



AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	2,16 %	USA	0,90 %	USD/EUR	-3,18 %	Ropa Brent	3,22 %
Evropa – DJ Stoxx 600	-0,59 %	Evropa	-1,23 %	CZK/USD	4,23 %	Zemní plyn	6,84 %
Japonsko – Nikkei225	-1,18 %	ČR	-1,05 %	CZK/EUR	0,89 %	Sil. elektřina	5,95 %
MSCI Emer.Mark.	-3,75 %	Polsko	-0,33 %	PLN/EUR	1,85 %	Zlato	-1,45 %
ČR – PX	-3,57 %	Maďarsko	-1,77 %	HUF/EUR	1,96 %	Stříbro	0,90 %
Polsko – WIG30	-4,42 %	Turecko*	-4,95 %	TRY/EUR	7,96 %	Měď	1,01 %
Maďarsko – BUX	-7,67 %	* BofA Merrill Lynch index					

KVĚTEN V KOSTCE

KLÍČOVÉ UDÁLOSTI VE SVĚTĚ

- USA odstoupí od smlouvy o íránském jaderném programu. 8. května to oznámil americký prezident Donald Trump. USA na Írán uvalí nové tvrdé sankce. Přitom podle Mezinárodní agentury pro atomovou energii Írán dohodu dosud plnil.
- Ekonomika eurozóny v prvním čtvrtletí zpomalila, když růst HDP činil 2,5 % meziročně oproti 2,8 % v posledním čtvrtletí loňského roku. Přitom růst německé ekonomiky zpomalil na 2,3 % z 2,9 %.
- Zpomalení národohospodářské dynamiky se projevilo také v Česku, když tempo růstu HDP v prvním čtvrtletí zpomalilo na 4,4 % meziročně oproti 5,5 % v posledním čtvrtletí roku 2017.
- Poslední květnový den Spojené státy oznámily, že od června uvalí cla na dovoz hliníku a oceli z Kanady, Mexika a Evropské unie. Washington tak zrušil dva měsíce trvající výjimku z těchto tarifů.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

- Americký dolar v květnu pokračoval v posilování, když došlo k nárůstu rizikové averze především v důsledku odstoupení USA od smlouvy o íránském jaderném programu, ke zvýšeným obavám z italského postoje k eurozóně a fiskální politice, a k měnové krizi v Turecku. Dolarový index DXY, jenž měří výkonnost dolaru vůči koši hlavních světových měn, posílil o 2,3 %. Vůči euru dolar posílil o 3,2 % na 1,169 dolaru za euro (resp. oslabení eura vůči dolaru).
- Koruna pokračovala v oslabování. Vůči euru oslabila o 0,9 % na úroveň 25,79 CZK/EUR a vůči dolaru kopírovala vývoj na eurodolaru, když oslabila o 4,2 % na úroveň 22,05 CZK/USD.
- Globální akciové trhy si v prostředí zvýšené rizikové averze vedly poměrně dobře, když dle indexu MSCI All Country World oslabily pouze nepatrně o 0,2 % (v dolaru). V korunovém vyjádření si globální akciové trhy kvůli znatelnému posílení dolaru vůči koruně připsaly zisk 4,1 %.
- Z regionálního pohledu si obstojně vedly akciové trhy rozvinutých zemí (MSCI World +0,3 %), naopak akciové trhy rozvíjejících se zemí kvůli silnějšímu dolaru zaznamenaly ztráty (MSCI Emerging Markets -3,8 %).
- Z konkrétních zemí se dařilo akciím v USA (S&P 500 +2,2 %) a Velké Británii (FTSE 100 +2,2 %). Naopak výrazný propad zaznamenaly akcie v Brazílii (Bovespa -10,9 %), Maďarsku (BUX -7,7 %) a Rumunsku (BET -7,3 %).
- České státní dluhopisy na rozdíl od mírného dubnového posílení v květnu v průměru o 1,1 % oslabily (dle indexu českých státních dluhopisů Bloomberg Barclays). Výnosy do doby splatnosti mírně vzrostly v průměru o 0,2 %.
- Polské státní dluhopisy mírně oslabily o 0,3 % a maďarské státní dluhopisy oslabily o 1,8 %. V důsledku měnové krize v Turecku turecké státní dluhopisy oslabily o citelných 5,0 %.
- V důsledku nárůstu rizikové averze se příliš nedařilo korporátním dluhopisům, jejichž kreditní marže, tzn. rizikové přírážky nad výnosy relativně bezrizikových státních dluhopisů, měly tendenci růst. Eurový index korporátních dluhopisů investičního stupně oslabil o 0,2 % a eurový index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně (high-yield) oslabil o citelnějších 1,4 %.
- Cena ropy Brent pokračovala v růstu, byť již ne tak silně jako v dubnu, o 3,2 % na úroveň 78 dolarů za barel. Přitom za uplynulých 12 měsíců je cena ropy výše již o 54 %.



KVĚTEN V KOSTCE

CO JSME DĚLALI V NAŠICH INVESTIČNÍCH PORTFOLIÍCH?

- V rámci asset alokace investičních portfolií jsme v květnu žádné významné investiční akce neprovedli. Přitom jsme pokračovali v trendu uplynulých měsíců týkajícím se graduálního snižování kreditního rizika prostřednictvím prodeje vybraných emisí korporátních dluhopisů.
- Celkově jsme v rámci asset alokace investičních portfolií vůči srovnávacím indexům (benchmarkům) i nadále mírně podváženi v akciích, podváženi v dluhopisech a naopak nadváženi v alternativních investicích a hotovosti.
- Podvážení akciové složky momentálně považujeme za tzv. strategické, neboť se domníváme, že v rámci aktuálního globálního hospodářského cyklu již bylo dosaženo na konci loňského roku vrcholu a v příštích dvou letech bude světová ekonomika postupně mírně zpomalovat, stejně jako dynamika růstu korporátních zisků.
- V rámci akciové složky stále preferujeme rozvíjející se trhy (emerging markets) oproti trhům rozvinutým (developed markets).

