

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	-8,41 %	USA	2,65 %	USD/EUR	-0,59 %	Ropa Brent	-13,14 %
Evropa – DJ Stoxx 600	-8,54 %	Evropa	0,48 %	CZK/USD	1,51 %	Zemní plyn	-8,53 %
Japonsko – Nikkei 225	-8,89 %	ČR	1,95 %	CZK/EUR	1,07 %	Sil. elektřina	-2,79 %
MSCI Emer. Mark.	-5,35 %	Polsko	1,33 %	PLN/EUR	0,73 %	Zlato	-1,02 %
ČR – PX	-8,89 %	Maďarsko	-1,16 %	HUF/EUR	0,30 %	Stříbro	-9,02 %
Polsko – WIG30	-13,06 %	Turecko*	-7,06 %	TRY/EUR	4,39 %	Měď	1,30 %
Maďarsko – BUX	-6,60 %						

* BofA Merrill Lynch index

ÚNOR V KOSTCE

RYCHLÉ SHRNUÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

Poslední únorový týden byl pro trhy rizikových aktiv nejhorší od globální finanční krize v roce 2008 kvůli rychlému rozšiřování epidemie koronaviru mimo Čínu. Ve výsledku globální akciové trhy v únoru oslabily o 8,2 %. Naopak globální dluhopisové trhy potvrdily pověst bezpečného přístavu, když připsaly zisk 0,7 %. Průměrný globální dluhopisový výnos se dostal na historické minimum 1,07 %. Výrazně se nedařilo komoditám, jejichž globální index prodal o 8,4 %. Barel Brentu oslabil dokonce o 13,1 % na úroveň 51 dolarů za barel. Dolar oproti očekávání oslaboval. Rovněž koruna měla vůči euru tendenci oslabovat. Za celý měsíc byla slabší o 0,7 % a měsíc zakončila na úrovni 25,39 EUR/CZK. Podle posledních dostupných zpráv bude mít koronavirus enormní dopad na globální dynamiku HDP v aktuálním čtvrtletí, významný dopad bude pravděpodobně i ve čtvrtletí druhém. Nicméně například Goldman Sachs očekává, že v druhém pololetí by měla globální ekonomika dohnat, co v prvním pololetí podle očekávání ztratí. Přes mírně pozitivní globální výhled zůstáváme nicméně prozatím spíše opatrní a akciové pozice momentálně nenavýšujeme.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

