



Akciové Indexy		Dluhopisové indexy Bloomberg Effas		Měny (pokles = oslabení)		Komodity	
USA – S&P 500	0,27 %	USA	- 0,28 %	EUR/USD	0,58 %	Ropa Brent	21,54 %
Evropa – DJ Stoxx 600	1,17 %	Evropa	- 1,09 %	CZK/USD	0,60 %	Zemní plyn	11,18 %
Japonsko – Nikkei 225	- 0,55 %	ČR	- 0,11 %	CZK/EUR	0,00 %	Sil. elektřina	11,38 %
MSCI Emer. Markets	0,41 %	Polsko	- 0,51 %	PLN/EUR	- 2,85 %	Zlato	4,56 %
ČR – PX	1,79 %	Maďarsko	- 0,95 %	HUF/EUR	0,60 %	Stříbro	15,03 %
Polsko – WIG30	- 2,81 %	Turecko	3,26 %	TRY/EUR	0,16 %	Měď	3,93 %
Maďarsko – BUX	1,59 %						

HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Jak naznačovala měsíční data, růst v prvním čtvrtletí „ignoroval“ předstihové a měkké indikátory, které reflektovaly pouze tržní turbulence, a pozitivně překvapil. Inflace však navzdory pozitivním datům z reálné ekonomiky neroste; centrální banka tak silnější růst „pouze“ kupuje čas na pozorování ekonomiky, definitivní konec uvolňování měnové politiky ECB ohlásit jistě nelze.

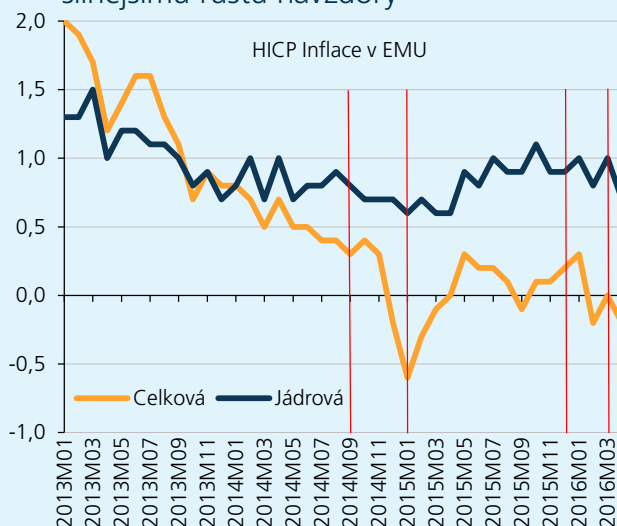
Růst EMU byl v 1. čtvrtletí překvapivě silných 0,6 % q/q. I když se jedná o první odhad a nejistotu navíc zvyšuje skutečnost, že jde o odhad, který byl poprvé publikován již 30 dní po skončení čtvrtletí, nikoliv 45 dní jako tomu bylo doposud, skutečnost, že Španělsko i Francie rostly solidně (0,5 % a 0,8 % q/q) a měsíční data z Německa či Itálie naznačují, že finální data by se směrem dolů od tohoto odhadu lišit neměla. Ve Francii vzrostla poptávka domácností nejrychleji (1,2 % q/q) od roku 2004, silný byl i růst fixních investic. Ačkoliv to zatím kvůli absenci strukturálních dat nelze s určitostí tvrdit, nejvýraznější pozitivní příspěvek k růstu byl dle nás od poptávky domácností.

V dubnu zveřejněné **předstihové** (a měkké) **indikátory de facto stagnovaly, u každého z těchto indikátorů je však vidět zárodky pozitivního.** Celkový index **PMI si nepatrně pohoršil (53 vs. 53,1 v březnu)**, na tříměsíční maximum však vzrostly nové objednávky. Marginálně (o 0,1 b.) se zhoršil také německý index IFO, podruhé za sebou se však zvedl sub-index očekávání. **Spotřebitelská důvěra v dubnu poprvé letos vzrostla**, byť změna proti březnu byla zanedbatelně malá.

Vzhledem k tomu, že jsou již k dispozici data za 1Q16, nejsou měsíční data tak zajímavá, naznačují však, že nad očekávání silný růst v 1Q16 není chyba rychlého odhadu.