JAKÝ JE NAŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

- Naše očekávání pro zbytek roku 2018 jsou v rámci našeho základního scénáře budoucího vývoje opatrně pozitivní.
- Globální ekonomický růst pokračuje a je silně synchronizován napříč světovými regiony. Aktuálně tak probíhá nejsilnější globální hospodářská expanze od finanční krize z let 2007–2009. Růst světového HDP by se měl přitom i letos pohybovat mírně nad úrovní 3 %.
- Na druhou stranu se ovšem domníváme, že dynamika neboli tzv. momentum světové ekonomiky je již momentálně v rámci aktuálního hospodářského cyklu za svým vrcholem a v následujících kvartálech bude dále mírně zpomalovat.
- Podle předstihových indikátorů sentimentu (zejména indexy nákupních manažerů PMI – Purchasing Managers Indexes) přitom dynamika světové ekonomiky dosáhla svého maxima na konci loňského roku a od začátku letošního roku již mírně zpomaluje, což potvrdily údaje o vývoji tempa růstu HDP za první čtvrtletí napříč světovými ekonomikami. Japonská ekonomika dokonce v prvním čtvrtletí mírně poklesla.
- Inflační vývoj pro globální finanční trhy stále nepředstavuje žádný problém. Čísla o dubnové inflaci v USA a eurozóně se prakticky dostala na 2% cíl centrálních bankéřů, nicméně se prozatím nezdá, že by měla inflace nějakým zásadním způsobem přestřelit, a to i přes velice nízkou míru nezaměstnanosti napříč světovou ekonomikou a rostoucí trend ceny ropy.
- Americká centrální banka Fed bude pravděpodobně pokračovat v graduálním zvyšování úrokových sazeb, jež jsou z historického srovnání stále velice nízké. Evropská centrální banka drží úrokové sazby na nule a minimálně do konce září bude pokračovat program nákupu dluhopisů (kvantitativní uvolňování). I nadále se zdá, že eurozóna má před sebou ještě minimálně celý jeden rok bez zvýšení sazeb.
- Co se globálního akciového výhledu týče, domníváme se, že po devíti letech globálního býčího trhu, pohledem nejširšího světového indexu MSCI All Country World, již akciové trhy pravděpodobně mají to nejlepší za sebou. Dynamika světové ekonomiky a růst korporátních zisků budou velice pravděpodobně v následujících dvou letech z cyklického vrcholu z konce loňského roku postupně mírně zpomalovat, což bude pro akciovou výkonnost představovat negativní faktor. Za celý rok 2018 tak v našem základním scénáři očekávaného vývoje počítáme pouze s mírně kladnou výkonností globálních akciových trhů kolem 5 % (v dolaru).
- Co se týče ocenění globálních akciových trhů neboli valuací tržních cen akcií ve vztahu k fundamentálním veličinám jako zisky (P/E), tržby (P/S) či cash flow (P/CF), ty jsou z historického srovnání momentálně již mírně nadprůměrné, proto u valuací v letošním roce očekáváme postupný mírný pokles.
- Na trh českých státních dluhopisů máme i nadále poměrně opatrný výhled, neboť výnosy do doby splatnosti jsou stále poměrně blízko historických minim, respektive ceny poměrně blízko historických maxim. Ve střednědobém horizontu tak stále očekáváme nárůst výnosů do doby splatnosti, respektive pokles cen, a to zejména u emisí delších splatností. Tento výhled vychází z našeho výhledu na německé státní dluhopisy, které jsou s českými protějšky velice úzce spjaty. Po ukončení programu nákupu dluhopisů Evropské centrální banky, jež se momentálně očekává v průběhu čtvrtého kvartálu letošního roku, pravděpodobně postupně dojde k růstu výnosů německých státních dluhopisů, respektive k poklesu cen, přičemž české státní dluhopisy budou patrně tento pohyb do značné míry kopírovat.
- Co se týče korporátních dluhopisů investičního i neinvestičního stupně, domníváme se, že po výrazném cenovém růstu z minulých let, včetně roku 2017, již pravděpodobně mají to nejlepší za sebou. Klíčový indikátor atraktivity korporátních dluhopisů – kreditní marže, tzn. rizikové přírážky nad výnosy relativně bezrizikových státních dluhopisů, se totiž stále pohybuje poblíž historickým minim.



KVĚTEN V KOSTCE

JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

- 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 za celý rok 2018 patří:
 - 1) politický vývoj v Itálii – postoj nové vlády k eurozóně a fiskální politice,
 - 2) další výrazné zhoršení měnové situace v Turecku, včetně výsledku červnových voleb,
 - 3) další zásadní vyostření situace v mezinárodním obchodě, zejména ve vztahu mezi USA a Čínou či USA a Evropskou unií,
 - 4) rychlejší než aktuálně očekávané postupné zpomalování globální ekonomiky z cyklického vrcholu, jehož bylo dosaženo na konci loňského roku,
 - 5) neočekávané a výrazné zvýšení inflace a inflačních očekávání,
 - 6) oproti aktuálnímu očekávání výrazně rychlejší normalizace monetárních politik klíčových centrálních bank (Fed, ECB, BOJ),
 - 7) oproti aktuálnímu očekávání výraznější zpomalení čínské ekonomiky, případně kreditní či realitní krize.

HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

I v polovině druhého čtvrtletí pokračovalo ochlazování růstu eurozóny.

Ani zpřesňující data o růstu ekonomiky eurozóny v prvním čtvrtletí nepřinesla žádné zlepšení celkové makroobrázky – nadále tak platí konstatování z minulého vydání tohoto materiálu, tj. že ekonomika eurozóny v prvním čtvrtletí citelně ztratila dech (+0,4 % q/q vs. 0,6 % q/q). Primární důvod pro zpomalení oproti 4. čtvrtletí je třeba hledat ve Francii, kde růst dosáhl v 1Q18 pouze 0,2 % q/q (ve 4Q17 přitom 0,7 % q/q) a v Německu (zpomalení z 0,6 % na 0,3 % q/q). Příčiny obou slabých výsledků jsou stejné: slabý čistý export, ve Francii pak ještě slabé fixní investice. Zbývající dvě velké ekonomiky si vedly stejně jako koncem minulého roku – Španělsko přidalo 0,7 % q/q (a zůstalo tak premiantem mezi velkými zeměmi), Itálie rostla o 0,3 % q/q (a nadále tak zůstává chorým mužem Evropy). Nejistotu kolem Itálie prohloubila nejistota kolem skládání nové koaliční vlády. Během května zde nejdřív téměř vznikla populistická, antiestablishmentová vláda Ligy severu a Hnutí pěti hvězd. Poté, co se trhy s představou této vlády jakž takž sžily, se jednání zadržela a novým strašákem se staly předčasné volby.

Slabý celkový ekonomický růst nebyl zas takovým překvapením, a to jak vzhledem k (během celého prvního čtvrtletí) zhoršujícím se předstihovým indikátorům, tak vzhledem k samotným slabým březnovým datům. **Březnová průmyslová produkce** nepřinesla po slabém únoru (-0,9 % m/m) a lednu (-0,6 % m/m) žádné velké zlepšení. Ano, v březnu poprvé od listopadu 2017 sice vzrostla, ale jenom velmi mírně (0,5 % m/m). Podobně své slabé výkony v předcházejících měsících neodčinila ani zpracovatelská složka průmyslové produkce – po propadu o skoro 2 % m/m v březnu (a po anemickém růstu o 0,3 % v lednu) nehodnotíme růst o 0,4 % m/m v březnu nijak euforicky. Žádná velká sláva to nebyla ani s maloobchodem. **Březnové i dubnové maloobchodní tržby** vzrostly shodně pouze o 0,1 % m/m, což v meziročním vyjádření znamenalo růst o slabých 0,8 % r/r v březnu a o 1,7 % v dubnu.

Tempo hospodářského růstu se navíc ani v polovině 2. čtvrtletí nezlepšovalo, spíše naopak. Předstihové indikátory totiž i v květnu dále zpomalily. Celkový index PMI v eurozóně poklesl v květnu na 1,5leté minimum (54,1 bodu), přičemž k tomu přispěly rovným dílem služby (53,9 bodu, 16měsíční minimum) a zpracovatelský průmysl (54,5 bodu); německý PMI poklesl na 20měsíční minimum, francouzský na 16měsíční minimum. Ani u dalších předstihových indikátorů, s výjimkou spotřebitelské důvěry, která je stále kousek od historického maxima (což se však v maloobchodě neprojevuje), to nebylo lepší – složka očekávání u německého IFO indexu kupříkladu poklesla nejnižší od března 2016. Jinými slovy, je nepravděpodobné, že by tempo ekonomického růstu ve druhém čtvrtletí oproti čtvrtletí prvnímu zrychlilo.

Trh práce se dále zlepšuje, ale tempo meziročního zlepšování zpomaluje. Zatímco v roce 2017 jsme byli v jednotlivých měsících svědky poklesu míry nezaměstnanosti o 1 p. b. meziročně, v květnu se nezaměstnanost sice dostala na pokrizové minimum 8,5 %, ale to je jenom o 0,7 p. b. méně, než v květnu 2017.