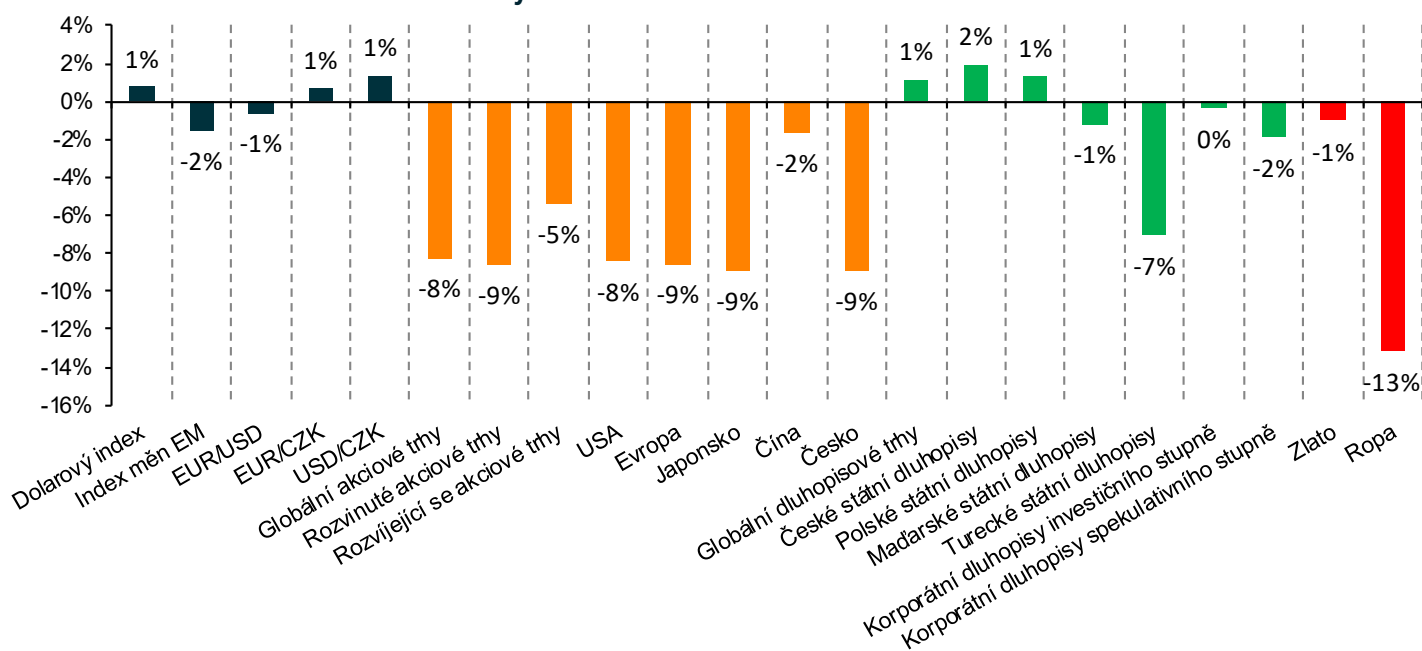
- Poslední únorový týden znamenal kvůli rozšíření epidemie koronaviru po celém světě pro investory studenou sprchu. Ve výsledku proto globální akciové trhy zakončili měsíc v hlubokém mínusu, oproti konci ledna byly slabší v průměru o 8 %.
- Dolar v nepříznivém sentimentu posiloval. Dolarový index DXY, jenž měří výkonnost dolaru vůči koši hlavních světových měn, posílil o 0,8 %. Vůči euru dolar posílil o 0,6 % na úroveň 1,103 dolaru za euro. Měny rozvíjejících se ekonomik vůči dolaru v průměru oslabovaly výrazněji, když jejich index vůči dolaru poklesl o 1,5 %.
- Koruna vůči euru meziměsíčně oslabila o 1,1 % na úroveň 25,39 CZK/EUR. Vůči dolaru koruna oslabila o 1,5 % na úroveň 223,12 CZK/USD.
- Akcie za nepříznivého sentimentu tvrdě poklesly. Nejširší globální akciový index MSCI All Country World odepsal 8,2 %. Z regionálního pohledu se více dařilo akciím rozvíjejících se ekonomik, jejichž index MSCI Emerging Markets oslabil „pouze“ o 5,3 %. Naopak akcie rozvinutých ekonomik dle indexu MSCI World oslabily výrazněji, o 8,6 %.
- Ze sledovaných regionálních akciových trhů nebyl v únoru ani jeden v plusu. Největší ztráty zaznamenaly akcie v Rusku (RTSI -14,3 %), Polsku (WIG 30 -14,2 %) a Latinské Americe (MSCI Latin America -12,3 %). Relativně nízké ztráty zaznamenaly akcie v Číně (CSI 300 -1,6 %), Indii (Sensex -6,0 %) a Itálii (FTSE MIB -5,4 %).
- Pražská burza dle indexu PX odepsala velice výrazných 8,9 % a index PX měsíc zakončil na úrovni 977 bodů.
- Globální dluhopisové trhy solidně posilovaly, dluhopisy tak prokázaly své diverzifikační benefity. Globální dluhopisový index připsal 0,7 % a globální index vládních dluhopisů posílil o 1,1 %. Globální index korporátních dluhopisů investičního stupně dokázal také posílit, konkrétně o 0,3 %. Naopak globální index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně odepsal výrazných 1,8 %. Index korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v euru poklesl o 0,4 %, index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně (high-yield) propadl o 1,9 %.
- České vládní dluhopisy posílily o krásných 2,0 %. Výnos do doby splatnosti vládního dluhopisu s krátkou, dvouletou splatností vzrostl o 0,06 % na úroveň 1,85 %. Výnos do doby splatnosti vládního dluhopisu s dlouhou, desetiletou splatností naopak výrazně poklesl o 0,26 % na úroveň 1,24 %. Česká výnosová křivka je tak silně invertovaná.
- Polské vládní dluhopisy posílily o 1,3 %, naopak maďarské státní dluhopisy ztratily 1,2 %. Turecké vládní dluhopisy oslabily o masivních 7,0 %.

