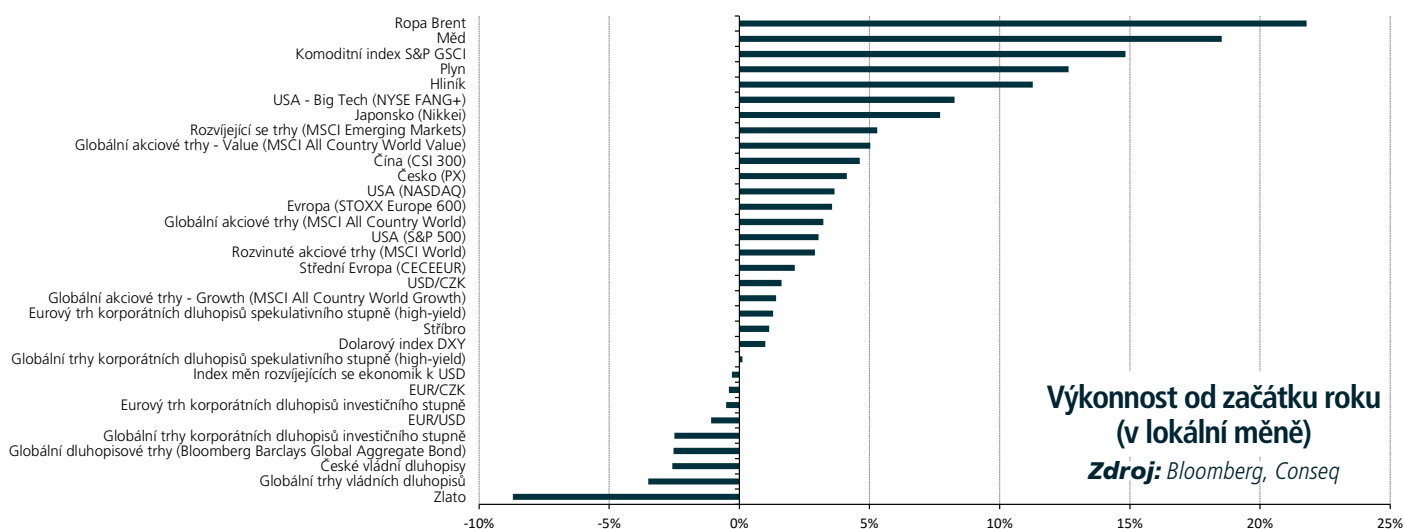
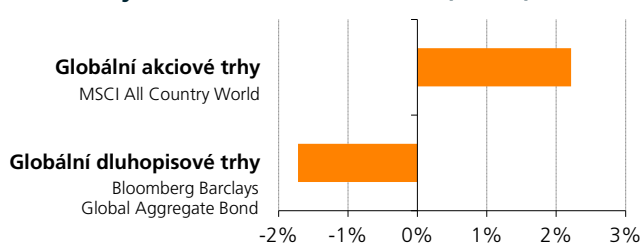
USD/EUR	-0,50 %
CZK/USD	0,97 %
CZK/EUR	0,54 %
PLN/EUR	0,00 %
HUF/EUR	1,33 %
TRY/EUR	0,90 %

KOMODITY

Ropa Brent	18,34 %
Zemní plyn	8,07 %
Sil. elektřina	5,21 %
Zlato	-6,41 %
Stříbro	-1,90 %
Měď	15,65 %

ÚNOR V KOSTCE
SHRNUTÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

V únoru jsme zaznamenali poměrně výraznou korekci na globálních dluhopisových tržích. Důvodem byl silný nárůst inflačních očekávání kvůli předpokládanému silnému globálnímu ekonomickému růstu v průběhu letošního roku. Globální ekonomický růst by měl být podpořen jednak rychlou vakcinací populace, jednak stále bezprecedentně uvolněnou měnovou politikou klíčových centrálních bank a velice uvolněnými fiskálními politikami. To by mělo ve výsledku výrazně podpořit právě inflaci. Nejširší globální dluhopisový index Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond odepsal 1,7 %. Na druhou stranu akciovým tržím se dařilo poměrně dobře, když nejširší globální dluhopisový index MSCI All Country World připsal zisk 2,2 %.

Výkonnost v únoru (v CZK)

Výkonnost v únoru (v USD)

Výkonnost od začátku roku (v CZK)

Výkonnost od začátku roku (v USD)

**Výkonnost od začátku roku
(v lokální měně)**

Zdroj: Bloomberg, Conseq

ÚNOR V KOSTCE

CO JSME DĚLALI V NAŠICH INVESTIČNÍCH PORTFOLIÍCH?

- V rámci asset alokace investičních portfolií jsme v únoru zvýšili podvážení na akciích. Globální akciovou složku tak nyní máme vůči srovnávacím indexům neboli benchmarkům podváženou na úrovni -25 % mezi neutrálem a minimem. Únorové snížení akcií jsme provedli prodejem akcií napříč všemi světovými regiony s výjimkou střední Evropy, kterou momentálně pokládáme za nejatraktivnější akciový region vůbec, především z valuačního hlediska.
- Celkově tak máme v rámci asset alokace investičních portfolií vůči benchmarkům neboli srovnávacím indexům i nadále podvážení v akciích a naopak nadvážení v dluhopisech a alternativních investicích.
- V akciové složce máme výrazně podvážené USA a naopak výrazně nadvážené rozvíjející se trhy (emerging markets) v čele se střední Evropou a rozvíjející se Asií.
- U českých vládních dluhopisů jsme i nadále velice výrazně podvážení na duraci, což znamená, že udržujeme průměrnou splatnost tohoto subportfolia oproti benchmarkům kratší, čímž se chráníme vůči úrokovému riziku případného pokračování nárůstu požadovaných výnosů do doby splatnosti, a to především na delším konci výnosové křivky.

ASSET ALOKACE	akcie - podvážení	dluhopisy + nadvážení	alternativy + nadvážení
----------------------	-------------------------	-----------------------------	-------------------------------

AKCIOVÁ ALOKACE						
celková alokace	podvážení	rozvinuté trhy	podvážení	USA	podvážení	
				západní Evropa	neutrál	
		rozvíjející se trhy	nadvážení	Japonsko	neutrál	
				střední a východní Evropa	nadvážení	
	rozvíjející se Asie			nadvážení		
	Latinská Amerika			podvážení		
					Rusko	nadvážení
					Turecko	podvážení

JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

AKCIE

- Na Investičním výboru dne 3. února jsme se rozhodli snížit váhu globální akciové složky vůči benchmarkům z -12,5 % na -25,0 % mezi neutrálem a minimem. K tomuto kroku nás vedly primárně tři důvody. Zprvce velice solidní výkonnost globálních akciových indexů od začátku letošního roku a za posledních 12 měsíců. Za druhé velmi vysoké globální akciové valuace. A zatřetí riziko zvýšené inflace vlivem bezprecedentního kvantitativního uvolňování klíčových centrálních bank a stále velice uvolněných fiskálních politik. Přitom dle historických statistik vždy platilo, že při zvýšené inflaci se akciím příliš dobře nevedlo. Domníváme se proto, že v aktuálních cenách akcií je již zaceněno očekávání velice pozitivního budoucího vývoje a prostor pro další výrazný akciový růst je již výrazně omezen.
- Na druhou stranu musíme zdůraznit, že celková nadhodnocenost globálních akciových trhů je způsobena především extrémní nadhodnoceností amerických akcií. Ty máme proto v naší globální akciové alokaci vůči benchmarkům výrazně podvážené. Pokud se vyplní naše očekávání a americké akcie v následujících měsících budou za zbytkem světa výrazně zaostávat, na relativní výkonnosti našich portfolií vůči benchmarkům se to projeví velice pozitivně.
- Na druhou stranu se domníváme, že některé regiony z rozvíjejících se trhů jsou i nadále oceněny velice atraktivně. Patří mezi ně především region střední Evropy, který v uplynulých letech za globálními akciovými indexy velice výrazně zaostával. Střední Evropa je momentálně pravděpodobně vůbec nejlevnějším regionem na celém světě s trailing P/E na úrovni přibližně 16násobku. Region střední Evropy máme proto v naší globální akciové alokaci vůči benchmarkům výrazně nadvážený. Pevně věříme, že si k němu v nejbližších měsících investoři cestu opět najdou.
- Dalším regionem, který máme v rámci globální akciové složky výrazně nadvážený, je rozvíjející se Asie v čele s Čínou. Tomuto regionu se v posledních kvartálech dařilo velice dobře a naše investiční portfolia z tohoto vývoje výrazně profitovala. Pevně přitom věříme, že nadvýkonnost tohoto regionu bude pokračovat také po zbytek letošního roku. Rozvíjející se Asie je totiž momentálně hospodářským motorem celého světa. HDP Indie by měl podle poslední prognózy Mezinárodního měnového fondu v letošním roce růst o 11 % a HDP Číny o 8 %. To by se samozřejmě mělo výrazně pozitivně projevit na dynamice korporátní ziskovosti lokálních burzovně obchodovaných firem a potažmo akciové výkonnosti.