Ač bylo jasné, že **po velmi silném lednovém růstu průmyslová produkce v únoru zpomalí**, korekce byla – i s ohledem na slabé průmyslové objednávky v Německu – překvapivě malá. **Produkce totiž v únoru poklesla pouze o 0,8 % m/m**, což po skoro 2% růstu v lednu nebyl špatný výsledek; v samotném Německu poklesla produkce pouze o 0,5 % m/m. Únorová data také neukazují na dopad tržních turbulencí na poptávku: korekce v únoru byla hlavně v segmentu spotřebitelského zboží, nikoliv – jak by bylo logické v případě, že by tržní turbulence měly mít reálný efekt – v investicích. **Maloobchod dle očekávání v posledních 3 měsících ukazuje pozitivní efekt cen ropy**, za prosinec – únor vzrostl o 1,2 %; v březnu však již o 0,5 % poklesl s tím, jak tento krátkodobý efekt skončil. Na druhé straně je pro další měsíce pozitivní to, že se zastavil pokles spotřebitelské důvěry a že dále klesla (na 10,2 %) nezaměstnanost.

INFLACE STÁLE VELMI NÍZKO, silnějšímu růstu navzdory



Pozn. červené čáry ukazují uvolnění měnové politiky ECB od léta 2014.



Celková inflace však dále klesla, v dubnu se dostala na -0,2 %, což je společně s únorom 2016 nejnižší od února 2015. Ačkoliv je zde patrný výrazný negativní vliv cen ropy, ani jádrová inflace neroste: právě naopak, v únoru klesla na 0,7 %, kde byla naposledy v dubnu 2015.

Ačkoliv takový inflační vývoj nese ECB pochopitelně s nelibostí, v dubnu samozřejmě vzhledem k uvolnění politiky na březnovém zasedání žádnou změnu měnové politiky neuskutečnila. ECB pouze zveřejnila detaily programu odkupu korporátních dluhopisů a bránila se proti kritice Německa a spol., která se na ECB kvůli negativním sazbám v dubnu snesla. **Draghi** potvrdil, že sazby budou takto nízké nebo ještě nižší dlouho (až za konec programu odkupu aktiv) a **rovněž nevyločil „peníze z vrtulníku“**, byť se domníváme, že by takovou eventualitu ECB seriózně zvažovala pouze v extrémním případě hluboké deflace.

USA

Růst v USA překvapil negativně, což je sice v prvním čtvrtletí typické, vzhledem ke struktuře však nelze toto číslo vysvětlit pouze poukazem na „rozhozenou“ pokrizovou sezonnost. Inflace nezrychluje, FED dále vyčkává.

Růst HDP v 1Q16 byl slabý (0,5 % q/q, anualizovaně). Na jedné straně je pravdou, že růst v prvním čtvrtletí je v posledních letech pravidelně slabší než ve zbytku roku, na druhé straně ale nelze ignorovat

- a) zpomalující příspěvek poptávky domácností k růstu, a
- b) nejmenší příspěvek fixních investic k růstu od roku 2009 a jeho klesající tendenci od roku 2015.

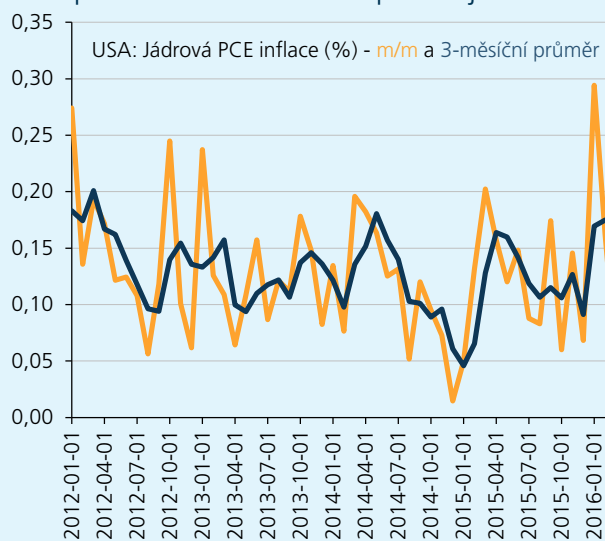
Další měsíční data, která byla během dubna zveřejněna, nebyla ničím výjimečná; týkala se však ještě 1Q16, tudíž nebyla tak důležitá. **Průmyslová produkce** po únorovém poklesu klesla opět i v březnu; pokles prohloubil jak celý průmysl (-0,6 % m/m), tak jeho zpracovatelská složka (-0,3 % m/m). **Maloobchod** roste stále neměnným a nutno říci svižným tempem zhruba 0,9% q/q, a zůstává tak pilířem amerického růstu. **Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby** (bez letadel a bojové techniky) v březnu dle předběžných dat stagnovaly.