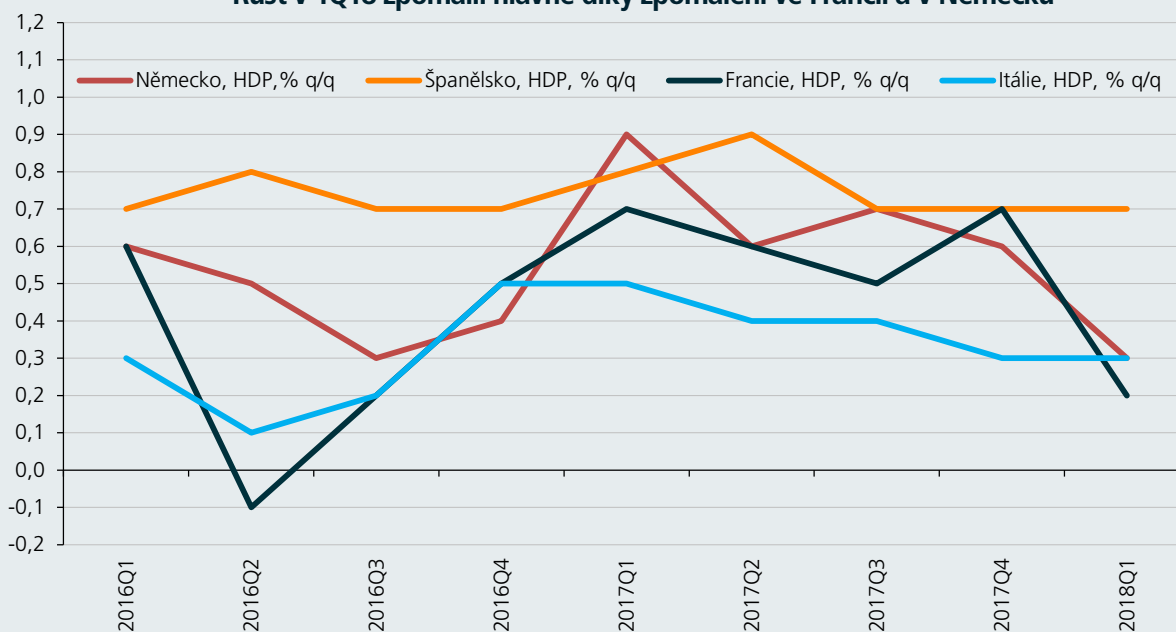
HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Takový vývoj pak nutně reflektuje **inflace**. Ta se sice v dubnu skokem dostala na 1,9 %, ale jenom díky cenám energií, které kvůli cenám ropy zrychlily z 2,6 % r/r v dubnu na 6,1 % r/r v květnu. Mnohem důležitější byl fakt, že se z hodnoty 0,7 % v dubnu zvedla jádrová inflace – dle očekávání byl její dubnový pokles způsoben Velikonoce. Nicméně její květnový návrat na 1,1 % není nic, z čeho by měla mít ECB radost: 1,1 % je totiž pouze na průměru jádrové inflace v posledních 4 letech. Poptávkové tlaky tak nadále nejsou nijak patrné, a není tedy ani jasné, proč by celková inflace měla udržitelně zůstat na 2 % tak, jak si to za podmínku normalizace měnových podmínek klade ECB.

ECB v květnu nezasedala, byl pouze zveřejněn zápis z posledního zasedání z konce dubna. Ten byl poměrně holubičí. ECB sice ještě držela linii minulých zápisů, tj. řekla, že věří v udržitelnou konvergenci inflace ke svému cíli, přiznala však, že „nejistota výhledu se od březnového zasedání zvýšila“, což ji vedlo ke konstatování, že „další data, která budou k dispozici před červnovým zasedáním, se budou muset podrobně analyzovat, aby se zjistilo, co je za zpomalením růstu“. Vzhledem k tomu, že data v květnu byla slabá a protiinflační, dá se čekat, že takové bude i vyznění nejbližšího zasedání, které se koná v polovině června v lotyšské Rize.

Růst v 1Q18 zpomalil hlavně díky zpomalení ve Francii a v Německu



Zdroj: ECB

USA

Americká ekonomika začala letošní rok z růstového hlediska velice slibně. Inflace ve druhém čtvrtletí mírně zpomalila, nadále se však nachází lehce pod cílem Fedu. Trh práce je dle celé řady ukazatelů v nejlepší kondici za mnoho let.

Druhý odhad růstu HDP v 1Q18 přinesl jen drobnou revizi tempa z odhadu prvního směrem dolů, a to z anualizovaného čtvrtletního tempa 2,3 % na tempo 2,2 %. Toto tempo růstu tak zůstalo nejslabší od prvního čtvrtletí roku 2017. To však není nijak negativní zpráva – pokud bereme v potaz, že první kvartál je v pokrizových letech obecně výrazně slabší než zbytek roku (v roce 2016 dosáhl růst v prvním čtvrtletí pouze 0,6 %, v roce 2017 pak 1,2 %), jedná se o velmi slibný výsledek. Ve struktuře bylo pozitivní, že růstu pozitivně přispěly všechny složky poptávky včetně poptávky ze zahraničí. Spotřebitelské výdaje k růstu přispěly 0,7 p. b., fixní investice 0,8 p. b., zásoby 0,4 p. b., o zbytek se rovným dílem rozdělila vláda a zahraniční poptávka (čistý vývoz).



HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

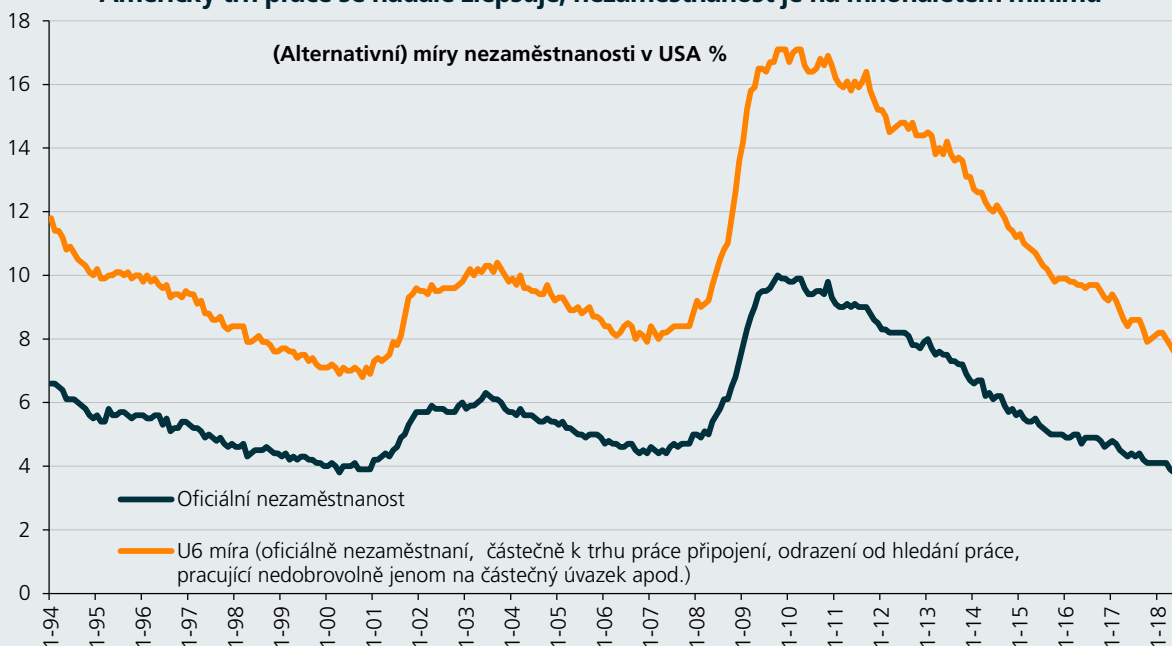
Měsíční data zveřejněná během května byla vcelku dobrá. **Průmyslová produkce** vzrostla v dubnu stejným tempem jako v březnu, tj. o 0,7 %. U její zpracovatelské složky jsme po stagnaci v březnu (která však následovala po silném růstu o 1,4 % v únoru) viděli v dubnu návrat k růstu, a to o 0,5 % m/m. V příštích měsících se však nejspíš na produkci opět podepíše silnější dolar a možná i celní opatření zavedená americkým prezidentem. **Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby** přidaly v dubnu procento m/m, které přišlo po stejně velkém poklesu v březnu. Na našem závěru, že tento ukazatel neroste nijak silně, se tak nic nemění. Optimistické však je, že v prvním čtvrtletí vykázaly fixní investice, pro něž je tento indikátor jakýmsi proxy, silnější růst, než který by plynul z objednávek samotných. Snad tomu tak bude i ve druhém čtvrtletí.