ÚNOR V KOSTCE

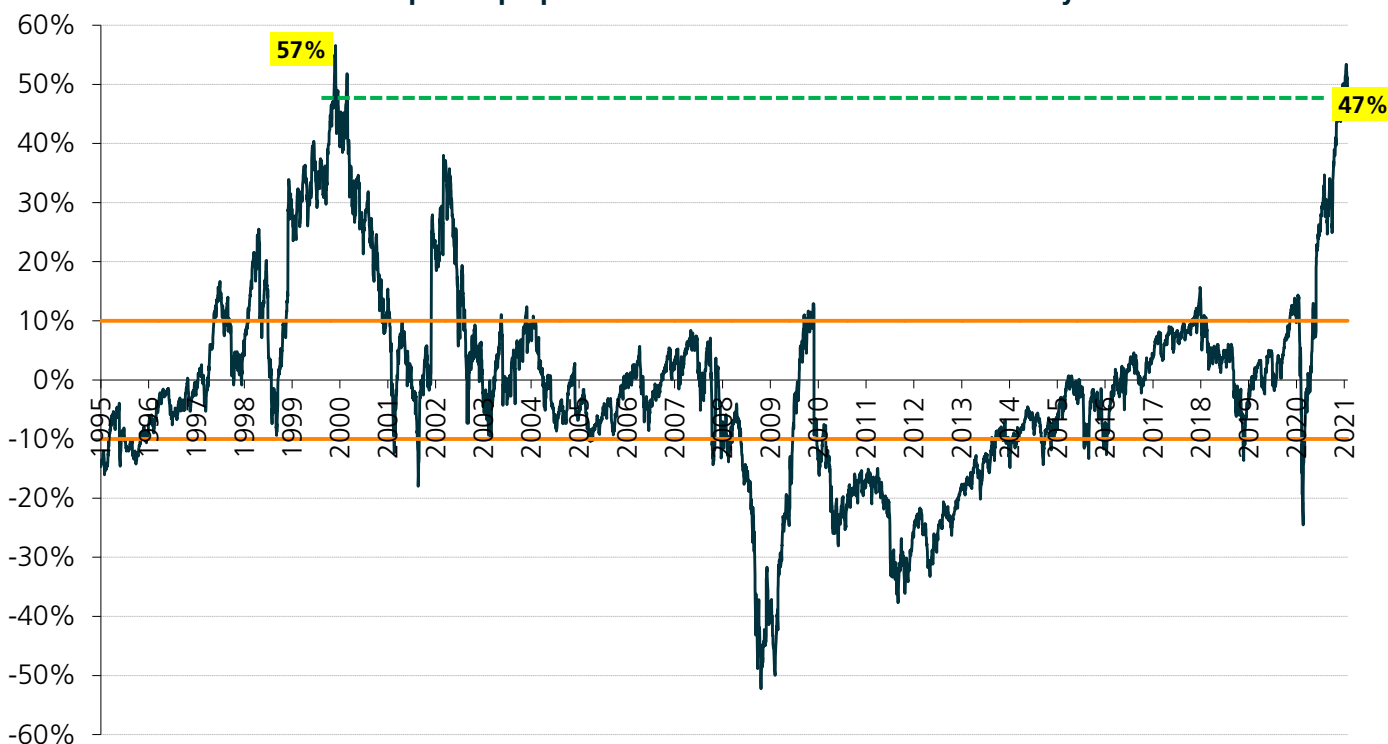
JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

- Rozvíjející se trhy jako celek nám přitom v poslední době dělají velkou radost, neboť od začátku letošního roku zatím rozvíjející se trhy dle indexu MSCI Emerging Markets připsaly zisk 3,7 %, zatímco rozvinuté trhy dle indexu MSCI World „pouze“ 1,4 %. Domníváme se, že by měly rozvíjející se trhy jako celek outperformovat i v nadcházejících měsících, a to primárně z valuačních důvodů. Rozvinuté trhy jsou dle ukazatele EV/EBITDA aktuálně oceněny na úrovni 17násobku, zatímco rozvíjející se trhy pouze na úrovni 14násobku. Na rozvíjejících se trzích je tak přítomen 17% valuační diskont, který by se měl podle našeho názoru v následujících měsících zcela neutralizovat.
- Mezi zásadní rizika našeho mírně pesimistického scénáře pro globální akciové trhy patří především skutečnost, že klíčové centrální banky stále provádějí nákupy aktiv v bezprecedentním měřítku (kvantitativní uvolňování). Z globálního pohledu v loňském roce centrální banky natiskly 9,2 bilionu dolarů, což je dokonce trojnásobek oproti předchozímu rekordu z krizového roku 2008. Nemůžeme tedy vyloučit, že globální akciové trhy budou pokračovat v růstu i ze současných historických maxim, neboť korelace mezi globálními akciovými indexy a globální peněžní zásobou je od globální finanční krize skutečně velice silná.

DLUHOPISY

- Pokud jde o dluhopisy, ty jsou momentálně jako globální třída aktiv prakticky nejdražší v historii, když průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti dle agentury Bloomberg na konci února činil pouhých 1,08 % a pohyboval se tak i nadále poblíž historického minima ze srpna loňského roku, a to i po únorové korekci. Průměrný reálný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti, tedy očištěný o míru inflace, je proto poměrně hluboko v záporu. I nadále se proto domníváme, že vládní dluhopisy relativně bezrizikových zemí příliš prostoru pro solidní zhodnocení ve střednědobém horizontu příštích pěti let nenabízejí, a to včetně českých vládních dluhopisů.
- V rámci řízení rizika dluhopisových portfolií je klíčové řízení úrokového rizika. Zjednodušeně řečeno jde o to, že při dluhopisových korekcích mají silnou tendenci více klesat ceny dluhopisů s delší splatností. Za jinak stejných okolností totiž platí, že nárůst požadovaných výnosů do doby splatnosti, řekneme o jeden procentní bod, způsobí mnohem větší pokles ceny dluhopisu s desetiletou splatností než u dluhopisu například s dvouletou splatností.
- Pro řízení úrokového rizika dluhopisového portfolia je klíčová tzv. durace, která udává citlivost tržních cen dluhopisů právě na pohyb úrokových sazeb, resp. požadovaných výnosů do doby splatnosti. Přitom platí, že čím nižší duraci portfolio má, resp. čím kratší je průměrná splatnost dluhopisového portfolia, tím nižší úrokové riziko je v portfoliu přítomno. Například u našeho hlavního dluhopisového fondu – Conseq Invest Dluhopisový – činí durace portfolia pouze 1,8. A naproti tomu durace srovnávacího indexu neboli benchmarku je výrazně vyšší na úrovni 6,6.

Globální kompozitní proprietární akciová valuace - MSCI All Country World



ÚNOR V KOSTCE

JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

- Z tohoto faktu vyplývá klíčový závěr – při růstu požadovaných dluhopisových výnosů do doby splatnosti, resp. poklesu tržních cen dluhopisů, bude náš fond trpět mnohem méně než benchmark. Tohoto vývoje jsme konec konců svědky od začátku letošního roku, kdy náš dluhopisový fond svůj benchmark výrazně překonává. Podvážení na duraci samozřejmě naše dluhopisová portfolia od poklesu zcela neochrání, nicméně minimálně ve srovnání s benchmarky bude toto silně defenzivní nastavení znamenat velice výraznou relativní nadvýkonnost našeho fondu.
- A pokud jde o korporátní dluhopisy, ty jsou momentálně také velmi drahé, neboť tzv. kreditní marže neboli rizikové přírážky, které měří výnosovou prémii korporátních dluhopisů oproti relativně bezrizikovým výnosům vládních dluhopisů nebo sazbám úrokových swapů, jsou výrazně pod úrovněmi historických průměrů. Naše aktivní správa portfolií korporátních dluhopisů je nicméně také nastavena poměrně defenzivně, co se kreditního rizika týče. U korporátních dluhopisů s neinvestičním spekulativním ratingem (high-yield) se totiž zaměřujeme zejména na společnosti, které nejsou extrémně předlužené, například dle poměru čistý dluh / EBITDA, a zároveň na společnosti, které generují velice solidní cash flow, například dle poměru provozní cash flow / investovaný kapitál. Troufáme si proto tvrdit, že naše velice robustní kreditní analýzy by měly pomoci zabránit výrazně nadprůměrnému výskytu problematických emitentů.

Průměrný globální dluhopisový výnos



Zdroj: Bloomberg, Conseq

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Ekonomika se navzdory probíhajícímu vlnám pandemie překvapivě drží, kromě průmyslové produkce se zkraje letošního roku zlepšily snad všechny další indikátory; narostla dokonce i inflace. Na akcelerující poptávkové tlaky však usuzovat nelze.

Ekonomika Evropské měnové unie (EMU) se dle druhého odhadu (a samozřejmě v souladu s očekáváním) ve čtvrtém čtvrtletí vrátila z nebeských růstových výšin třetího čtvrtletí zase zpátky na zem. Respektive lehce pod ni. Po růstu ve třetím čtvrtletí o 12,4 % q/q (−4,3 % r/r) totiž ve čtvrtém čtvrtletí ekonomika EMU poklesla, byť jenom mírně (o −0,6 % q/q).

Stalo se tak v podstatné míře díky Itálii. Italská ekonomika totiž ve čtvrtém čtvrtletí poklesla o rovná dvě procenta, což bylo zdatelně horší ve srovnání s Francií (−1,3 % q/q) a neporovnatelně horší ve srovnání se Španělskem i Německem, kteréžto ekonomiky koncem minulého roku obě rostly (+0,4 % a 0,1 % q/q). Strukturální data budou zveřejněna až v březnu, ale z dat za Francii se zdá, že poklesu za celou Eurozónu vévodila spotřebitelská poptávka.