ÚNOR V KOSTCE

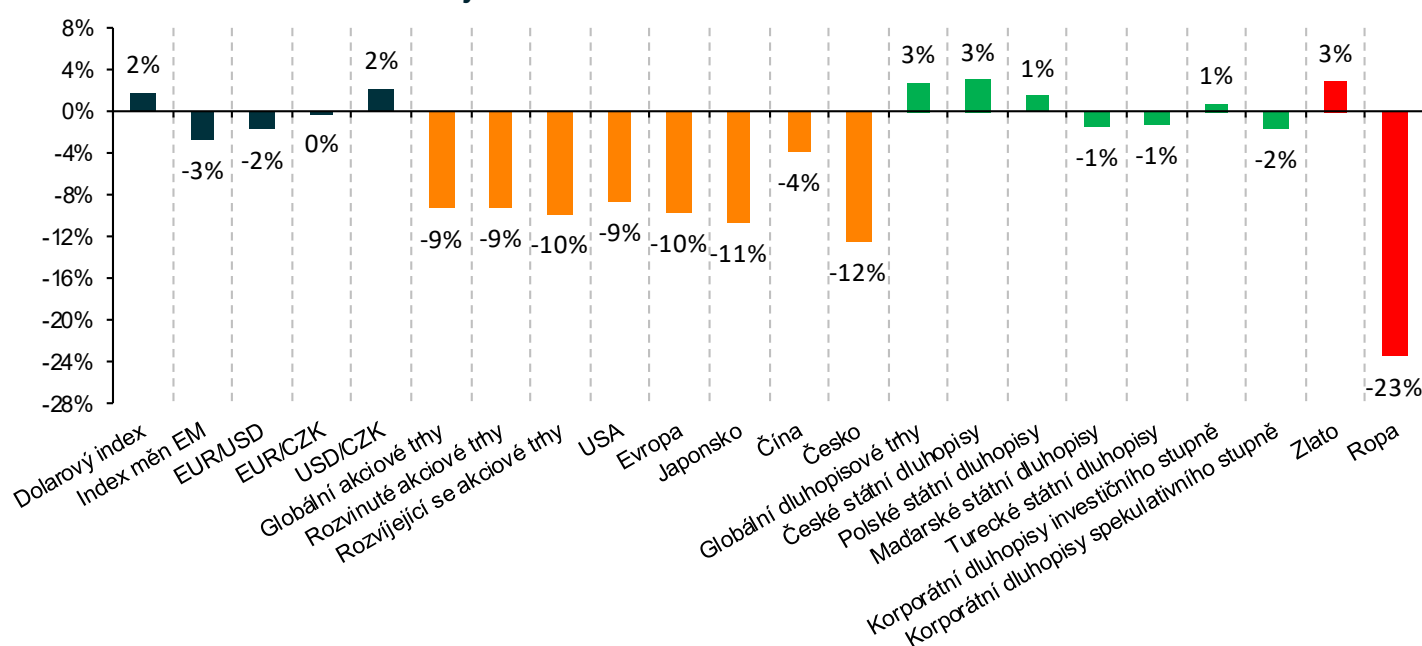
VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

- Globální komoditní index GSCI ztratil enormních 8,4%. Cena ropy Brent poklesla o 13,1% na 51 dolarů za barel. Cena zlata poklesla o 1,0% na 1 567 dolarů za trojskou uncii.
- Kvůli extrémně negativnímu sentimentu v posledním únorovém týdnu výrazně vzrostla úroveň indexu volatility VIX o 113% na 40 bodů.

Výkonnost hlavních tříd aktiv v únoru



Výkonnost hlavních tříd aktiv od začátku roku



ÚNOR V KOSTCE

CO JSME DĚLALI V NAŠICH INVESTIČNÍCH PORTFOLIÍCH?