Maloobchodní tržby (bez aut a bez paliv) v dubnu přidaly 0,5 %, což bylo jejich nejrychlejší tempo růstu od listopadu minulého roku. Po slabé dynamice zejména koncem minulého roku se tak možná tržby definitivně vrací k rychlejšímu tempu. Dávalo by to smysl – **trh práce** je nadále ve velmi dobrém stavu, v dubnu vytvořil v soukromém sektoru 162 tis. a v květnu 218 tis. pracovních míst. Oficiální míra nezaměstnanosti navíc v květnu poklesla na 3,8 %, tj. nejnižší od dubna 2000, její alternativní míra U6 (zahrnující oficiálně nezaměstnané, pracovníky k trhu práce připojené pouze částečně, pracovníky od hledání práce odrazené či pracující nedobrovolně na částečný úvazek) dokonce klesla na nejnižší hodnotu (7,6 %) za posledních 17 let.

Jádrová PCE inflace poté, co v březnu poskočila k cíli Fedu s tím, jak se v číslech projevil bazický efekt března 2017 (výrazný pokles inflace v důsledku poklesu cen mobilních telekomunikačních služeb), zůstala v dubnu na úrovni 1,8 %. Nachází se tak nadále lehce pod cílem centrální banky. Měsíční dynamika inflace mírně zvolnila k hranici 0,15 % m/m (tj. pod 2 % ročně). Růst hodinové mzdy v prvních dvou měsících 2. čtvrtletí dosáhl 2,6 % r/r, navzdory napjatému trhu práce tak mzdy nijak výrazně nerostou (a jejich růst příliš neakceleruje).

Fed sice na svém květnovém zasedání sazby nezměnil (Fed funds tak zůstaly v pásmu 1,50 % – 1,75 %), ale poměrně jednoznačně naznačil, že tak již brzy učiní. V prohlášení po zasedání byla patrná spokojenost s inflačním vývojem počátkem roku i optimismus, že se inflace kolem cíle udrží i v situaci, kdy Fed letos dále utáhne měnové podmínky. Z prohlášení tak například zmizela zmínka o tom, že členové „bedlivě sledují“ vývoj inflace, což indikuje, že si Fed věří (a že věří inflaci). Nejbližší zasedání se koná v polovině června letošního roku a bude na něm zveřejněna nová prognóza.

Americký trh práce se nadále zlepšuje, nezaměstnanost je na mnohaletém minimu



Zdroj: <http://www.bls.gov/webapps/legacy/cpsatab15.htm>



HLAVNÍ UDÁLOSTI

CEE3

ČR

Ekonomika v 1. čtvrtletí dále rostla, ale výrazně pomalejším tempem než v roce 2017 a než okolní země regionu. Domácí poptávka zůstává hnacím motorem růstu.

Růst ekonomiky dosáhl v prvním čtvrtletí pouze 0,4 % q/q, což bylo nejenom nejméně v rámci regionu (Slovensko, Polsko, Maďarsko rostly výrazně rychleji, tempem nad 1 % q/q), ale i výrazně pomalejší než v roce 2017. Ve struktuře růstu dominovala domácí poptávka, hlavní vinu na ztrátě dynamiky pak měl zahraniční obchod. Agregátní domácí poptávku nejvíce podpořily fixní investice (+3,5 % q/q), poptávka domácností sice dále vzrostla, ale navzdory extrémně nízké nezaměstnanosti a silnému růstu mezd (v 1Q18 reálně o 6,6 % r/r, nominálně o 8,6 % r/r) již dále neurychlila (její růst dosáhl v 1Q18 +0,7 % q/q, což bylo pod průměrem let 2014–2017, který činil 0,9 % q/q). Celkové poptávce také hodně pomáhá rozchazovací vláda – růst její poptávky v posledním půlroce byl nejsilnější od roku 2004.

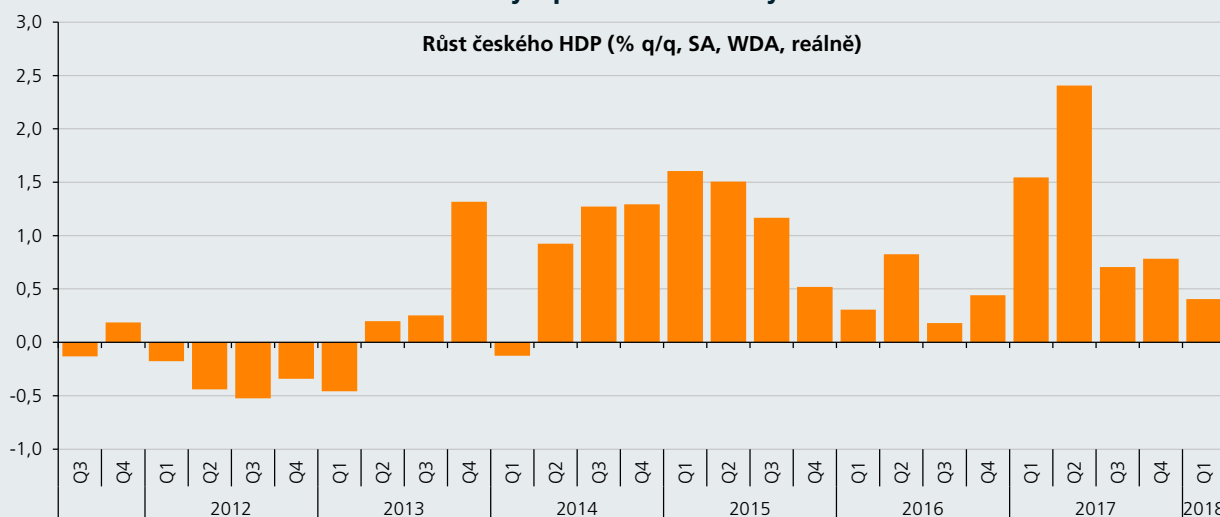
Měsíční data zveřejněná v květnu potvrdila, že tempa růstu viděná v minulém roce se letos opakovat nebudou.

Průmyslová produkce se sice po únorovém zklamání v březnu zlepšila, ale po poklesech v únoru i v lednu také březnový růst produkce o 1,4 % m/m znamenal, že mezikvartální růst v 1. čtvrtletí dosáhl pouze 0,4 %. Což bylo výrazně pomalejší než růst mezi čtvrtým a třetím kvartálem roku minulého (4,2 % q/q). Co ale bylo na březnových datech ještě znepokojivější, byla skutečnost, že slabost ve zpracovatelském průmyslu přetrvávala. Po výrazném poklesu této největší složky průmyslové produkce v únoru (–3,2 % m/m) se zpracovatelský průmysl v březnu zlepšil pouze o 0,5 % m/m. Vzhledem k lednovým nevalným výsledkům tedy zpracovatelský průmysl v 1Q18 oproti 4Q17 dokonce poklesl. Index PMI v tomto sektoru v květnu oproti dubnu poklesl o dalších 0,7 bodu (na 56,5), oproti prosincovému lokálnímu maximu (59,8) je tak nižší o více než tři body. Nadále je tedy sice na úrovních indikujících růst tempem 7 % r/r, ztráta dynamiky je však viditelná. A může pokračovat.