Měsíční data, která byla v EMU v průběhu února 2021 zveřejněna, byla překvapivě dobrá: kromě průmyslové produkce se všechny další indikátory – jak měkké, tak tvrdé – zlepšily.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

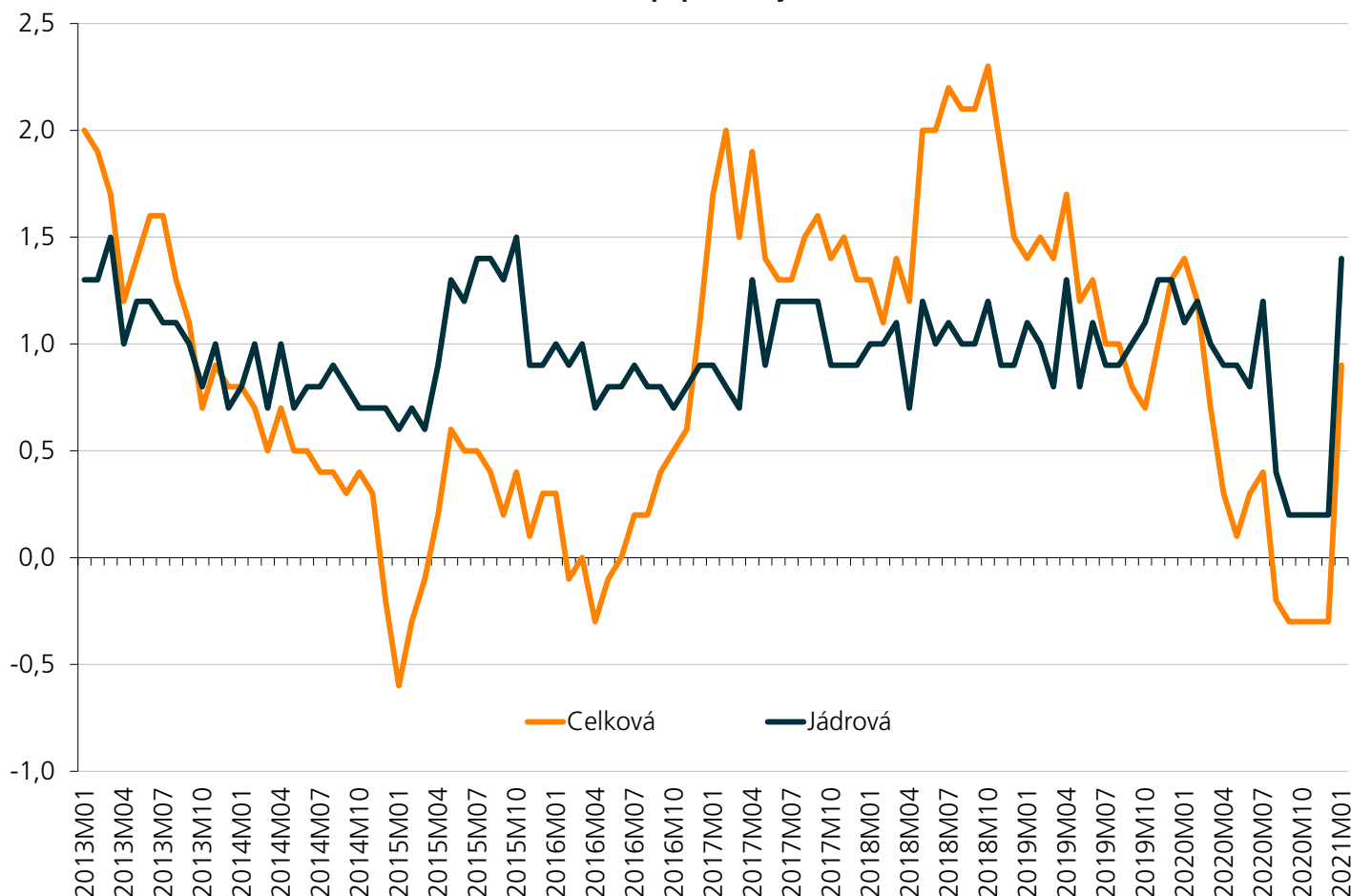
EMU

Maloobchodní tržby zaznamenaly v prosinci po výrazném prosincovém poklesu (-5,7 % m/m) dvouprocentní meziměsíční růst, který byl umožněn krátkým předvánočním rozvolněním poměrů; meziroční tempo růstu tak dosáhlo +0,6 %. Pokles v Itálii se zmírnil na -6 % r/r, ve Španělsku z -5 % v listopadu na de facto stagnaci (+0,2 % r/r) v prosinci. Ve Francii se tržby z listopadového meziročního poklesu o 11,6 % dostaly dokonce do kladného růstu o 9,1 % r/r, zatímco v Německu tomu bylo právě naopak (listopad: +8,2 %, prosinec -1,1 % r/r). **Spotřebitelská důvěra** zůstala v lednu i v únoru stabilní: v lednu dosáhla -15,5 bodu, v únoru -14,8 bodu, obojí ve shodě s průměrnou hodnotou v posledním čtvrtletí minulého roku (15,6 bodu): dá se tak předpokládat, že počátkem roku 2021 se už situace v maloobchodu nezhoršovala. **Trh práce** je také velmi stabilní: sezonně očištěná míra nezaměstnanosti dle dat zveřejněných v první únorový den dosáhla v prosinci 2020 stejné hodnoty (8,3 %) jako v listopadu, což je jen o necelý procentní bod více než před rokem. Nejvyšší je nadále míra nezaměstnanosti ve Španělsku (16,2 %).

Průmyslová produkce koncem roku poklesla o 1,7 % m/m, a to i přesto, že v Německu jakožto v největší ekonomice Eurozóny poosmé v řadě vzrostla (byť nejpomalejším tempem od dubna, jen o 0,6 % m/m). Ve Španělsku produkce také vzrostla, ve Francii a v Itálii však poklesla.

Měkké indikátory v průmyslu se zlepšily. **Důvěra v průmyslu měřená EK** je už lepší než v únoru 2020 – v listopadu sice ještě dosáhla -10,2 bodu (březen 2020 -11,2 bodu; únor 2020: -6,2 bodu), od prosince se však třikrát zlepšila a v únoru už byla na hranici -3,5 bodu, což je nejlepší hodnota tohoto ukazatele od května 2019. **Německý index IFO** se v únoru (92,4 bodu) po krátkém lednovém poklesu (90,3 bodu) opět vrátil na prosincovou hodnotu (92,2 bodu), a to díky zlepšení (na 94,2 bodu, nejvyšší hodnotu od října) u subindexu budoucích očekávání. **Index nákupních manažerů (PMI)** ve zpracovatelském průmyslu v únoru opět narostl, hodnotou 57,9 bodu se dostal nejvýše od února 2018. **V dominantním sektoru služeb je situace horší, v prosinci se index dostal pod 45 bodů (44,7)**. To samozřejmě stále indikuje kontrakci v nevýrobním sektoru, ale kontrakci rozsahem nesrovnatelně menší než v jarních měsících, kdy se index zhroutil i na 12 bodů (duben 2020).

Inflace silně narostla, ale o poptávkových tlacích to nesevědí



EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Celková inflace v lednu výrazně narostla. Jádrová inflace narostla vůbec nejrychleji v historii, a to z 0,2 % na 1,4 %, celková inflace pak narostla z -0,3 % na +0,9 %. Důvody však nejsou v zázračném meziměsíčním vzednutí poptávkových tlaků, nýbrž v jiných faktorech. Zaprvé, dočasné snížení DPH v Německu z roku 2020 na začátku roku 2021 skončilo. Zadruhé, a to bylo výrazně důležitějším faktorem, statistický úřad EMU Eurostat výrazně změnil váhy spotřebitelského koše, a to z důvodu změn spotřebitelského chování v důsledku pandemie (pokles vah u hotelů, zájezdů, nárůst vah donáškových služeb...). Nebýt těchto změn, které jsou určitě dočasné (návrat k normálu povede zase ke změně ve spotřebitelském chování ke „starému“ modelu), byla by inflace i v lednu 2021 stejně nízká jako v prosinci 2020.

Na posledním zasedání (20. – 21. 1. 2021) ECB samozřejmě žádnou změnu politiky neprovedla. Dle zápisu ze zasedání se ECB zavázala ignorovat krátkodobé výkyvy v inflaci (o to více, jsou-li generovány změnami metodiky) a ponechat rozsah měnově-politické stimulace v letošním roce neměnný. To plyne zcela jasně z věty, že „měnová politika by měla zachovat pevnou ruku a opatření z prosince [2020] by měla dostat čas, aby se plně projevila“. Ze zápisu rovněž mezi řádky vyplývá, že dojde-li letos přece jenom k nějaké změně politiky, bude to směrem k uvolnění.