- V rámci asset alokace investičních portfolií jsme v průběhu února žádné významné investiční akce neprováděli.
- Celkově máme v rámci asset alokace investičních portfolií vůči srovnávacím indexům (benchmarkům) velice mírné podvážení v akciích, podvážení v dluhopisech a nadvážení v alternativních investicích.
- V akciové složce máme výrazně podvážené USA a naopak výrazně nadvážené rozvíjející se trhy (emerging markets) v čele s rozvíjející se Asií a střední a východní Evropou.
- U českých vládních dluhopisů i nadále udržujeme defenzivní nastavení u úrokového rizika prostřednictvím podvážené durace, tzn. že oproti benchmarku udržujeme úrokovou citlivost dluhopisů nižší.

ASSET ALOKACE	akcie	dluhopisy	alternativy
	–	–	+
	podvážení	podvážení	nadvážení

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

JAKÝ JE NÁŠ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

- Naše očekávání pro rok 2020 byla rozšířením epidemie koronaviru po celém světě výrazně upravena. I nadále jsme opatrně pozitivní, nicméně vzhledem k tomu, že globální akciové trhy jsou momentálně od začátku roku v přibližně 10% minusu, bude poměrně složité dosáhnout za celý rok solidního kladného akciového zhodnocení.
- Globální ekonomika dostane v prvním i druhém čtvrtletí velice silný zásah z poptávkové i nabídkové strany. Před měsícem byl konsenzuální odhad na růst světové ekonomiky za celý letošní rok přibližně 2,5 %. Domníváme se, že růst bude nakonec pravděpodobně výrazně pod 2 %.
- Fed v pátek 28. února naznačil, že bude velice pravděpodobně svou měnovou politiku výrazně uvolňovat. Trh momentálně počítá se snížením základních úrokových sazeb do konce letošního roku o 75 bazických bodů (0,75 %). Přitom před měsícem se počítalo se stabilitou sazeb, maximálně s jedním snížením o čtvrt procentního bodu. První snížení pravděpodobně přijde na příštím zasedání, jež se bude konat 19.–20. března. Čínská centrální banka (PBoC) již svou měnovou politiku dále markantně uvolnila. Japonská centrální banka (BoJ) i ECB již nemají příliš prostor měnovou politiku dále uvolnit, s výjimkou případného zvýšení měsíčních objemů nákupů aktiv v rámci programů kvantitativního uvolňování. Celkově z globálního pohledu je nastavení měnových politiky klíčových centrálních bank (G4) velice pozitivním faktorem pro trhy rizikových aktiv v čele s akciemi.
- Co se globálního akciového výhledu týče, náš globální akciový alokační model (GEAM) indikuje, že jsme nastaveni správně, tzn. velice mírné podvážení vůči benchmarkům. Po únorovém propadu se valuace globálních akciových trhů dostaly na velice příznivé neutrální, respektive férové úrovně, které indikují, že ve střednědobém horizontu dvou až tří let by mělo být akciové zhodnocení velice solidní. Nicméně z krátkodobého hlediska do konce letošního roku jsme kvůli epidemii koronaviru spíše opatrní. Podle našeho aktuálního názoru bude ve finále úspěchem, pokud budou globální akciové výnosy za celý rok 2020 přibližně na nulové úrovni. To přitom předpokládá 10% růst z aktuálních relativně deprimovaných úrovní.
- Globální dluhopisové trhy pokračovaly v únoru ve velice silné rally. Průměrný globální dluhopisový výnos se na konci února dostal na historické minimum 1,07 %. Výnos do doby splatnosti amerického vládního dluhopisu s desetiletou splatností se rovněž dostal na historické minimum 1,15 %. Česká desetiletka se také dostala na extrémně nízkou úroveň 1,24 %. Celkově jsou proto relativně bezpečné vládní dluhopisy velice drahé. Z tohoto důvodu budeme mít dluhopisovou složku našich investičních portfolií i nadále výrazně podváženou. Na druhou stranu korporátní dluhopisy, zejména neinvestičního spekulativního stupně (high-yield), v únoru značně korigovaly směrem dolů. Tyto proto mohou nabídnout stále ještě solidní potenciál budoucího zhodnocení při odpovídající kreditní analýze.