Trh práce se dále zlepšoval tempem zhruba 200 tis. nových míst měsíčně, nezaměstnanost však kvůli růstu míry participace (na 63 %) vzrostla o 0,1 p.b. na 5 %. **Růst míry participace podporuje teorii, že na trhu práce je stále více „vůle“ než se může zdát** pouze z pohledu na oficiální míru nezaměstnanosti, a také může vysvětlovat (prozatím) trvající absenci jádrové inflace.

Ta poté, co v lednu vzrostla překvapivě výrazně (o 0,3 p.b. na 1,7 %), v dalších dvou měsících mírně zvolnila. Bezprostřední inflační hrozba prozatím není patrná – v březnu se jádrová inflace vrátila na 1,6 %.

Fed tak na svém dubnovém zasedání dle očekávání neudělal žádnou změnu měnové politiky. V zápisu na jedné straně připustil zpomalování domácí ekonomiky, zejména ve fixních investicích a čistých exportech, ale i v poptávce domácností, na druhé straně však vymazal zmínku o „globálních ekonomických a finančních“ rizicích pro americký růst – očekávaný datum dalšího utažení měnové politiky tak FED nikterak nevyjasnil. Podobně jako minule i nyní hlasovala za zvýšení sazeb Esther Georgeová, prezidentka Fedu v Kansas City, zbytek členů však byl za neměnnost měnové politiky.

JÁDROVÁ INFLACE po lednu dle očekávání zpomaluje





CEE3

ČR

Česká ekonomika stále roste díky rozjetému spotřebiteli, inflace je však nadále velmi nízko, dokonce níže než před spuštěním devizových intervencí v listopadu 2013.

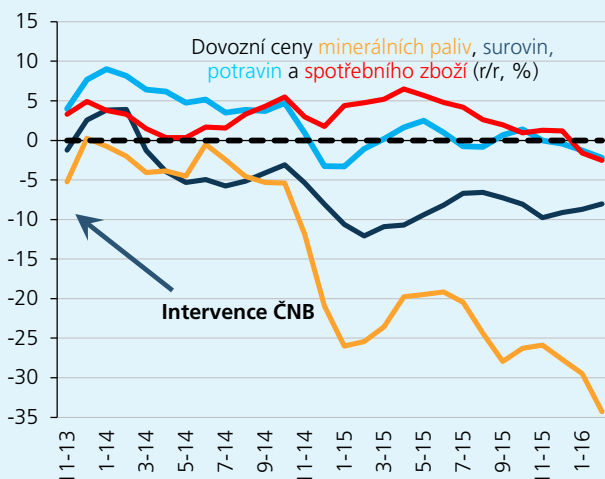
Ačkoliv první data za růst v 1Q16 budou zveřejněna až v polovině května, maloobchod dal tušit, že hlavním motorem byl růst poptávky domácností. Maloobchod vč. aut totiž v únoru vzrostl o 6 % r/r (po očištění o pracovní dny). Tempo sice už dále neurychluje (inflace ani míra úspor už dále neklesají, důvěra domácností naopak klesá, i když pomalu a prostor pro zlepšení trhu práce je už relativně malý), nadále však zůstávalo velmi silné.

Slabost naopak začala vykazovat průmyslová produkce, která v posledních 3 měsících stagnovala (v březnu zaznamenala pokles o 1 % m/m). Na urychlení to nevypadá ani na začátku 2. čtvrtletí - výrobní index PMI zpomalil potřeť v řadě, v dubnu byl oproti březnu o 0,7 b.b. niž, tj. na 53,6 bodech, což je nejnižší hodnota od prosince 2014. Nejpomaleji za poslední tři roky rostly nové zahraniční objednávky.