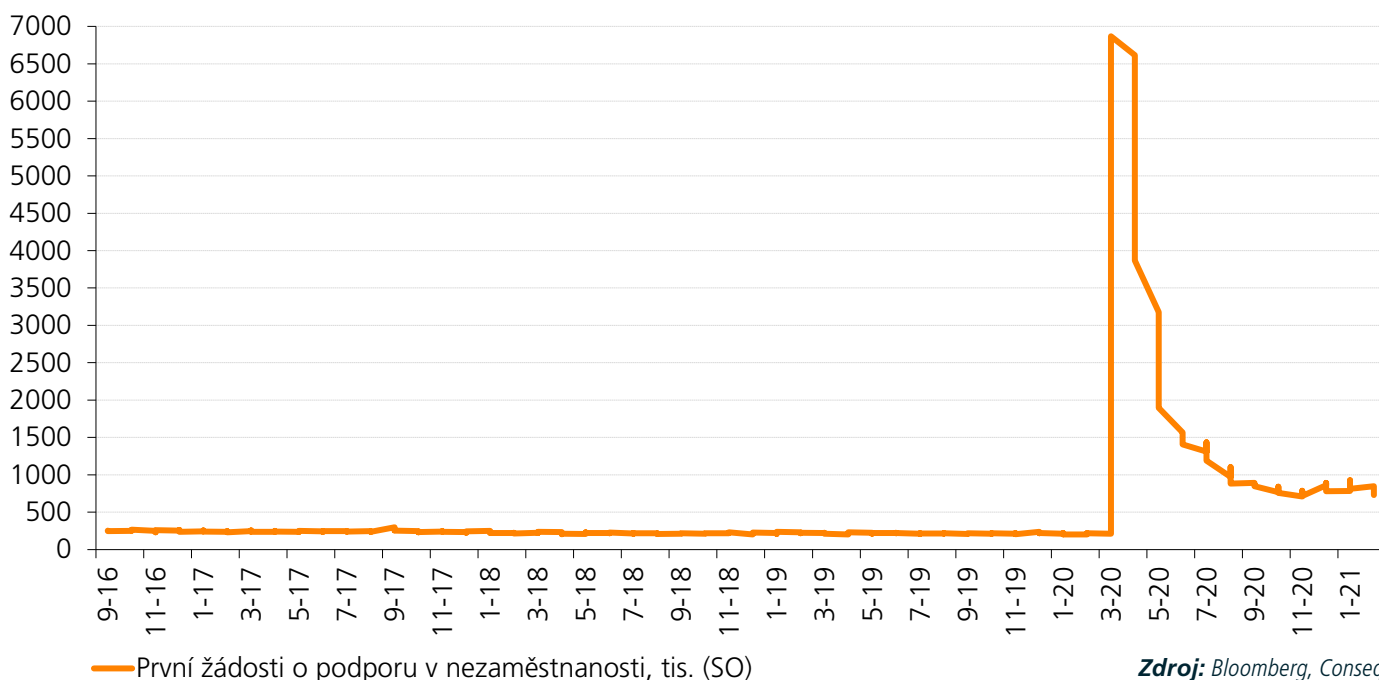
USA

Americká ekonomika se dále zlepšuje, a to ji ještě čeká masivní fiskální stimulace téměř dvoubilionovým balíčkem pomoci. Možná se tak dočkáme i rychlejšího růstu inflace.

Americká ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí samozřejmě také nezopakovala stratosférické tempo růstu z třetího čtvrtletí (33,4 % q/q, anualizovaně), ale na rozdíl od Eurozóny ani mezičtvrtletně nepoklesla. Tempo jejího anualizovaného mezičtvrtletního růstu totiž dle druhého odhadu dosáhlo 4,1 %, když se na něm nejvýrazněji podepsaly nejenom fixní investice (+4,2 p. b.), ale vcelku překvapivě i spotřebitelské výdaje na služby (+1,8 p. b.); výdaje na zboží k růstu naopak nepřispěly (-0,2 p. b.).

Data zveřejněná během února 2021 byla velmi dobrá. **Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby** v lednu podeváté v řadě vzrostly, a to nejrychlejším tempem (+3,4 % m/m) od července (+11,8 % m/m). Po vyloučení volatilní kategorie letadel a kategorie vojenské techniky, tj. poté, co objednávky skutečně představují proxy pro fixní investice většiny firem, je obrázek podobný: v lednu 2021 osmý růst (+3,2 % m/m) z posledních devíti měsíců (jediným negativním měsícem byl listopad, kdy objednávky poklesly o 1,7 % m/m). Meziročně jsou tak objednávky zboží bez letadel a zbraní už o 9,1 % **vyšší** než před rokem. Tento vývoj je vcelku překvapivý ve světle toho, jak se v minulém roce vyvíjela **průmyslová produkce**. Ačkoliv se samozřejmě od března (-4,4 % m/m) a dubna (-12,6 % m/m) výrazně zlepšila, i navzdory (téměř) nepřetržitému růstu od května byl i v lednu 2021 průmysl nadále meziročně nižší, a to o skoro dvě procenta. V samotném lednu produkce přidala počtvrté v řadě: +0,9 % m/m.

Trh práce se v posledním půlroce výrazně zlepšil



EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Celkové **maloobchodní tržby** bez motorových vozidel a bez paliv se po poklesech ve všech třech měsících posledního čtvrtletí (dohromady o skoro 4 %) výrazně zvedly. V lednu 2021 totiž přidaly více než 6 % m/m a meziročně tak byly o skoro 8 % vyšší, což je vzhledem k obecné situaci v minulém roce překvapivé. Důvodem je samozřejmě fakt, že výpadek soukromých příjmů (plynoucí z růstu nezaměstnanosti) nahradila za cenu gigantického růstu státního zadlužení vládními transfery americká vláda. A to se ještě chystá největší fiskální balíček mírových časů: poté, co se koncem prosince 2020 Demokraté a Republikáni domluvili na novém balíčku fiskální podpory (900 mld. USD), schválila Sněmovna reprezentantů koncem února další balíček, tentokrát ve výši 1 900 mld. Pokud projde i Senátem, v polovině března jej může mít Joe Biden na stole k podpisu.

Trh práce se v lednu po prosincové stagnaci opět zlepšil. Míra nezaměstnanosti totiž v lednu klesla z prosincových 6,7 %, což je samo o sobě oproti vrcholu z dubna (14,7 %) výrazné zlepšení, na lednovou hodnotu 6,3 %. Oproti prosinci 2020 klesla také míra nezaměstnanosti U6 (zahrnující kromě nezaměstnaných i ty, co pracují méně, než by chtěli, a ty, kteří hledání práce vzdali kvůli absenci naděje, že nějakou najdou), a to z prosincových 11,7 % na lednových 11,1 %. Zlepšení je vidět i na „tokových“ datech. U prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti dosáhl únorový týdenní průměr 806 tis. (v prosinci to bylo cca 836 tis., v lednu 842 tis., na jaře během druhé poloviny března a první poloviny dubna 5,5 mil.), u pokračujících žádostí pak byl únorový průměr 4,5 mil. cca. o 300 tis. nižší než v lednu.

Jádrová PCE inflace **v lednu podruhé v řadě vzrostla, a to stejně jako v prosinci o 0,3 % m/m;** po dvou předcházejících měsících stagnace se tak cenová hladina citelně zvedla. Meziroční tempo inflace se dostalo na 1,5 %, což je sice stále ještě pod cílem Fedu, ale už ne o tolik, jako před pár měsíci. Pokud si k tomu připočteme gigantický balík fiskální pomoci a očekávaný letošní návrat k normálu kvůli vakcinaci, není nepředstavitelné, že se letos dočkáme dalšího znatelného růstu inflace. Byť se možná (kvůli stále vysoké nezaměstnanosti) bude jednat toliko o růst přechodný, časově omezený.

Americká centrální banka v únoru nezasedala, poslední zasedání se konalo koncem ledna. Během února byl pouze zveřejněn detailní zápis z tohoto zasedání, nic nového jsme se však z něj nedozvěděli. Členové FOMC totiž jenom řekli, že „stávající ekonomické podmínky jsou vzdálené cílům“, které FOMC má, a že tudíž „měnová politika musí zůstat velmi uvolněná ještě dlouhou dobu“. V zápisu se také objevilo, že „ceny aktiv jsou zvýšené“.

CEE3

ČR

Ekonomika se s podzimní vlnou pandemie vypořádala lépe než s tou první, jarní. Inflace klesá, ale jen v kategoriích, na které měnová politika ČNB valný dosah nemá.

Po poklesech v prvním a ve druhém čtvrtletí (−3,1 % q/q v prvním a −8,7 % q/q ve druhém čtvrtletí) a po výrazném oživení ve třetím čtvrtletí (+7,1 % q/q), ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí dle druhého odhadu, zveřejněného počátkem března, překvapivě mírně rostla (+0,3 % q/q). To znamená, že se i navzdory druhé vlně pandemie, která ČR zasáhla na podzim a která v podstatě pokračuje doteď, ekonomika dokázala nejen vyhnout dalšímu propadu (a tudíž recesi tvaru písmene W), ale také to, že za celý rok byl pokles „jen“ o 5,6 % (v posledním čtvrtletí pak pokles dosáhl 4,7 % r/r). To, že druhá vlna pandemie se na růstu nepodepsala tak jako první, je důsledkem mnohem lepšího vývoje průmyslu (ten zatím na rozdíl od jara nezavřel provozy), ale také menších propadů v maloobchodu. Výdaje domácností ve 4Q20 totiž klesly o 4,2 % r/r (vs. −7,2 % ve 2Q20), export se dokonce zvýšil o 6,9 % q/q (vs. propad o 21,4 % ve 2Q20), neboť k žádnému uzavření továren jako na jaře nedošlo.