Maloobchodní tržby v dubnu ve své jádrové složce vzrostly o 9,4 % r/r, pokračuje tedy silný růst v souladu s tím, jaké jsou makroekonomické fundamenty (nízká nezaměstnanost, silný růst mezd, vysoká spotřebitelská důvěra). Jediné, co nedává příliš smysl, je pokračující slabost v sektoru aut – v dubnu totiž maloobchodní tržby za auta poklesly o 3,5 % r/r.

Spotřebitelská inflace v dubnu vzrostla více, než se čekalo. Měnověpolitická inflace se z březnových 1,6 % meziročně dostala na 1,8 %, tj. jen kousek pod cíl ČNB. Měsíční růst dosáhl 0,3 % m/m (v dubnu 2017 naopak inflace meziměsíčně jen stagnovala). Růst m/m inflace v dubnu byl odrazem rychlejšího růstu cen ropy (+1,4 % m/m vs. –0,3 % m/m v dubnu 2017) a o něco rychlejšího růstu poptávkové inflace (0,5 % m/m v roce 2018 vs. 0,4 % m/m v roce 2017). Poptávková inflace tak v posledních 3 měsících citelně urychlila (+1 % kumulativně), meziročně se tedy v dubnu dostala na 1,8 %.

Růst ekonomiky v prvním čtvrtletí výrazně zvolnil





HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

Česká národní banka na svém květnovém zasedání ponechala sazby beze změny. V nové prognóze ponechala jak výhled nejbližšího růstu sazeb (konec 4. čtvrtletí tohoto roku), tak výhled kontinuálního utahování politiky v roce 2019 (tříměsíční PRIBOR ve 4Q19 nad 2 %) a posilování koruny (24,60 v posledním čtvrtletí letošního roku, 24,30 na konci roku 2019). ČNB však už netvrdí, jako v únoru, že i s posilující korunou bude inflace nad cílem: zatímco v minulé (únorové) prognóze ČNB tvrdila, že inflace ve 4Q18 bude 2,1 %, dle květnové prognózy to bude už jen 1,4 % (!).

POLSKO

Polská ekonomika v prvním čtvrtletí rostla extrémním tempem, inflace však paradoxně zamířila dolů. Centrální banka tak zůstává v klidu.

Tempo růstu polské ekonomiky v prvním čtvrtletí letošního roku pozorovatelům doslova vyrazilo dech. Ekonomika totiž přidala mezikvartálně 1,6 %, což bylo tempo výrazně nad tempem například české ekonomiky, meziroční tempo dosáhlo 5,2 %. K tomuto silnému růstu přispěly všechny složky poptávky kromě – dle očekávání – čistého exportu. Nejvýraznějším přispěvatelem byla poptávka domácností (+3 p. b.) a zásoby (1,9 p. b.) – v případě zásob se jedná pravděpodobně o reakci na delší zásobovací lhůty dodavatelů. Čistý export ubral růstu 1,2 p. b., a to jak díky slabšímu růstu exportu, tak díky silnému růstu importu.

Průmyslová produkce vzrostla v dubnu o silných 9,3 % r/r, což bylo dáno zčásti efektem rozdílného počtu pracovních dní mezi dubnem roku 2018 a 2017. V prvních 4 měsících letošního roku tak produkce vzrostla o průměrných 6,8 % r/r, což je tempo srovnatelné s tempem růstu v roce 2017. Vzhledem k tomu, že index PMI zpomalil z 55 bodů v prosinci 2017 na 53,3 v dubnu, což je vpravdě malé zpomalení, to však není tak překvapivé.

Maloobchodní tržby po silném růstu v březnu (9,2 %) a v dubnu zpomalily, jejich růst (4,6 %) byl nejslabší od října 2016. Z toho bychom však nic negativního nevyvozovali, klíčovou roli v těchto číslech hraje počet pracovních dní – po očištění o rozdílný počet pracovních dní byl růst v březnu i v dubnu velmi podobný (6,6 % r/r v březnu a 6,3 % r/r v dubnu). Dynamika poptávky domácností tak i počátkem druhého čtvrtletí zůstala velmi silná a je to tak odůvodněně – silně rostou mzdy (v dubnu nominálně +7,8 % r/r), sezonně očištěná míra nezaměstnanosti setrvává poblíž (6,2 %) historického minima (6,1 %); sezonně neočištěná míra nezaměstnanosti dokonce poklesla na nové historické minimum (6,3 %). Jinými slovy, ani pro zbytek prvního pololetí letošního roku není vidět důvod, proč by poptávka domácností měla zpomalit.

Navzdory silnému růstu ekonomiky, nízké nezaměstnanosti a vysokému růstu mezd se inflace moc nezvedá. Celková inflace dosáhla v dubnu na 1,6 %, což však znamenalo, že se pouze vrátila na úroveň ze začátku letošního roku. Dle prvních dat v květnu inflace lehce vzrostla na 1,7 %. Podstatnější je však vývoj jádrové inflace. Její květnový odhad zatím zveřejněn nebyl, finální data za duben však ukázala, že (překvapivý) trend jejího zpomalování pokračoval i počátkem druhého čtvrtletí – jádrová inflace v dubnu totiž poklesla na 0,6 %, nejnižší od března 2017.

Měnový výbor centrální banky (MPC) ponechal v květnu 2018 sazby beze změny na 1,5 %. Nic jiného se ani nedalo čekat – inflační vývoj je sice paradoxní, ale reálný. Guvernér Glapinski potvrdil, že prostor pro letošní zvýšení sazeb není žádný (a souhlasí s ním i velká část MPC) a že další pohyb sazeb nemusí být nutně nahoru. Oproti minulému zasedání tedy prázdná změna.

MAĎARSKO

Maďarská ekonomika nadále roste, hnaná primárně poptávkou domácností. Inflace zůstává velmi nízká, centrální banka v jasně holubičím modu.

Finální data o růstu HDP v Maďarsku potvrdila, že i maďarské ekonomice se začátkem roku dařilo dobře. Růst HDP dosáhl 1,2 % q/q, což bylo jen o něco pomalejší než v Polsku, ale mnohem rychlejší než v ČR. Meziroční tempo růstu dosáhlo 4,4 %, největším přispěvatelem se poprvé od konce roku 2016 stala poptávka domácností (+2,9 p. b.). Fixní investice přispěly k růstu 2,8 p. b., čistý vývoz pak 0 p. b.



HLAVNÍ UDÁLOSTI

MAĎARSKO

Maloobchodní tržby vzrostly v dubnu o 6 % r/r, což znamenalo, že pokračoval velmi dobrý růst posledních měsíců; od září minulého roku tržby průměrným meziročním tempem skoro 7 %. K silnému meziročnímu růstu přispěla, podobně jako v minulých měsících (a podobně jako u nás), hlavně jádrová komponenta. Tempo růstu celkových tržeb tak sice stále, jako po celý minulý rok, neodpovídá růstu mezd (11,3 % r/r v březnu), stavu trhu práce či nadále nízké inflaci, ale výsledek je to i tak výborný. **Nezaměstnanost** sice už dále neklesá, to však na úrovních, kde se nachází, ani čekat nelze – za únor až duben totiž její míra dosáhla 3,9 %, což je nejenom poblíž historického minima (3,8 % ve 4Q17), ale i výrazně pod přirozenou mírou nezaměstnanosti. **Průmyslová produkce** v březnu pokračovala v pouze pomalém růstu – po slabých 4,1 % r/r v únoru přidala koncem prvního čtvrtletí jen 1,9 %, což nebylo úplně překvapivé. Index PMI totiž oproti lednu letošního roku zpomalil velmi výrazně (60,9 v lednu, 53,3 v dubnu), což se muselo odrazit v tempu růstu produkce. V květnu se index stabilizoval a vzrostl na 55,4 bodu – během léta bychom tak měli vidět přece jen o něco silnější růst (cca 4 % r/r).