Inflace v březnu znovu podstřelila cíl ČNB, což zvyšuje riziko pozdějšího exitu z intervenčního režimu. Průměr inflace v 1Q16 byl o 0,3 p.b. nižší než čekala únorová prognóza ČNB, v březnu samotném byl rozdíl dokonce 0,6 p.b. Navíc, tento rozdíl nebyl pouze díky cenám potravin, kde ČNB očekávala růst, zatímco tyto ve skutečnosti klesly – nižší než očekávaná byla během 1Q16 i poptávková inflace. Stále také z Eurozóny dovážíme hodně desinflace, a to nejenom v komoditách – **dovozní ceny spotřebního zboží klesly v únoru nejrychleji od léta 2011.** Není tak divu, že měnově-politická inflace, ve které je stanoven cíl ČNB, byla v březnu nižší (0,1 %) než před začátkem intervencí v listopadu 2013 (říjen 2013: 0,3 %).

Z hlediska měnové politiky se v dubnu nic nestalo, ČNB nezasedala.

Z EUROZÓNY DOVÁŽÍME SILNÉ DESINFLAČNÍ TLAKY



POLSKO

Ani v Polsku nebyla prozatím zveřejněna růstová data za 1Q16, z měsíčních dat je však velmi pravděpodobné, že růst v prvním čtvrtletí oproti konci minulého roku zpomalil.

Průmysl i maloobchod v březnu po dobrém únoru zklamaly. Průmysl přidal (navzdory v březnu zlepšenému indexu PMI) pouze 0,5 % r/r, zpracovatelský pak pouze +1,8 % r/r; průměr meziročních temp růstu v 1Q16 byl oproti 4Q15 pouze poloviční. Navíc, zkraje 2. čtvrtletí výrazně ztratil dech **výrobní PMI, když z březnové hodnoty 53,8 bodu klesl v dubnu na 51** (měsíční pokles byl druhý největší od listopadu 2008). Klesla totiž jak samotná produkce, tak i nové objednávky; v rámci nich klesly méně ty exportní než domácí, což s vysokou pravděpodobností reflektuje efekt slabého zlotého.

Inflace zůstává nadále záporná: v březnu dosáhla celková inflace -0,9 %, dále klesla (od ledna také záporná) jádrová inflace. Záporná samozřejmě zůstává i inflace producentů, která v březnu dosáhla -1,7 % r/r.

Z tohoto pohledu je pak celkem nepochopitelné, že **polská centrální banka nevyužívá – i vzhledem k politické afilaci členů své Bankovní rady - tuto příležitost k prosazování více holubičí měnové politiky.** Je zvláštní, že jí stále netrápí ani tvrdošíjná celková deflace, ani od ledna záporná jádrová inflace, ani nízká inflační očekávání nebo vysoká reálná úroková míra, ani náznaky slabšího růstu (viz průmysl / maloobchod). Centrální banka stále operuje argumentem „silný“ růst HDP a zdá se, že pokud bude silný růst pokračovat, nehodlá se sazbami nic dělat. Svou roli zde však pravděpodobně hraje obava ze zranitelnosti polského zlotého.



MAĎARSKO

Ani v Maďarsku nebyla zatím zveřejněna růstová data za 1. čtvrtletí.

Průmysl pokračuje ve slabé výkonnosti, v listopadu až únoru kontinuálně klesal; od svého lokálního vrcholu v říjnu 2015 již poklesl o 3 %. Produkci dolu táhnou hlavně stroje a dopravní technika a zpracování ropy. Objednávky ve zpracovatelském průmyslu však nadále rostou solidně (exportní + 5,8 % r/r, domácí + 4,5 % r/r), takže to na dramatičtější zpomalení nevypadá – obrázek je to podobný jako v ČR či Polsku. Velmi dobře se vede maloobchodu: ten v únoru přidal 1,5 % m/m (primárně díky palivům i potravinám), což v meziročním vyjádření znamená tempo 6,6 %. Pozitivní výhled dále umocňuje nezaměstnanost, která dále klesla až na 6 %.

Podobně jako v ČR ani v Maďarsku však solidní poptávka domácností negeneruje inflaci. Ta se v březnu dokonce znovu vrátila pod 0 % (-0,2 %), klesla navíc i jádrová a poptávková složka (1 % resp. 1,5 %).