ÚNOR V KOSTCE

JAKÝ JE NÁŠ 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 samozřejmě patří další světový vývoj epidemie koronaviru, a dále další zásadní vyostření situace v mezinárodním obchodě ve vztahu mezi USA a Čínou, případně EU, rychlejší než aktuálně očekávané postupné zpomalování globální ekonomiky v čele s Čínou, případně výrazný nárůst inflace.

HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Eurozóna ve čtvrtém čtvrtletí rostla jen nejslabším možným tempem, německá ekonomika dokonce stagnovala. Vzhledem ke koronaviru jsou vyhlídky pro 1. pololetí letošního roku ještě o něco pesimističtější. Jádrová inflace je nadále jen kolem procenta, ECB je a zůstane v klidu.

Ani poté, co růstová data od posledního vydání tohoto materiálu zveřejnila i největší ekonomika eurozóny, se na skutečnosti, že ekonomika společné měnové unie ve 4. čtvrtletí svým růstem zklamala, nic nezměnilo. Německá ekonomika totiž jen stagnovala, což společně se slabými výsledky Francie a Itálie (obě tyto velké ekonomiky totiž neočekávaně mezičtvrtletně poklesly, Francie o 0,1 %, Itálie dokonce o 0,3 %) znamenalo, že EMU rostla jen nejnižším možným kladným mezičtvrtletním tempem (0,1 %). Francouzská ekonomika, za kterou jakožto za jedinou velkou ekonomiku máme už i strukturální data, byla negativně ovlivněna stávkami, které se podepsaly na průmyslu i na poptávce domácností (+0,2 % q/q vs. +0,4 % q/q ve třetím čtvrtletí). Průmysl však byl zcela určitě brzdou růstu i jinde, což březnová strukturální data jistě potvrdí.

Měsíční data, která byla během února 2020 zveřejněna, ukazují, že 1. čtvrtletí letošního roku nebude růstově lepší, spíše naopak. **Malooobchodní tržby** se sice týkaly ještě samotného konce 4. čtvrtletí, ale to, že v eurozóně poklesly meziměsíčně o 1,6 %, že meziroční tempo sotva překonalo jednocentní hranici (1,3 %) a že poslední léta se nedostalo přes 3 %, těžko může vést k očekávání, že tržby zkraje nového roku zrychlí. Vzhledem k dalším datům, jako jsou nezaměstnanost nebo důvěra domácností, je to však vcelku pochopitelné. Sezonně očištěná **nezaměstnanost** totiž jen stagnuje a v posledním půlroce se prakticky nezměnila (květen 2019: 7,6 %, prosinec 2019: 7,4 %); meziroční zlepšení míry nezaměstnanosti tak není ani poloviční (-0,4 p. b.) ve srovnání s tím, co jsme viděli ještě počátkem roku 2019. **Důvěra domácností** také v posledním půlroce jen stagnuje (v lednu 2020 v eurozóně dosáhla -8,1 bodu, dle nedávno zveřejněných dat v únoru pak -6,6 bodu, tj. stejně jako třeba v březnu 2019), byť nadále na hodnotách převyšujících historické průměry.

Průmyslová produkce v prosinci poklesla o výrazných 2,3 % m/m, listopadový výsledek byl pak revidován směrem dolů na stagnaci, říjen 2019 dokonce na procentní pokles (původně -0,8 %). Jinými slovy, ve 4. čtvrtletí produkce v EMU nerostla ani v jednom měsíci. V meziročním vyjádření byla prosincová produkce o 4,1 % nižší, a to hlavně důsledkem vývoje v průmyslovém sektoru Německa, kde produkce poklesla o více než 7 % r/r. Meziročně nižší byla v prosinci ve všech velkých ekonomikách eurozóny kromě Španělska (+0,1 % r/r).