Celková inflace se v dubnu 2018 dále zvedla, oproti březnovým 2 % dosáhlo dubnové tempo růstu cenové hladiny 2,3 %. Poptávková inflace také vzrostla o 0,1 p. b., dostala se tak na 1,9 %, to je však pouze o 0,4 p. b. výš, než kde byla v dubnu minulého roku (a 0,1 p. b. pod úrovní ze září 2017). Je tak evidentní, že poptávkové tlaky v maďarské ekonomice stále nejsou přítomny.

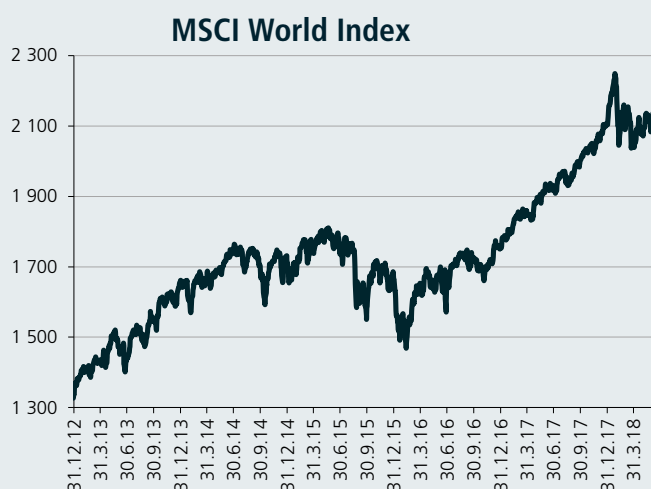
Maďarská centrální banka (MNB) v květnu žádnou změnu měnové politiky neprovedla, tříměsíční sazba tak zůstala na 0,9 %, O/N depozitní sazba na -0,15 %. Zápis se nesl v holubičím duchu, stejně jako v minulých měsících. Dle centrální banky je pro udržitelné dosažení cíle nevyhnutelné udržovat na krátkém i dlouhém konci uvolněné měnové podmínky. Jedinou drobnou změnou bylo, že centrální banka naznačila, že je se stávajícím instrumentáři spokojená: v minulých zápisech se objevovala možnost, že by k tendrům IRS a odkupům hypotečních listů mohla přidat další nástroje.

ROPA

Ropa (Brent) se během května dostala až na 80 dolarů za barel, což bylo poprvé od konce roku 2014. Na konci měsíce se však vrátila k 75 dolarům. Růst ceny během minulého měsíce byl výsledkem zpráv, že OPEC snižuje těžbu rychlejším tempem, než jaké požaduje dohoda z ledna 2017, a výsledkem rostoucího napětí poté, co americký prezident Trump vypověděl dohodu s Íránem (což vedlo k automatickému znovuzavedení sankcí na íránskou ropu).

AKCIOVÉ TRHY

Ve světě se i při zvýšené rizikové averzi dařilo akciím amerických společností (S&P500 2,2 %). Dobře si vedly především sektory automobilový, průmyslu, hotelnictví nebo zemědělský, jež si připsaly zhodnocení přes 10 %. Ve ztrátě skončil index evropských akcií DJ STOXX 600 (-0,6 %). Za hlavní důvody mírně negativní výkonnosti můžeme označit možné uvalení cel na ocel ze strany USA a nelehké sestavování vlády v Itálii spojené s rostoucími výnosy dluhopisů periferních zemí eurozóny. Nejvyšší ztrátu si tak připsal evropský bankovní sektor (-9 %) a sektor pojišťovnictví (-6,2 %), kladnou výkonnost předvedly sektory těžby, technologický a volného času.



Zdroj: Bloomberg



AKCIOVÉ TRHY

MSCI Emerging Markets



CECE Composite



Zdroj: Bloomberg

Akciím střeoevropských společností se nedařilo. Zvýšená riziková averze panující převážně na rozvíjejících se trzích ve spojení s rostoucími požadovanými výnosy na dluhopisech a silícím dolarem dopadla i na střeoevropský region, především na polský trh (index WIG 30 -4,9 %). Za propadem polského indexu byly hlavně hojně zastoupené bankovní tituly, které negativně reagovaly na komentáře některých členů polské centrální banky o ponechání základní úrokové sazby na stávající úrovni až do konce roku 2019. Mimo banky a pojišťovny se nedařilo ani energetickému sektoru, jenž reagoval na stále se opakující spekulace o financování výstavby jaderné elektrárny. V plusu naopak skončily společnosti ze sektoru maloobchodu jako LPP, CCC nebo CD Project. České akcie také skončily v mírném záporu. Výběr zisků proběhl na akciích Erste Bank, pojišťovny Vienna Insurance Group a Philip Morris.

Na asijských rozvíjejících se trzích přetrvávala nervózní nálada, která je spojená především s obavami z protekcionistické obchodní politiky Spojených států. Akcie velkých ekonomik rostly – Čína +1,21 %, Indie +0,46 %, zatímco například akcie Koreje a Hongkongu klesly. Ekonomická situace v regionu však zůstává nadále dobrá. Zcela opačná situace panovala v květnu v Latinské Americe. Po sérii stávek, které proběhly po deregulaci cen energií následované zvýšením jejich cen, a narůstající nejistotě ohledně prosazení plánovaných reforem se brazilské akcie propadly o 10,87 %. Mexické akcie odepsaly 7,64 %, kde se investoři více a více obávají blížících se prezidentských voleb a také možnosti nevyjednání pokračování obchodní smlouvy NAFTA s USA. MSCI Emerging Markets Index ztratil za květen 3,75 % (v USD). Musíme však přihlídnout k tomu, že poměrně značné posílení amerického dolaru snížilo vykazovanou výkonnost trhů rozvíjejících se ekonomik v této měně.

DLUHOPISOVÉ TRHY

USA A EMU

I když americké dluhopisy zaznamenaly během května jeden z nejvolatilnějších měsíců, čistá změna výnosů mezi konci dubna a května nakonec nebyla moc velká. V první polovině května se desetileté výnosy vyšplhaly na nejvyšší hodnotu (3,1 %) za skoro 7 let s tím, jak trh začal očekávat rychlý růst inflace a růst americké zadluženosti. Politická nejistota v Evropě, zejména kolem formování koalice v Itálii (ale i kvůli hlasování o důvěře vlády ve Španělsku), však posléze vrátila výnosy rychle směrem dolů. Výnosy dlouhodobých Treasuries v poslední dekádě května spadly nejrychlejším tempem od brexitu, o více než 30 bps. US výnosová křivka v měsíčním účtování klesla v rozsahu do 10 bps a snížila sklon. V eurozóně byl vývoj výrazněji ovlivněn problémy s formováním italské vlády – zatímco německé dlouhodobé výnosy poklesly až na 20 bps z již tak nízkých úrovní okolo 0,5–0,6 %, ty periferní v čele s italskými dluhopisy na ceně citelně ztrácely a jejich výnosy rostly, přičemž tržní volatilita dramaticky vzrostla.