Maďarská centrální tak poté, co v březnu znovu nastartovala cyklus uvolňování měnové politiky, celkem dle očekávání ve snižování sazeb pokračovala i v dubnu. Klíčová (tříměsíční) sazba klesla o 15 b.b. na 1,05 %, depozitní sazba zůstala na -0,05 %. **Centrální banka dále naznačila, že s uvolňováním měnové politiky nemusí být konec**, přehnaná (tržní) očekávání však okamžitě na setkání s analytiky tlumil Márton Nagy, viceguvernér MNB. Dle něj je otázka pouze to, zda bude třetí a čtvrté snížení sazeb (květen, červen), nikoliv „česká cesta“ (=sazby na nule a používání kurzu jako nástroje měnové politiky), kterou explicitně vyloučil.

Ropa

Ropa vzrostla v dubnu o zhruba 20 %, což byl nejvyšší měsíční růst za poslední rok – ceny ropy WTI se místy dostaly až na 43 dolarů za barel, což je letošní maximum. Jako obvykle stály za tímto pohybem spekulace, že globální přebytek nabídky se postupně vytratí.



AKCIOVÉ TRHY

MSCI World Index



MSCI Emerging Markets



Americké akciové indexy v dubnu žádné impresivní výkony nepředvedly. Index S&P v dubnu proti konci března vzrostl pouze o 0,3 %, a i to v podstatě jenom proto, že v důsledku růstu cen ropy se velmi dobře vedlo energetickým titulům (a sektoru materiálů). Prakticky žádnou změnu nezaznamenal ani německý index DAX, který uzavřel duben tam, kde končil březen, tj. jenom velice lehce nad 10 tis. body. V regionu se dobře vedlo pražské a budapeštské burze (+1,8 % a +1,6 %), naopak, nejistota kolem plánů polské vlády (hypotéky ve švýcarských francích) a hrozba snížení ratingu (Moody's) se podepsala na poklesu polské burzy o necelá tři procenta. Nejvíce tak klesaly akcie polských bank (Bank Millennium -14,2%, Bank Zachodni WBK -13,5 %, PKO BP -12 %) a sektor utilit (PGE -5,7 %, Energa -5,1 %). Naopak růst cen surové ropy byl doprovázen vzestupem cen silové elektřiny a uhlí, což se pozitivně projevilo na akciích JSW (+42,5 % a Bogdanky +19 %). Na pražské burze se nejlépe vedlo akciím pojišťovny Vienna Insurance Group, výrobci netkaných textilií Pegas Nonwovens a s blížící se dividendou také akciím ČEZ. Propadákem byla společnost NWR (-35,3 %), která začátkem května vstoupila do insolvenčního řízení, přičemž došlo k zastavení obchodování s jejími akciemi na regulovaném trhu.

CECE Composite



Růst cen na akciových burzách v rozvíjejících se zemích byl ještě pomalejší než ve vyspělém světě. Hodnota index MSCI Emerging Markets vzrostla o 0,4 procenta. Nejrychleji rostly burzy v Sao Paulu a v Moskvě, když těmto burzám pomohla rostoucí cena komodit. Cena ropy v minulém měsíci vzrostla téměř o pětinu. Méně se dařilo akciovým trhům v Asii, které spíše stagnovaly.

DLUHOPISOVÉ TRHY

Dluhopisy USA a EMU

Výnosová křivka amerických vládních dluhopisů byla v dubnu prakticky bez změny. Ačkoliv se před zasedáním FEDu výnosy v očekávání změny rétoriky FEDu na krátkém i na dlouhém konci mírně zvedly, po zasedání, které moc nových informací ohledně dalšího utažení měnové politiky nepřineslo, však znovu klesly na úroveň ze začátku měsíce.

V EMU křivka vládních dluhopisů během dubna zvýšila svůj sklon. Krátký konec se celý měsíc držel stabilně lehce kolem -50 b.b., na dlouhém konci však (desetileté) výnosy po zasedání ECB vyrostly z dubnových minim (pod 10 b.b.) až na 30 b.b., a to i navzdory tomu, že toto zasedání žádné nové informace nepřineslo.