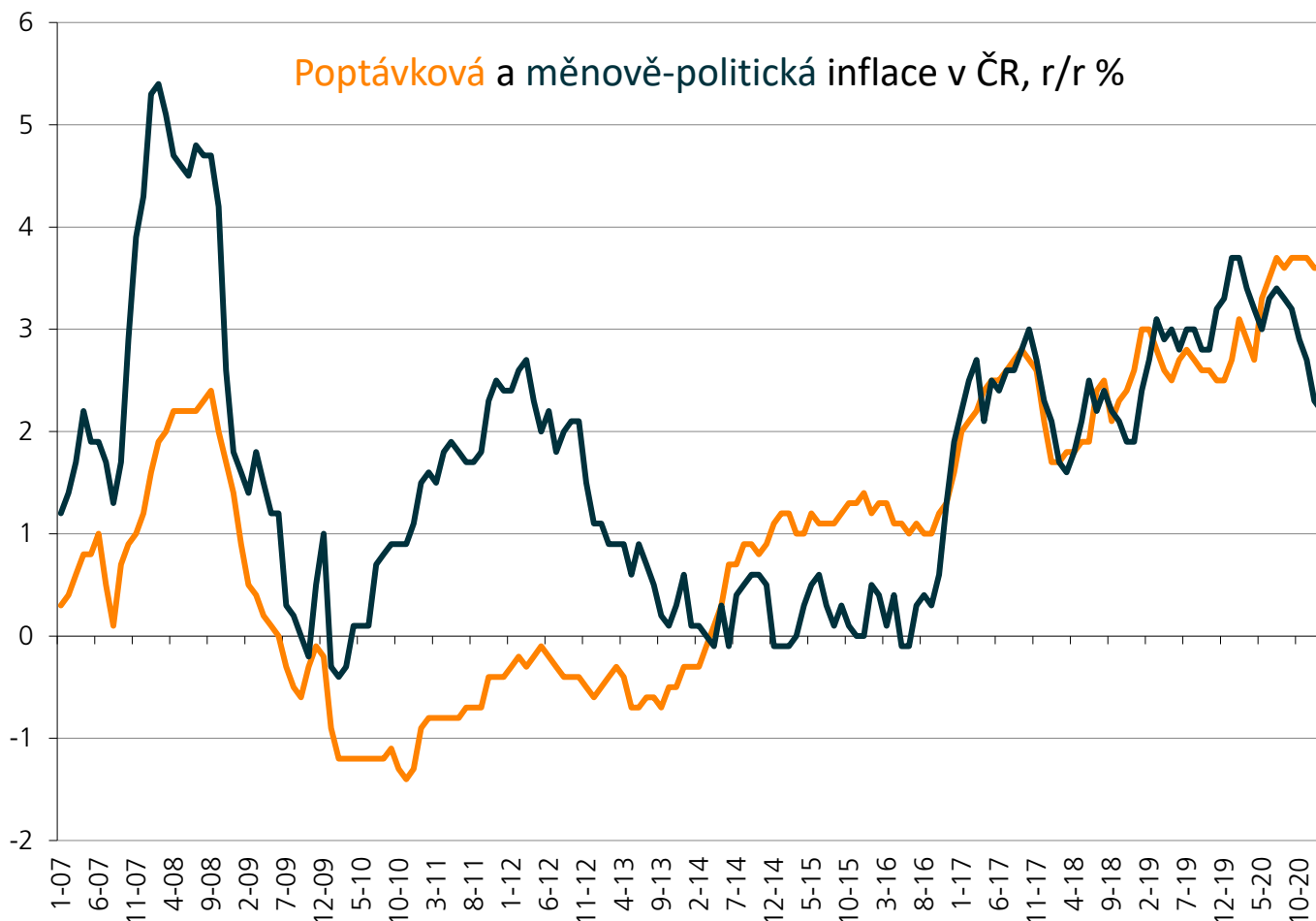
Průmyslová produkce, která během března a dubna minulého roku ztratila více než 35 % a která v následujících třech měsících přidala skoro 40 %, přidala ve čtvrtém čtvrtletí něco přes procento q/q (v samotném prosinci pak 0,2 % m/m). To samozřejmě není žádná sláva, ale ve srovnání s propady ve 2Q20 je to nebetyčný rozdíl. Index **PMI ve zpracovatelském průmyslu,** který se koncem minulého i počátkem letošního roku udržel na 57 bodech a v únoru pod tuto hranici jen mírně klesl (56,5 bodu), navíc indikuje, že průmysl má v 1Q21 nakročeno k meziročnímu růstu o 4–6 %. Ani důvěra v průmyslu měřená ČSÚ neukazuje na opakování jara: zatímco na jaře se důvěra propadla až k −30 bodům, dnes se drží lehce pod nulou. V samotném únoru se totiž dostala nejvýše (−1,3 bodu) od dubna 2019. To je vzhledem ke stavu pandemie a riziku, že dojde k zavření průmyslových provozů, hodně překvapivé.

Celkové **maloobchodní tržby** (tj. tržby včetně pohonných hmot a motorových vozidel) samozřejmě v listopadu uzavírkami utrpěly (ovšem méně než na jaře) a v prosinci se díky krátkodobému rozvolnění opět zvedly: listopadový meziroční pokles o 7,3 % r/r se tak v prosinci zmínil na −1,3 %. Na poklesu se koncem roku nejvíce podílely sektor motorových vozidel (−6,2 % r/r) a paliv (−9 % r/r); sektor nepotravinářského zboží mimo motorových vozidel se z listopadového propadu (−11,3 % r/r) v prosinci díky zhruba třítydennímu rozvolnění dostal do růstu o 3,6 %.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

Inflace klesá, ale jen kvůli faktorům, na které měnová politika ČNB dosah nemá



Zdroj: www.czso.cz

Data o maloobchodě v 1Q21 však budou horší. Vinou zhoršující se epidemiologické situace se v únoru dále propadl sentiment domácností měřený Českým statistickým úřadem. U důvěry domácností se poté, co se v prosinci, reflektující krátkodobé rozvolnění restrikcí, skokově zvedla o 8 bodů na -14,5 bodu, v lednu i v únoru situace obrátila. Spotřebitelská důvěra se tak dostala na -21 bodů, což už není daleko dubnového dna (-25,3 bodu).

Měnově-politická inflace navzdory silnému meziměsíčnímu růstu o 1,3 % na meziročním základě zpomalila na 2,2 %, což je její nejnižší hodnota od prosince 2018. **Jádrová inflace** reflektující růst cen neregulovaných, nepotravinářských komodit (ergo, celková inflace bez regulovaných cen, cen potravin a cen pohonných hmot) však zůstala vysoko (3,6 %), tj. na stejné úrovni jako v prosinci 2020 a o 0,9 p. b. výše než byla před rokem.

ČNB zasedala počátkem února, k žádné změně měnové politiky samozřejmě nedošlo. V záznamu ze zasedání bylo uvedeno, že Bankovní rada vidí rizika listopadové prognózy jako vychýlená ve směru pomalejšího odezdnívání pandemie. Protože současně došlo k posílení kurzu koruny a protože BR ČNB debatovala o tom, jaká část fiskálního uvolnění skrze snížení daní se uspoří a jaká se dostane do spotřeby, je evidentní, že ČNB nevěří, že by letos musela utáhnout sazby tak, jak to předpokládá prognóza (3–4x). Na druhé straně však BR ČNB také říká, že rizika deflace jsou malá a že tedy nejbližší pohyb sazeb bude nahoru. Otázkou tak je nejspíš jen „kdy“.

POLSKO

Ekonomika je vzhledem k nadále probíhající pandemii i v prvním čtvrtletí letošního roku v překvapivě dobré kondici – průmysl jede, domácnosti sice nemají kde utrácet, ale neklesají na duchu. Centrální banka je stále nespokojená s kurzem.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

Pokles polské ekonomiky dosáhl v posledním čtvrtletí dle finálních dat z konce února 2,8 % r/r. Struktura dat ukázala, že na poklesu ekonomiky se podílely ty samé složky agregátní poptávky jako ve 2. čtvrtletí minulého roku: poptávka domácností a fixní investice. Příspěvek první z těchto kategorií byl -1,7 p. b. (po nulovém příspěvku ve 3. čtvrtletí), příspěvek fixních investic byl -2,8 p. b. (rovněž horší než -1,7 p. b. ve třetím čtvrtletí). Lze tak říct, že rozjezd podzimní vlny se na ekonomice projevil kvalitativně stejně jako vlna jarní, kvantitativně však byl efekt, stejně jako v ČR, menší. Ze složek agregátní poptávky, které se podílely na meziročním růstu kladně, nestojí žádná moc za řeč: že bude poptávka vlády pozitivní, bylo jasné, čistý export (+0,4 p. b.) se do plusu dostal jen díky poklesu dovozu.

Průmyslová produkce si podobně jako v ČR vedla ve čtvrtém čtvrtletí velmi dobře, když ve všech měsících zaznamenala pozitivní růst: v říjnu po revizích o 1 % m/m, v listopadu o 0,8 % m/m a v prosinci o 0,3 %. Meziroční tempo růstu se tak v prosinci dostalo na +6,1 %, což bylo nejrychlejší tempo od května 2019. V nastoleném trendu pokračovala produkce i v lednu 2021, když přidala 1,6 % m/m (a 5,5 % r/r). Jelikož se v únoru dále zvedl index nákupních manažerů (leden 2021: 51,9 bodu, únor 2021: 53,4 bodu), vypadá to, že pro průmyslovou produkci bude i zbytek 1. čtvrtletí letošního roku dobrý.

Po částečném uvolnění podmínek pro provoz nákupních center před Vánoce došlo v lednu 2021 k opětovnému uzavření provozoven. **Reálné maloobchodní tržby** tak poklesly o 6 %, a to zejména vinou poklesu prodeje pohonných hmot (-16 % r/r), oblečení a textilu (-41 % r/r). Výhled je však dobrý – nejenom, že v únoru se obchody v nákupních střediscích otevřely, ale vývoj jak spotřebitelského sentimentu, tak nezaměstnanosti ukazují, že poptávka domácností se po otevření bude mít možnost opřít o dobré makroekonomické fundamenty.

S **nezaměstnaností** se totiž nic nestalo, v lednu její sezonně očištěná míra vzrostla oproti prosinci jen o 0,1 p. b. na 6,3 %. To je sice o 1,1 p. b. více než před rokem, ale vzhledem k událostem posledních 12 měsíců je to výsledek výborný. **Mzdy** zůstaly i v lednu v černých růstových číslech, když po prosincovém růstu o 6,6 % přidaly v lednu 2021 meziročně skoro 5 %. Jedná se však podobně jako kupř. v Maďarsku o statistickou záležitost: po březnu minulého roku totiž došlo k nárůstu nezaměstnanosti (byť mírnému), a tento byl koncentrován v nízkopříjmových skupinách. Ve druhém čtvrtletí tento efekt z meziročního srovnání vypadne, ale i tak mzdy zůstanou v mírném růstu.