DLUHOPISOVÉ TRHY

ČR

Česká výnosová křivka během května vzrostla, a to zhruba o 20 bps na všech splatnostech. Důvodem byla kromě zmíněného růstu politické nejistoty v eurozóně především jestřábí rétorika členů bankovní rady ČNB, indikující záměr centrálních bankéřů pokračovat v cyklu zvyšování úrokových sazeb, a vedle toho velká aktivita Ministerstva financí, zásobující oblibiční trh v nadprůměrné míře novými dluhopisy zejména dlouhodobých splatností. České dvouleté výnosy vzrostly na skoro 0,9 %, české desetileté pak na dohled 2 %. Riziková prémie českých desetiletých dluhopisů nad německými se vlivem uvedeného vývoje rozšířila na šestileté maximum.

POLSKO

Polská výnosová křivka po výrazném dubnovém zploštění a poklesu dlouhého konce v květnu vlivem mírně vyšší (celkové) inflace, a zejména pod tlakem politické nervozity v Evropě stoupla a zvýšila sklon. Na krátkém konci vzrostly výnosy o 6 bazických bodů, na dlouhém konci o zhruba 15 bps (na zhruba 3,25 %). Jednalo se tak o podobný vývoj jako v České republice, jen v mírnějším rozsahu.

Bloomberg Barclays Czech Index



Bloomberg Barclays Poland



Zdroj: Bloomberg

TURECKO

Turecká aktiva čelila zkraje května dramatickému zhoršení již tak velmi negativního sentimentu a v reakci na to velmi silným výprodejům. Spouštěcím motivem bylo vedle snížení ratingu agenturou Standard & Poor's především vyjádření prezidenta Erdogana na návštěvě v Londýně, že po svém zvolení v prezidentských volbách na konci června hodlá výrazněji mluvit do provádění měnové politiky centrální banky (!). To spustilo nefalšovaný úprk již tak výrazně podvážených zahraničních investorů z tureckých dluhopisů, výrazně akcelerovalo oslabování kurzu turecké liry. V závěru května, kdy negativní vývoj kulminoval, konečně razantně zareagovala centrální banka – zvýšila rozhodným způsobem úrokovou sazbu (o 300 bps) a zároveň se navrátila ke konvenčnímu provádění měnové politiky prostřednictvím klíčové týdenní repo sazby. Centrální banka a vláda ústy guvernéra a místopředsedy vlády Simseka (trhy respektovaný ekonom) slíbila další zpřísnění měnové politiky na zasedání v červnu v případě akcelerace inflace, respektive souběžné dodržení střídmého fiskálního plánu bez ohledu na brzké parlamentní a prezidentské volby. To poskytlo tureckým aktivům určitou podporu a stabilizaci, byť tržní vývoj zůstával značně volatilní. Výnosová křivka během extrémně negativního května vzrostla a zvýraznila inverzní tvar při růstu kratších splatností až o 280 bps a dlouhodobých výnosů o 160–200 bps. Na konci května se turecká vládní křivka nacházela na bezprecedentní úrovni 14–16,75 %. Měnový kurz TRY za květen oslabil ke koši měn (EUR, USD) o dramatických 9,4 %.



DLUHOPISOVÉ TRHY

FIREMNÍ DLUHOPISEY

Květen byl pro firemní dluhopisy napříč kategoriemi výrazně negativním měsícem, nejhorším od ledna 2016. Odklonu investorů od kreditního rizika dominovala eskalace politické nejistoty v Itálii v souvislosti s problémy populistické koalice při sestavování vlády, nezodpovědnými fiskálními plány a hrozícími předčasnými volbami. Nejhuře zasaženy byly dluhopisy italských finančních institucí, ztráty se nicméně nevyhnuly ani valné většině ostatních segmentů. Průměrná kreditní marže indexu EUR iBoxx Corporate IG ve výsledku i přes korekci v závěru měsíce vzrostla o 16 b. na 75 bodů, v případě indexu spekulativního stupně (EUR iBoxx HY) stoupla o 48 b. na 304 bodů. Kreditní marže dané CDS kontrakty rostly obdobně jak v případě investičního, tak u spekulativního stupně.

MĚNY

Dolar proti euru během května pokračoval v posilování, které zahájil v polovině dubna. Kromě jasné divergence v tempech růstu na protějších březích Atlantiku se na stranu dolaru postavila i evropská politika. Problémy s formováním vládní koalice v Itálii, hrozba předčasných italských voleb, které by se mohly lehce změnit v referendum o euru, hlasování o důvěře vládě ve Španělsku – to všechno byly faktory, které se podepsaly na kurzu eura. A to tak, že se společná evropská měna proti dolaru na chvíli dostala až k hranici 1,155, kde její kurz nebyl skoro rok.

Vlivem posilování dolaru, respektive pod tlakem rostoucí rizikové averze pokračovala v květnu v oslabování započatém měsíc předtím také česká koruna. Zatímco koncem dubna se obchodovala kolem 25,50, během května se v jednu chvíli dostala až na dohled hranice 26 korun – v samém závěru měsíce se koruna obchodovala jenom necelých deset haléřů pod ní.

U **polského zlotého** byla situace podobná – po celý květen vůči euru oslaboval, v samém závěru měsíce se dostal až na nejslabší úroveň (4,33) od března minulého roku. Ještě hůř se vedlo **maďarskému forintu**. Ten ještě v dubnu na rozdíl od koruny či zlotého téměř neoslabil, během května si to však „vynahrátil“, když poprvé od ledna 2015 zlomil hranici 320 forintů za euro.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Poté, co se uklidní situace na trhu středoevropských dluhopisů (tj. poté, co se stabilizuje euro proti dolaru), by mělo dojít k utažení rizikové prémie mezi německými a českými dluhopisy. Mělo by se tak stát jak zdola (tj. růstem německých výnosů), tak částečně i shora (mírným poklesem českých výnosů). Pokles dlouhých českých výnosů někam k 1,50 % by měl přijít s tím, jak bude jasnější, že česká inflace není takový problém, aby byl potřeba výrazný růst sazeb. Rizikem tohoto vývoje je scénář, kdy ČNB zrealizuje hrozbu rychlejším/větším růstem sazeb, pokud koruna zůstane slabší, než jakou čeká prognóza. Uvedený fundamentální výhled je nadále komplikován situací na devizovém trhu, konkrétně přetrvávající překoupeností české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž nadále uložena právě v českých dluhopisech – v dubnu nerezidenti drželi 34 % všech a 39 % korunových dluhopisů. Další stovky miliard korun z intervencí, které jsou v rukou zahraničních investorů, jsou pak v jiných instrumentech. Jinými slovy, dluhopisy, podobně jako koruna, jsou velmi náchylné na zhoršení sentimentu. Negativní tlak na ceny vládních dluhopisů navíc nadále přichází ze strany Ministerstva financí, jež trh zásobuje výrazně nadprůměrným objemem nově vydávaných dluhopisů, navíc koncentrovaných do segmentu dlouhodobých splatností. V dlouhodobém horizontu očekáváme růst výnosů (pokles cen vládních obligací), a to jak zde, tak v EMU.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Poté, co desetileté polské dluhopisy dosáhly během dubna nejnižší úrovně (3 %) od listopadu 2016, se prosadila určitá růstová korekce. Pokles polské jadrové inflace v prvních 4 měsících letošního roku snížil pravděpodobnost růstu sazeb v nejbližších 6 kvartálech směrem k nule. Naproti tomu silný ekonomický růst (byť později tlačící inflaci na vyšší hodnoty) se bude dle našeho očekávání nadále promítat do příznivého fiskálního obrázku, konkrétně mimo jiné do nižší emisní aktivity Ministerstva financí, a tím do poklesu kreditní marže vůči bezrizikovým (německým) vládním dluhopisům EMU. Polské vládní dluhopisy by tedy měly v dalším období výkonnostně překonávat své německé i české protějšky.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Turecká centrální banka konečně v květnu rozhodným způsobem zareagovala na dramatický nárůst tržních obav z přehřívající se turecké ekonomiky doplněné zvýšenou politickou nejistotou a kontroverzními prohlášeními prezidenta Erdogana. Výrazné zpřísnění měnové politiky a její zjednodušení/zpřehlednění následně doplnila na pravidelném zasedání začátkem června dodatečným zvýšením klíčové repo sazby o dalších 125 bps – celkový nárůst měnověpolitických sazeb tak činil 425 bps na 17,75 %. To je o poznání více, než byla průměrná tržní očekávání, a zároveň to posunulo reálné sazby na takovou kladnou úroveň (aktuálně přes 5,5 %), která by měla být jednak dostatečně atraktivní, aby postupně přilákala zpět zahraniční investory (a vedla k postupné reálné apreciaci TRY), jednak dostatečně vysoká na to, aby zchladila přehřívající se tureckou ekonomiku, jež v posledních kvartálech rostla tempem nad 7 % (7,4 % v roce 2017). Důležitý je také fakt, že vedoucí představitelé vlády trhy opakovaně ubezpečili, že zpřísní prováděnou fiskální politiku v souladu s měnověpolitickým utážením a střednědobým vládním ekonomickým plánem. Razantní zpřísnění měnové politiky centrální banky po parlamentních a prezidentských volbách (konec června) dle našeho názoru povede k posílení měnového kurzu, ukotvení inflačních očekávání a rebalancování vnější nerovnováhy díky ochlazení ekonomického růstu. To by postupně mělo umožnit setrvalejší pokles požadovaných výnosů tureckých vládních dluhopisů (z extrémně vysokých úrovní až téměř 18 %) a růst jejich cen ze současných významně snížených úrovní.