DLUHOPISOVÉ TRHY

Firemní dluhopisy

Korporátním dluhopisům se v dubnu dařilo, a to zejména těm s nižším (spekulativním) ratingem. To, že index Bloomberg High Yield Corporate vzrostl v Americe o 3,9 %, zatímco v Evropě pouze polovičním tempem, reflektuje větší váhu energetického sektoru v USA, který profitoval z růstu cen ropy a také vlivem růstu bezrizikových výnosů v EUR na rozdíl od US. Pozitivní měsíc zaznamenaly i korporátní dluhopisy investičního stupně – ve Spojených státech si index mapující jejich ceny připsal v dubnu 1,4 %, v Evropě 0,2 %. Firemním dluhopisům pomohlo mj. zveřejnění detailů programu odkupů korporátních obligací investičního stupně Evropskou centrální bankou.

Kreditní marže na trhu CDS naproti tomu v dubnu stagnovaly a v případě HY segmentu dokonce mírně stouply. Zde totiž převládl dopad zvýšených obav z možného ochlazení globálního ekonomického růstu, mj. po snížení odhadu růstu z dílny MMF. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) stagnoval, marže spekulativního segmentu CDS, reprezentovaného indexem iTraxx Crossover, vzrostl o 8 bodů.

Dluhopisový trh ČR

Vývoj na českém dluhopisovém trhu byl v dubnu nudný. V segmentu krátkých splatností (2 roky) výnosy mírně poklesly (na -10 b.b.), výnosy dlouhodobých splatností naopak mírně vzrostly (cca 6 b.b. na 0,5 %). Stejně tak jako pohyby tržních výnosů do splatnosti byla nízká i aktivita na trhu – zahraniční investoři se z trhu do značné míry stáhly a zájem domácích institucionálních investorů na ultra-nízkých/záporných výnosech je snížený již delší dobu.

Dluhopisový trh Polsko

Polská křivka v dubnu podobně jako její německý protějšek zvýšila svůj sklon, když výnosy na krátkém konci vzrostly proti konci března o 8 b.b. (na 1,5 %) a na dlouhém konci o 25 b.b. (na 3,1 %). Za růstem výnosů, kterého jsme byli svědky i navzdory tomu, že ekonomika vykazovala spíše potřebu uvolněnější měnové politiky, byla obnovena nervozita spojená se spekulacemi o snížení ratingu Polska dalšími agenturami (v čele s Moody's), hrozící prosazení kontroverzních politických zásahů do bankovního systému (konverze CHF hypoték) a v důsledku obnovené oslabování kurzu polského zlotého.

Bloomberg Effas Czech Index



Bloomberg Effas Poland



Dluhopisový trh Turecko

Turecké dluhopisy pokračovaly v dubnu ve trendu, který započal již v únoru. Reflektujíc pozitivní vývoj na globálních tržích, program odkupu korporátních dluhopisů ECB, jehož detaily byly v dubnu zveřejněny, ale i nejnižší inflaci za poslední tři roky, která zlepšila náhled na tureckou ekonomiku (chronická inflace je jedním z palčivých problémů) a spekulace na pravděpodobné snížení sazeb centrální banky, klesly jejich výnosy / vzrostly ceny. Segment krátkých splatností klesl o cca 75 b.b. na 9,1 %, výnosy dlouhodobých dluhopisů ubraly 80 b.b. na 9 %.



MĚNOVÉ TRHY

Dolar proti euru v první polovině dubna posiloval, dostal se až na dohled 1,12. Po zasedání FEDu, ECB a po datech o růstu ekonomiky EMU a USA v 1. čtvrtletí se však dostal pod tlak, koncem měsíce tak atakoval 1,15, což je nejslabší hodnota od října 2015.

Koruna se vůči euru během dubna držela na nebo lehce nad úrovni 27,025, ČNB tak proti ní zřejmě byla nucena občas intervenovat.