Inflace po prosincovém střemhlavém zpomalení na 2,3 % poskočila v lednu 2021 opět nahoru. Nejrychlejším meziměsíčním růstem (o 1,2 % m/m) od ledna 2011 se totiž meziročně dostala na 2,7 %. Meziměsíční růst byl způsoben růstem administrativních cen (odpad, energie) a daní (sladké nápoje), přidaly se však také ceny ropy, které způsobily růst cen v sektoru dopravy o 1,3 % m/m. Jádřová inflace, která ještě zveřejněna nebyla, se nejspíš vrátila nad 4 %. Je možné, že se tato inflační data budou ještě měnit kvůli změně vah, která bude představena koncem 1. čtvrtletí (lednová data byla počítána ještě na původních vahách).

Měnový výbor centrální banky (MPC) zasedal počátkem února, žádná změna nastavení měnové politiky se samozřejmě neodehrála. A nezměnilo se ani vyjádření po zasedání. MPC si postěžoval na nedostatek „viditelného a permanentního přízpusobení se“ u směnného kurzu zlotého a potvrdil, že odkupy dluhopisů i devizové intervence budou dále pokračovat. To není dobrá zpráva pro polskou měnu.

MAĎARSKO

Maďarská ekonomika v posledním čtvrtletí rostla nejlépe v regionu, měsíční data za 1. čtvrtletí letošního roku také nejsou slabá. Zdá se, že letos Maďarsko podstatnou část propadu z minulého roku umaže.

HDP poklesl ve 4. čtvrtletí po sezonním a kalendářním očištění o 4,1 % r/r; mezičtvrtletní růst dosáhl však +1,4 %. Na pokračujícím zlepšení se v mezičtvrtletním srovnání nejvíce podílely spotřebitelské výdaje, které přidaly (po sezonním i kalendářním očištění) 1,3 % q/q, ale také fixní investice (+4,4 % q/q) a vládní poptávka (+3,6 % q/q). Za celý minulý rok ekonomika poklesla o 5,1 %.

Maloobchodní tržby si vedly a vedou dobře. Po pouze 2 měsících meziročního poklesu (který ovšem nebyl nijak dramatický – v dubnu 2020 o 8,2 % a v květnu 2020 o 3,6 %) se jejich růst již počátkem léta dostal k -1 %. V listopadu i v prosinci minulého roku se dokonce tempo poklesu dále zmírnilo, když dosáhlo -0,6 % resp. -0,8 % r/r. I zde se, podobně jako jinde v regionu, potvrzuje, že podzimní vlna pandemie je pro obyvatelstvo mnohem menším šokem, než tomu bylo na jaře. Není ale moc divu: **míra nezaměstnanosti**, která v první polovině minulého roku vzrostla na bezmála 5 %, začala ve druhém pololetí opět pozvolna klesat, a za čtvrté čtvrtletí dosáhla jen 4,2 % (oproti 4Q19 je to však o 0,7 p. b. více). V lednu 2021 pak jen mírně vzrostla o 0,1 p. b. na 4,3 %.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

MAĎARSKO

I koncem minulého roku pokračovalo vysoké meziroční tempo růstu mezd, i když je jasné, že mnohem víc než stav ekonomiky reflektuje růst mezd statistický artefakt způsobený tím, že růst nezaměstnanosti byl koncentrován v nízkopříjmových kategoriích (což uměle zvedlo meziroční tempo růstu **průměrné** mzdy). Růst mezd za říjen (+8,8 % r/r), listopad (+8,6 % r/r) i prosinec (+10,6 % r/r) je zcela jistě zkreslený tímto způsobem a bude tomu tak až do druhého čtvrtletí letošního roku. **Maďarská průmyslová produkce v prosinci po listopadovém poklesu o 0,9 % m/m poklesla i v prosinci, a to o 2,5 % m/m.** Meziroční tempo se však udrželo v obou měsících kladné, v listopadu +1,5 % a v prosinci +1,6 %. Index nákupních manažerů (PMI) se poté, co se během 4. čtvrtletí a pak i v lednu 2021 (54,5 bodu) tvrdošjně držel nad 50, se v únoru dostal pod tuto hranici (49,4 bodu) a trochu tak narušil očekávání na urychlení růstu průmyslové produkce v 1Q21.

Celková inflace po listopadovém zpomalení na 2,7 % zůstala v prosinci 2020 i v lednu 2021 bez změny na té samé hranici, tj. nadále je nejnižší od května 2020. Meziměsíční prosincový růst o 0,9 % byl způsoben růstem daně na tabák a růstem cen pohonných hmot (+3,9 % m/m), ale vzrostly také služby (+0,5 % m/m) a zboží dlouhodobé spotřeby (+0,6 % m/m, v tom kupř. nová auta +2,4 % m/m). Poptávková inflace (tj. jádrová inflace bez zpracovaných potravin) nepřekvapivě dále vzrostla, a to na 3,4 %, tj. je nyní o 0,4 p. b. vyšší než v listopadu 2020 a o 0,2 p. b. vyšší než v lednu minulého roku. Celková inflace zůstane kvůli bazickému efektu v 1Q21 utlučená, po jeho vypadnutí se však ve 2Q21 rychle vrátí nad 3,5 %.

Na únorovém zasedání ponechal měnový výbor centrální banky (MNB) sazby bez změny a bez změny zůstaly i parametry dalších probíhajících měnově-politických programů (QE, FGS Go!). Výbor zdůraznil, že jeho postoj k měnové politice zůstává obezřetný, že se do žádných překotných akcí nebude pouštět. Ohledně odkupů dluhopisů MNB řekl, že budou pokračovat a že objem odkupů naroste. Na druhé straně však výbor rozptýlil obavy z růstu inflace, že „pečlivě monitoruje vývoj inflace a případných inflačních tlaků pramenících ze znovu-otevírání ekonomiky“.

ROPA

Po divoké bouři v dubnu 2020 (koronavirová uzavírka ekonomik a následný propad poptávky po ropě, konflikt mezi OPECem a Ruskem), kdy se cena ropy (WTI) k fyzickému odběru dostala až do hluboce negativních hodnot, se situace v následujících měsících uklidnila. Během 5 měsíců včetně října se ropa držela v pásmu 37–43 dolarů za barel. Od listopadu vlivem spekulací o brzké dostupnosti vakcíny proti COVID-19 a v dalších měsících s postupující vakcinací ropa začala cenově růst. V letošním roce její růst pokračuje a díky extrémní zimě na jihu USA se v únoru 2021 dostala až nad hranici 63 dolarů za barel.

AKCIOVÉ TRHY

Globálním akciovým trhům se v měsíci únoru dařilo. Obavy z inflace, jež vedla k propadům cen dluhopisů, se výkonnosti akciových trhů výrazně nedotkly. Mírné tlaky na růst spotřebitelských cen se historicky většinou zdařile přenesly do tržeb a zisků společností. Investorský zájem o akcie tak nadále pokračoval. Pozitivně se odrážely uvolněně nastavené měnové politiky centrálních bank, rostoucí proočkovanosť proti nemoci COVID-19, globálně klesající počet nakažených nebo optimistický výhled na druhou polovinu roku ať již ohledně rozvolňování lockdownů, ekonomického ožívování nebo růstu zisků společností. Výsledková sezóna společností jak v USA, tak v západní Evropě dopadla nad očekávání dobře, zvláště na úrovni čistých zisků. Nejlépe se dařilo sektorům těžby a technologickému, slabší výsledky předvedly především utility. V únoru si kladné zhodnocení připsaly americké (index S&P 500 +2,6 %), japonské (index Nikkei 225 +4,7 %) i evropské (index DJ STOXX 600 +2,3 %).

MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

AKCIOVÉ TRHY

Relativně pozitivní sentiment panoval také na střeoevropských akciových trzích. Nejlépe se vedlo „českému“ akciovému indexu PX (+4 %), v němž se nachází mnoho bankovních titulů. Obecně se od listopadu roku 2020 relativně dobře daří hodnotovým akciím, které převažují v našem regionu. Slušné zhodnocení předvedly i akcie České zbrojovky, reagující na oznámení koupě stoprocentního podílu v americkém výrobci ručních zbraní Colt. Akcie polských společností v průměru skončily s mírnou ztrátou (index WIG30 -0,7 %). Za slabou výkonností stály hlavně ztráty růstových akcií a to e-commerce společnosti Allegro (-12,5 %) nebo herní společnosti CD Project (-22,5 %). Ztráty zaznamenal také rumunský akciový index BET (-1 %). Nedařilo se většině velkých společností (Blue Chips), pěkných ziskových 7 % si však po dobrých hospodářských výsledcích za 4. kvartál 2020 připsal producent vína Purcari. Dobré hospodářské výsledky za rok 2020 a výhled pro rok 2021 po akvizici srbské Komerzialne banky oznámila slovinská Nova ljubljanska banka.

Akcie na rozvíjejících se trzích zaznamenaly opět pozitivní měsíc, když hodnota souhrnného indexu MSCI Emerging Markets USD vzrostla o 0,73 %. Vývoj byl však poměrně dramatický. Zatímco v první půlce měsíce trhy prudce rostly, ve druhé půlce odevzdávaly zisky. Bylo tomu tak z podobných důvodů jako v případě vyspělých trhů, tj. obavy z možné inflace (a s tím spojený růst úrokových sazeb) a stále rostoucích valuací. Nejvíce se z hlavních trhů dařilo akciím v Indii, Taiwanu, Hong-Kongu a Mexiku. Trhům obecně pomáhá vidina návratu k normálu ve druhé polovině roku, rostoucí ceny komodit a podpora vládních autorit (vč. centrálních bank). Čínské pevninské akcie (A-Shares) zakončily tentokrát s lehkou ztrátou (index CSI 300). Nejhůře se vedlo brazilským akciím (-4,4 % v lokální měně), které prudce oslabily po zásahu prezidenta Bolsonaro, jenž odvolal CEO ropné společnosti Petrobras. Důvěra investorů v zachování protržní orientace země tím byla otřesena.