MĚNY

Vzhledem k dosažení našeho letošního cíle a vzhledem k tomu, že nás nové informace k přehodnocení našeho názoru nevedou, očekáváme u kurzu **eura proti dolaru** po zbytek letošního roku setrvání na stávajících hodnotách, tj. na úrovních kolem 1,15. Pro vyšší úroveň (= pro slabší dolar) nenacházíme v současných ani v očekávaných diferenciacích měnových politik na opačných stranách Atlantiku (což je primární faktor kurzu v posledním desetiletí) odůvodnění. Fed letos totiž přistoupí k nejméně dalším dvěma zvýšením sazeb (k jednomu již došlo na březnovém zasedání), a to s tím, jak se inflace stabilizovala lehce pod 2 % – ostatně k trojímu zvýšení přistoupil Fed i loni, kdy se inflace sesunula až k 1,3 %. Naopak ECB se k žádnému utážení politiky nechystá a nedojde k němu nejspíš ani v roce 2019. Ztráta dynamiky růstu, kterou během prvního pololetí ukázaly předstihové indikátory a kterou potvrdila i růstová data, a nižší než očekávaná inflace naopak zvyšují pravděpodobnost dalšího prodloužení programu odkupu aktiv. Střednědobé faktory však již pro kurz dolaru zdaleka tak příznivé nejsou – jedná se zejména o negativní fiskální vývoj, podtržený schválenou daňovou reformou Trumpovy administrativy, jež pravděpodobně významně prohloubí deficitní hospodaření americké ekonomiky, navíc ve spojení s deficitem obchodní bilance.

Koruna po dlouhé době konečně oslabil, zatím však jenom mírně. Vzhledem k tomu, že se v ní stále nachází velké množství intervenčních spekulantů, je nadále velmi zranitelná. Otázkou tak zůstává, zda se může spustit nekontrolovatelná lavina prodejů korun. Dle nás nemusí být koruna od takového bodu zlomu zas tak vzdálená – na hodnotách kolem 26 korun, ke kterým už nyní nemá daleko, by u zahraničních investorů mohlo dojít k přehodnocení pozice a jejich názoru na dlouhodobé nepřerušované posilování koruny. V dalších měsících tak nečekáme posílení koruny, nýbrž stagnaci na stávajících úrovních, případně její další oslabení. Tomu nahrává i skutečnost, že exportéři jsou nyní měnově zajištěni nad dlouhodobými průměry, tj. žádnou další poptávku po koruně už jen tak nevygenerují. Jediným faktorem, který by v nejbližších měsících mohl způsobit posílení koruny, by byla agresivnější reakce ČNB. Ta aktuálně hrozí, že pokud koruna neposílí, zvýší sazby dřív a/nebo více, než plánuje její poslední prognóza. 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 zlotého očekáváme posílení. Slabá inflace sice nedovolí centrální bance zvyšovat sazby, což limituje prostor pro výraznější posílení zlotého, ale nedávné oslabení až nad 4,33 neodpovídá silnému růstu ekonomiky, ani celkovému stavu polské ekonomiky.

Maďarský forint má dle nás fundamentální potenciál posílit k hranici 300, či dokonce pod ni. Stávající hodnoty kolem 320 jsou, podobně jako u polského zlotého, neodůvodnitelně slabé a korekci těchto hodnot směrem k hranici 310 očekáváme v řádu týdnů. Posílení pod tuto hranici nastane však až v situaci, kdy centrální banka přejde do modu utážení měnové politiky. Vzhledem k vývoji posledních mnoha měsíců je však nabíledni, že takový moment je velmi daleko na to, aby se v dohledné době projevil ve vývoji kurzu forintu proti euru.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

AKCIOVÝ TRH

Ohledně akcií amerických společností jsme opatrní. Ve prospěch hovoří dobrá kondice americké ekonomiky, růst korporátních zisků a daňová reforma Donalda Trumpa. Hodnotové ukazatele se však pohybují nad dlouhodobými historickými průměry, dochází k pozvolnému růstu úrokových sazeb a nejistota přichází také s hrozbou obchodních válek. Sezona hospodářských výsledků za první čtvrtletí nevybočila z pozitivního trendu překonávání odhadů analytiků jak na úrovni tržeb, tak na úrovni čistých zisků. Hodnotové ukazatele akcií evropských společností se obchodují blízko svých dlouhodobých průměrů. Akcie by měly reflektovat dobrý hospodářský vývoj a nadále uvolněné měnové politiky ECB. Pozitivní jsme ohledně hospodaření společností z rozvíjejících se trhů, které budou těžit ze sílícího spotřebitele a 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 a Venezuelou a pro rozvíjející se trhy silný americký dolar ve spojení s rostoucími úrokovými sazbami.

Z akcií na českém trhu se nám líbí akcie většiny finančních institucí. Dobré makroprostředí s rostoucími výnosy by mělo být pozitivním stimulem pro provozní zisky většiny bank a pojišťoven. Největší potenciál vidíme u akcií Moneta, jejímž cílem je stát se digitálním lídrem na českém trhu. V letošním roce by se Moneta měly stabilizovat výnosy z úroků, přičemž silný kapitálový polštář umožní výplatu štědré dividendy přinejmenším v letošním a příštím roce. Akcie Erste Bank a Vienna Insurance Group by také měly těžit z atraktivních hodnotových ukazatelů a růstu úrokových sazeb. Na českém trhu momentálně neočekáváme výrazný propad u žádné z obchodovaných akcií, i když například u akcií ČEZ nevidíme výrazný stimul pro další růst cen akcií. Z polských titulů se nám líbí mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, zpracovatel masa Tarczynski, banky Pekao a Alior nebo leasingová společnost Prime Car Management. V Rumunsku jsme pozitivní ohledně akcií rumunského restitučního fondu Fondul Proprietatea, zdravotnického konglomerátu MedLife, plynárenských společností Romgaz a Petrom, ve Slovinsku jsou to akcie farmaceutické společnosti Krka 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 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 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