V únoru a březnu se polský **zlotý** vzpamatoval z lednového snížení ratingu agenturou S&P, koncem dubnu však znovu oslabil, a to až na lednovou hladinu 4,40. Primárním důvodem byly obnovené spekulace, že se ke snížení ratingu chystá i agentura Moody's. **Forint** v dubnu navzdory pokračujícímu uvolňování měnové politiky mírně posílil, dostal se na chvíli až pod hranici 310 forintů za euro.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Dluhopisový trh ČR

V letošním roce a zejména v delším horizontu nadále očekáváme postupný vzestup požadovaných výnosů a zvýšení sklonu výnosové křivky – nejvíce by tak měly poklesnout ceny dlouhodobých dluhopisů. Krátkodobé výnosy nejspíš sice ještě nějakou dobu zůstanou v záporu (s ohledem na mj. trvající intervenční politiku ČNB a probíhající QE program ECB je domácí bankovní trh v masivním a stále rostoucím přebytku likvidity). Navíc, Ministerstvo financí má nyní díky silně rostoucí ekonomice rychle rostoucí příjmy, takže jeho emisní aktivita je nízká – MF ČR od poloviny února do poloviny dubna kupř. neemitovalo žádné státní dluhopisy. Výnosy středních a zejména dlouhodobých splatností by se měly později v průběhu roku začít posouvat vzhůru primárně vlivem odhadovaného vývoje na zahraničních obligačních trzích – EMU a USA.

Zde budou hlavními determinanty vývoj měnových politik hlavních centrálních bank, potažmo globální ekonomický vývoj (zejména inflace). Obavy z výraznějšího globálního ochlazení (Čína, potažmo další EM, eventuálně USA) se dle našeho názoru z větší části nenaplní, stejně jako z perzistentní deflace (vlivem propadu cen komodit, ochlazení růstu). Očekávání dalších měnověpolitických injekcí ECB/BoJ, respektive přerušení/zastavení nastoupeného cyklu normalizace měnové politiky Fedu se tak dle našeho názoru ukáží z větší části jako lichá. Hospodářský růst v USA vnímáme jako široce zakořeněný a věříme, že směřuje k akcelerující inflaci a pevnějšímu postoji Fedu (byť se to zatím nezdá) v nastoupeném cyklu neutralizace uvolněné měnové politiky (zvyšování sazeb). V důsledku by se opětovně vzhůru měly posouvat výnosy bezrizikových vládních dluhopisů na obou stranách Atlantiku (ceny dluhopisů klesat), lépe by se naopak mělo dařit rizikovým aktivům (akcie, firemní dluhopisy, aktiva rozvíjejících se zemí).

Dluhopisový trh Polsko / Turecko

V Polsku sice v dubnu výnosy vzrostly, ale to by spíše neměl být začátek setrvalého růstu. Na jedné straně sice stále trvá politická nejistota a latentní strach z definitivní orbanizace Polska, na druhé straně však hlad po jakémkoliv vyšším než nulovém výnosu a silné makroekonomické fundamenty ceny polských dluhopisů podpoří. Dle nás bude tento druhý efekt nadále mírně převládat – riziková prémie k německým dluhopisům (kolem 280 b.b.) se tak udrží.

Turecké dluhopisy profitují z tržního klidu, z nákupního programu ECB a z opticky nízké inflace. Zejména poslední ze zmíněných faktorů hraje roli – celková inflace totiž díky cenám potravin (jejichž růst je nejpomalejší za 12 let) a cenám energií prudce klesla, nachází se tak na tříletém minimu (6,6 %); spekulace, že turecká centrální banka neodolá tlaku vlády a sníží sazby, pak tolik nepřekvapí. Při bližším pohledu však prozatím zůstává v platnosti, že celkový inflační obrázek se tolik nezlepšil – jádrová inflace (9,4 %) je stále výrazně nad cílem centrální banky, tvrdošjně vysoká jsou (prozatím) i inflační očekávání. Obligační trh tak po silných ziscích z uplynulých dvou měsíců může čelit minimálně korekci a též zvýšené volatilitě.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Měny

Euro proti dolaru začalo koncem dubna posilovat, čemuž výrazně pomohla slabá data z USA a silnější data z Eurozóny. Dle nás však z dat o růstu HDP v 1.čtvrtletí nemůžeme usuzovat na relativní růstové vyhlídky obou ekonomik – domníváme se, že růst v USA bude nadále rychlejší než v EMU, a že FED letos ještě k utažení měnové politiky přistoupí. Z toho pak plyne i naše očekávání návrat dolaru k 1,10, byť je možné, že ještě předtím budeme vidět další mírné technické oslabení (pod 1,20).