MSCI WORLD INDEX



Zdroj: Bloomberg

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

Ve Spojených státech došlo v únoru k výraznému růstu požadovaných oblihačních výnosů. Kvůli překvapivě dobrému tempu vakcinace, které vedlo investory k opouštění bezpečí dluhopisového přístavu a k rotaci z růstových (převážně technologických) akciových titulů k titulům hodnotovým, a díky obrovskému chystanému fiskálnímu stimulu, který živí obavy z inflace, se desetileté výnosy dostaly z jednoho procenta koncem ledna až na 1,5 % koncem února. Výnosová křivka tak razantně zvýšila svůj sklon – na krátkém konci totiž zůstaly dvouleté výnosy kolem 0,15 %, ukotvené (prozatím) neměnnou měnovou politikou amerického Fedu.

Německé desetileté vládní dluhopisy nemohly zůstat stranou vývoje na americkém dluhopisovém trhu, a tak i ony narostly, byť proto, že inflace v Eurozóně nehrozí, méně než v USA. Desetileté německé výnosy vyrostly během února z -55 b. b. na -30 b. b., výnosová křivka i zde zvyšovala svůj sklon při stabilitě krátkodobých oblihačních výnosů.

DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Na trhu korporátních dluhopisů byl v únoru vývoj až překvapivě stabilní. Korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně denominované v euru se během února nezměnily: u investičních dluhopisů byla změna tzv. total return indexu proti konci ledna 0 %, u spekulativních +0,6 %. U dolarových instrumentů byl vývoj jiný – u investičního stupně pokles po lednových -1,7 % o dalších 2,6 %, u spekulativního stupně růst o 0,1 %. Rizikovější firemní dluhopisy profitovaly z očekávání ekonomického oživení hnaného spuštěním vakcinace, růst bezrizikových výnosů je prozatím nechával bez viditelného dopadu.

Poté, co v lednu poprvé od dubna 2020 vzrostly kreditní prémie jak investičních, tak spekulativních korporátních dluhopisů denominovaných v euru, jsme se v únoru dočkali korekce. Dle indexu Markit iTraxx Europe poklesly CDS prémie investičních dluhopisů o 1,5 %, spekulativních dluhopisů pak o 6,3 %. Zatímco v prvním případě jsou CDS prémie o 16 % vyšší než koncem ledna 2020, v případě spekulativních jsou o 11 % nižší. To vzhledem k makroekonomické situaci a všemu, co se v posledním roce odehrálo, jen potvrzuje, že zásah centrálních bank byl vpravdě masivní a z velké míry upozadil v myslích investorů riziko, respektive stále více směřoval investory do víceúročných firemních dluhopisů s cílem zafixovat si atraktivnější potenciální výnos.

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Výnosy českých vládních dluhopisů začaly během února viditelně růst. Jedním z faktorů byl vývoj na obligačních trzích v zahraničí, na rozdíl od nich však v případě české výnosové křivky výrazně rostly požadované výnosy také v segmentu kratších a středních splatností, což vedlo ke **snížení sklonu výnosové křivky**. Krátký (dvouletý) výnos totiž narostl na bezmála jedno procento (tj. m/m o 70 b. b.), což je jeho nejvyšší hodnota od konce března minulého roku. Hlavním důvodem byla zesílená jestřábí rétorika vedení ČNB, poukazující na možný nástup cyklu zvyšování úrokových sazeb již v druhé polovině letošního roku. Podstatnou roli hrálo také zhoršení epidemiologické situace, díky které se zhoršila již tak nepříznivá fiskální situace a zintenzivnila potřeba vydávat nové státní dluhopisy ke krytí obrovského rozpočtového deficitu také v letošním roce. Tyto faktory společně s výprodejem na americkém dluhopisovém trhu způsobily i nárůst výnosů dlouhodobých vládních dluhopisů o cca 30 b. b. na 1,7 %.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Polská výnosová křivka během února také narostla, ale její sklon se na rozdíl od české křivky zvýšil. Desetileté polské výnosy totiž samozřejmě vlivem růstu výnosů na americkém trhu narostly o 45 b. b. na 1,6 %, dvouleté však díky tomu, že se změnou měnové politiky Polské centrální banky se hned tak nepočítá, narostly jen kosmeticky (+10 b. b. na 0,13 %).

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA A TURECKO

Vývoj ukrajinské ekonomiky v závěrečném kvartále a i za celý rok 2020 byl dle očekávání lepší, země se nicméně stále velmi špatně potýká s probíhající pandemií. To bude i nadále omezovat běžný provoz či fungování zemědělského sektoru. Ceny potravin byly, společně s cenami energií, jednou z výrazných položek zvyšujících již nyní inflaci. Ta bude růst i během celého roku a měla by překročit 8 %. K tomuto vývoji nemohla zůstat netečná centrální banka a po období stability sazeb zahájila, prozatím jen slovně, cyklus jejich zvyšování.

Data z Turecka i nadále potvrzovala, že oproti původním předpokladům se turecká ekonomika recesi v loňském roce vyhnula poměrně slušným obloukem. I přes komplikovanou situaci s pandemií koronaviru se aktivita již výrazněji nepropadá, což ovšem přes relativně silné tempo růstu kreditní aktivity tlačí na inflaci. Aktuálně se tak zdá, že turecká centrální banka, která, v kombinaci s nedávnými změnami na postu ministra financí, nastolila výrazně racionálnější ekonomický kurz, bude mít s jeho udržení a potvrzení své kredibility ještě nemalou práci.

MĚNY

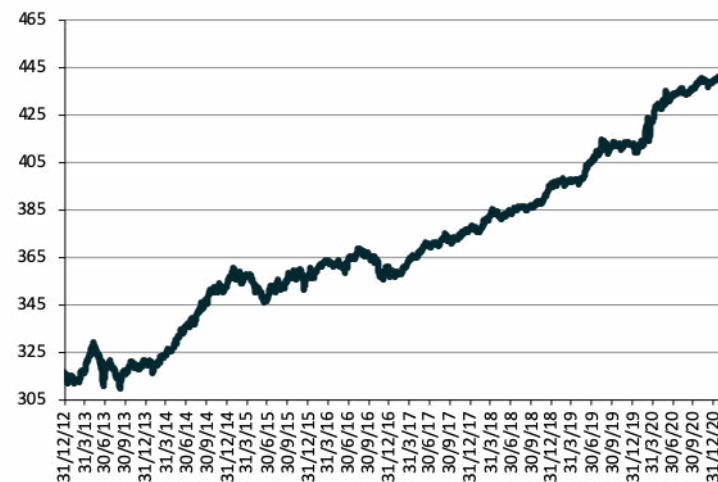
Dolar proti euru během února jen osciloval v úzkém pásmu 1,2050–1,2150 USD/EUR. Trh, který v předcházejících měsících nemilosrdně tlačil na posilování eura, si dává pauzu na rozmyšlenou, kam dál. Není to překvapivé, neboť směr není jasný. Na jedné straně by riziko rychlejší inflace v USA mělo tlačit na oslabování dolaru, na druhé straně však důvod těchto inflačních obav (postupující vakcinace + fiskální stimulus) vedou také k očekávání rychlejšího růstu americké ekonomiky. Není tak lehké rozhodnout se, který z faktorů má převážet.

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



Zdroj: Bloomberg

BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg

DLUHOPISOVÉ TRHY

MĚNY

Česká koruna během první poloviny února zůstala pod hranicí 26 CZK/EUR, se zpříšňováním opatření a s politickým chaosem ohledně ouzového stavu se však ve druhé polovině opět vyšplhala přes 26 CZK/EUR. Koncem měsíce se nacházela na úrovni 26,20 CZK/EUR za euro. Vývoj kurzu **zlatého oproti euru** byl během většiny února stabilní, kurz osciloval mezi 4,48 až 4,50 PLN/EUR. Až na samém konci měsíce se zlotý vydal nad hranici 4,50, únor zakončil na 4,52 PLN/EUR. **Maďarský forint** se v pávě uplynulém měsíci vyvíjel stejně jako polský zlotý. V prvních dvou dekádách osciloval ve velice úzkém pásmu 355–359 HUF/EUR, v poslední dekádě dále oslabil a měsíc zakončil na úrovni 362 HUF/EUR.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Již tři faktory ukazují na růst dluhopisových sazeb: 1) je zde extrémní emisní aktivita vlády, která v roce 2020 vytvořila zhruba 380miliardový deficit, a v letošním roce to bude vzhledem k daňovému balíčku schválenému v prosinci (s dopadem cca 100 mld. nad již beztak plánovaný deficit ve výši 320 mld. korun) a kvůli špatné epidemiologické situaci (tj. kvůli vyhlídce dlouhé uzavírky) stejné nebo horší. 2) Česká republika navzdory bezprecedentnímu zpomalení ekonomiky vykazuje vcelku vysokou míru inflace, a to (nyní zejména) v poptávkové složce. 3) sazby ČNB jsou sice na nule, ale lze čekat, že letos vyrostou (prognóza ČNB čeká v nejbližších 12 měsících čtyřnásobný růst sazeb). Naproti tomu stojí extrémně uvolněná měnová politika (jako důsledek desinflačních/deflačních tlaků) v celé Eurozóně a domácí bankovní sektor ve výrazném přebytku likvidity, který dokáže absorbovat i extrémní nové emise dluhopisů. Dle našeho očekávání budou mít ve výsledku nicméně v dalších měsících/čtvrtletích navrch domácí faktory. Očekáváme, že výnosová křivka bude zvyšovat svůj sklon růstem středně- a zejména dlouhodobých výnosů. Později by se měla celá křivka posouvat vzhůru.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

I Polsko je málo zadlužená ekonomika s relativně zdravými fundamenty a centrální bankou, která navíc, pro mnohé celkem překvapivě, snížila sazby až na nulu. Na rozdíl od ČNB však polská centrální banka nemá k utahování politiky dle svých slov pražádnou chuť, spíše naopak, a ani inflační impuls fiskální podpory tam v roce 2021 nebude tak velký jako u nás. Nicméně díky scénáři ekonomického zotavení a přetrvávající zvýšené inflace (která se již dostala do viditelného kontrastu s na polské poměry extrémně uvolněnou měnovou politikou) začíná přicházet tlak na růst výnosů zevnitř Polska. Evropská centrální banka sice provádí masivní uvolňování měnové politiky, růst inflačních očekávání (zejména v USA) však i bezrizikové výnosy v EMU tlačí vzhůru, a jako externí faktor tak pomáhá (a bude i nadále) dlouhodobým obligačním výnosům vzhůru také v Polsku.

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA A TURECKO

V letošním roce můžeme na Ukrajině čekat sérii zvýšení měnové politických sazeb. Lepší vývoj rozpočtu a s tím související nižší potřeba financování o několik měsíců odsunuly potřebu dojednání financování ze strany Mezinárodního měnového fondu a s tím související implementace nezbytných reforem. Ačkoli i nadále zůstává Ukrajina na reformní cestě se silným kurzem na západ, pomalý progres plnění požadavků MMF a slabé institucionální uspořádání základních státních institucí jsou faktorem, který atraktivitu tamních aktiv snižuje.

I přes relativně optimistický vývoj na poli tureckých aktiv v uplynulých měsících bude tamní ekonomika i nadále čelit náročným výzvám. Vyjma nedávno zpříšněných pandemických opatření přetrvává vnější nerovnováha v podobě deficitu běžného účtu a v současné době opětovně zesílené inflační tlaky s tím, jak se uzavírá produkční mezera turecké ekonomiky a projevují se dopady oslabující turecké liry. Znovu budovaná kredibilita konvenčního přístupu centrální banky nicméně slibuje zachování kladných reálných sazeb, což bude v nynějším globálním prostředí všeobecně nízkých výnosů hrát ve prospěch tureckých aktiv.

MĚNY

Posílení **dolaru proti euru** v prvních únorových dnech, a pak stabilizace kurzu mezi 1,205 a 1,215 USD/EUR po zbytek minulého měsíce trochu nabouraly scénář (holubičí centrální bankou hnaný) setrvalého oslabování dolaru, jenž se na trzích „zabydlel“ na podzim a byl příčinou nedávného oslabení dolaru až k hranici 1,24 USD/EUR.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

MĚNY

Nelze však prozatím říct, zda je to jen menší korekce či delší obrat trendu. Působení rétoriky Fedu by mělo mít trvalejší negativní dopad na hodnotu kurzu dolaru, tížít by jej v dalším období měl/mohl také extrémně nepříznivý fiskální vývoj v USA nebo rychlejší růst inflace (rozvolnění po vakcinaci + gigantický fiskální stimulus). Proti tomu z části působí fakt, že ECB dále uvolňuje měnovou politiku (její rozvaha roste rychleji než rozvaha Fedu) a rovněž očekávání, že americká ekonomika bude v letošním roce dostávat více fiskálních stimulů než ekonomika EMU, což ji může rychleji vrátit na cestu silnějšího růstu. Sumarizujícе tyto faktory očekáváme, že tendence ke spíše slabšímu dolaru by stále mohla v dalších měsících pokračovat, ale nejspíš nebudeme svědky nezřízeného posilování eura. Jako poměrně silná hranice odporu se jeví úroveň lehce nad 1,25 USD/EUR.

Koruna má letos potenciál pro další posílení. Epidemiologická situace je sice stále velmi špatná, ale zdá se, že světlo na konci tunelu (vakcinace) už v dálce přece jenom problikává. Pokud se během letošního roku potvrdí, že jsme na cestě normalizace, pro korunu to bude první vzpruha. Druhým důvodem je fakt, že se česká ekonomika díky štědré podpoře vlády, která bude v tomto roce pokračovat, dokázala vyhnout zvyšování nezaměstnanosti i dopadům, které by omezovaly její růst v postcovidovém období. Ano, mnohasetmiliardový deficit za dva roky je strašidelný, ale že by devizový trh českou korunu za rozhazovačnou vládu vytrestal, je velmi nepravděpodobné. Zatřetí, díky fiskálnímu impulzu se udržela nejen poptávka domácností, ale i inflace. ČNB na jaře roku 2020 sice snížila sazby na nulu v očekávání, že inflace rychle klesne, ale nestalo se tak. A s vakcinací se to už ani stát nemusí. Ostatně, i poslední prognóza ČNB volá po růstu sazeb.

Polskému zlotému by z fundamentálního hlediska svědčily hodnoty mnohem silnější, než jaké vidíme dnes. Zhoršená situace kolem koronaviru, absence berliček v podobě vyšších reálných sazeb a nejnověji též centrální banka, která proti zlotému otevřeně brojí, však budou polské měně posílení bránit. Ze stávajících hodnot očekáváme letos návrat maximálně k úrovni 4,40 PLN/EUR.

Maďarskému forintu škodí, podobně jako jeho polskému protějšku, centrální banka, která chce mermomocí udržet výnosy co nejnižše. A tak i makroekonomické oživení, které již přichází (a které je nyní lepší než třeba v ČR), se na forintu nejspíš letos podepíše jen v omezené míře. Nevidíme tak prostor pro výraznější posílení pod 345 HUF/EUR.

AKCIOVÝ TRH

Rok 2021 nebude jednoduchým rokem a přinese mnoho nejistot. Největší otázkou bude nadále vývoj situace ohledně nemoci COVID-19. Spolu se zvládnutím ekonomických otázek spojených s uzavřenými ekonomikami a počtem nemocných se finanční trhy budou upínat na mezinárodní politiku prezidenta Joea Bidena vůči mnoha zemím, včetně Evropy. Také domácí záležitosti USA, především omezení moci firemních gigantů (např. Facebook, Amazon, Google) nebo zvýšení korporátních daní, bude vděčným tématem pro akciové trhy. Pozitivní je probíhající očkování proti nemoci COVID-19 a vidina, že by se mnohé mohlo postupně přiblížit normálu. V letošním roce budou zároveň nadále podporou uvolněné měnové politiky centrálních bank a vládní fiskální balíčky. Na druhou stranu se některé akciové trhy po proběhlých růstech nachází na vysokých hodnotových ukazatelích, přičemž těžké měsíce ohledně nemoci COVID-19 jsou ještě před námi.

Proto jsme na **akciové trhy z krátkodobého horizontu opatrní**. Negativní výkonnost očekáváme především od amerických společností, zvláště pak těch obsažených v technologickém indexu Nasdaq. V horizontu jednoho roku tak očekáváme výkonnostní zaostávání růstových společností a lepší výkonnost hodnotových akcií, jako například bankovního sektoru, průmyslu nebo ropy a plynu. To by znamenalo lepší regionální výkonnost akcií obchodovaných na evropských a rozvíjejících se trzích a horší výkonnost amerických akcií. Obecně se několikaměsíční růst globálních akciových trhů v následujících měsících a letech projeví v nižším očekávaném průměrném ročním zhodnocení. Nepříznivým faktorem pro akcie je nyní negativní dynamika globálních korporátních zisků. Nicméně klíčová je podle nás pokračující masivní podpora předních centrálních bank a vládních balíčků. Růst ziskových ukazatelů korporací by se měl výrazněji dostavit až ve druhém čtvrtletí letošního roku.

Středoevropské akcie se hodnotově, oproti jiným regionům, jeví velice atraktivně. Výhled na návrat k pocovidovému normálu podpořený uvolněnými měnovými politikami centrálních bank a vládními fiskálními balíčky nás vede k pozitivnímu pohledu na středoevropské akcie. Krátkodobě, vzhledem k nejednoznačnému vývoji ohledně nemoci COVID-19, jsme však nadále opatrní. Nejvyšší růstový potenciál v rámci středoevropského regionu ve střednědobém horizontu nyní vidíme především u slovinských, českých a některých polských akcií. Místní trhy se vyznačují vysokými dividendovými výnosy (zřejmě bude platit pouze částečně pro rok 2021) a relativně nízkým zadlužením. Bankovní tituly pak vysokou kapitalizací, dobrou očekávanou

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

AKCIOVÝ TRH

ziskovostí vlastního kapitálu a úrokovou marží. U polského akciového trhu nadále vidíme rizika ve vysokém zastoupení státu v podílech mnoha společností, což často vede k výměnám managementu, nevhodným akvizicím nebo neefektivnímu řízení mnohdy bez ohledu na cíle minoritních akcionářů. Pozitivní však jsme na polské společnosti ze spotřebitelského sektoru a některé banky, jež dle našeho názoru mají mnoho negativních událostí již v cenách akcií obsažených. Z hodnotového pohledu se nám líbí mnoho slovinských společností. Zajímavou investiční příležitost nadále vidíme v akciích České zbrojovky, kdy se jedná o dobře řízenou společnost, s kvalitními výrobky, rostoucím tržním podílem, zdravou kapitálovou strukturou, plánovaným rozšířením výrobních kapacit.

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

KONTAKTUJTE TÝM WEALTH MANAGEMENT

wm@conseq.cz

+420 225 988 222

www.conseq.cz/wm