U koruny bude nadále pokračovat nudný vývoj, kdy bude většinu času poblíž 27 korun za euro a kdy bude ČNB nucena proti ní intervenovat. Exit z intervenčního režimu je zatím v nedohlednu. **Polský zlotý** je po dubnovém oslabení znovu příliš slabý, zde očekáváme spíše postupný návrat pod 4,30, vzhledem k politickým poměrům však čekáme nadále zvýšenou volatilitu a ztráty v případě zvýšení globální rizikové averze. Maďarský forint dle nás bude pokračovat v oscilaci lehce nad 310, a to i pokud dojde k dalšímu uvolnění měnové politiky.

Akciový trh

Na akcie jsme nadále **pozitivní** a považujeme je za jedny z **nejatraktivnějších finančních aktiv**. Velice nízkých valuačních hodnot dosahují akciové rozvíjející se trhy, které zažily v posledních několika čtvrtletích výrazné korekce. Také evropské akciové trhy se nachází zhruba 15 % pod svými historickými průměry, co se P/B, P/E nebo dividendových výnosů týká. Z valuačního hlediska se jako nejméně atraktivní jeví americké akcie. Ty se ve srovnání s historickými průměry obchodují s mírnou premií, avšak tyto vyšší ceny jsou kompenzovány, ve srovnání s Evropou, vyšším hospodářským růstem, vyšší inflací nebo zdravějším pracovním trhem. Z valuačního hlediska mohou být podporou akciím nadále **uvolněné měnové politiky** centrálních bank. Při investování do akcií však musíme počítat se zvýšenou volatilitou jaké jsme nyní svědky, která nás, při současných úrovních akciových indexů, bude v následujících letech provázet.

Volatilita může být způsobena a tedy rizika nyní vidíme například v neočekávaném výrazném zpomalení hospodářství v USA, geopolitických rizicích, zvláště na východě Evropy nebo Asie, nebo nevhodných krocích centrálních bank.

Atraktivnost většiny středoevropských akcií nyní vidíme selektivně v některých akciích, zvláště pak těch dividendových. Riziko v roce 2016 pro polské akcie se může materializovat v možné úpravě tamního penzijního systému vládnoucí stranou PiS. Negativně může v následujících měsících působit také naplňování volebního programu, který je pro akcie negativní, nebo oznámení nových neočekávaných kroků. Pozitivní jsme především na některé české a rumunské akcie. Nyní mezi nejatraktivnější akciové tituly řadíme pojišťovnu Vienna Insurance Group, CETV, Unipetrol nebo Kofolu. Z polských titulů se nám líbí mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, zpracovatel ryb Graal, zpracovatel masa Tarczynski, leasingovou společnost Prime Car Management nebo výrobce těžebního zařízení Famur. V Rumunsku považujeme za atraktivně oceněné akcie rumunského restitučního fondu Fondul Proprietatea, fondu SIF1, plynárenských společností Transgaz a Romgaz a elektrárenské společnosti Transelectrica, v Rakousku akcie pojišťovny Uniqa a realitních společností Atrium a UBM, ve Slovinsku jsou to akcie výrobce domácích spotřebičů Gorenje.

Důležitá upozornění:

Před rozhodnutím investovat do podílového fondu by měl potenciální investor věnovat pozornost sdělení klíčových informací a statutu (prospektu) fondu. Informace uvedené v této zprávě mají pouze informační charakter a jejich účelem není nahradit sdělení klíčových informací nebo statut (prospekt) nebo poskytnout jeho kompletní shrnutí. Údaje o minulých kursech a výnosech uvedené v tomto dokumentu nelze považovat za indikátor budoucího vývoje. Hodnota investice do podílových fondů může s časem jak stoupat, tak i klesat a Conseq Investment Management, a. s., ani jiná osoba nezaručuje návratnost původně investované částky, nepřebírá odpovědnost za jednání učiněná na podkladě údajů v tomto dokumentu uvedených, ani za přesnost a úplnost těchto údajů, a doporučuje investorům konzultovat investiční záměry s odbornými poradci. Další informace, sdělení klíčových informací, kopie statutu (prospektu) fondu a poslední výroční a pololetní zprávy můžete (zdarma) získat v sídle společnosti Conseq Investment Management, a. s., nebo na www.conseq.cz.

PODROBNĚJŠÍ INFORMACE ZÍSKÁTE

- na telefonické lince společnosti Conseq 225 988 225
- e-mailem na adrese fondy@conseq.cz
- na webové stránce společnosti Conseq www.conseq.cz