Vzhledem k vývoji předstihových indikátorů i německých průmyslových objednávek nelze očekávat, že se tento (zejména pro Německo nelichotivý) stav rychlelepší. Německé průmyslové objednávky v prosinci dále poklesly (o 2,1 % m/m po nahoru revidovaných -0,8 % v listopadu) a meziročně jsou nižší o vpravdě silných 8,6 %. Největší pokles (o 10,1 % r/r) je u objednávek v rámci EMU, ale ani další kategorie si nevedou nijak dobře – objednávky mimo EMU klesly o 7,8 % r/r, objednávky ze samotného Německa o 8,4 %. **A moc optimistické nejsou ani měkké indikátory.** Index IFO (96,1 bodu) v únoru zůstal na lednové úrovni (96 bodů): mírně kleslo hodnocení stávající situace, vzrostla naopak složka očekávání. I tak se ale jedná, zejména u složky očekávání, o jednu z nejnižších hodnot od krize. **Index nákupních manažerů (PMI)** v Německu sice v únoru překvapivě vzrostl (ve zpracovatelském průmyslu se dostal s 47,8 bodu nejvýše za více než rok), ale je to dáno jenom způsobem výpočtu. Polovina zlepšení je totiž důsledkem růstu subindexu „dodavatelské časy“, který se kvůli koronaviru zhoršil 55,1 v lednu na 47 v únoru; ve výpočtu PMI je z nějakého důvodu tato hodnota invertována. **Za celou eurozónu se index PMI** v únoru ve zpracovatelském sektoru také zlepšil (49,1, roční maximum), a to ze stejných důvodů. V sektoru služeb index nadále stagnuje, ale nad hranicí 50 bodů (leden 2020: 52,5 bodu, únor: 52,8 bodu).

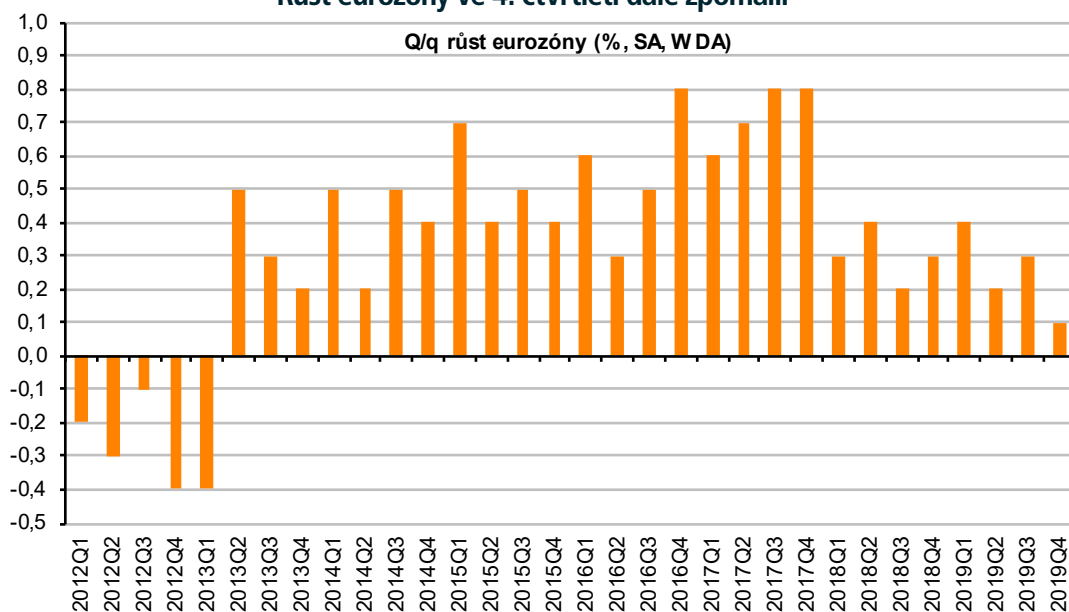
HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Celková inflace zůstává velmi nízká. Naději, kterou vzbudila inflace v listopadu a v prosinci, která se v těchto měsících ve své jádrové složce dostala na 1,3 %, tj. nejvýše od dubna 2019, a tedy na hodnoty obvykle spojené jen se sezonností kolem Velikonoc, utlumil lednový výsledek. V lednu 2020 se totiž jádrová inflace dle finálních dat vrátila na 1,1 % (tj. na hodnoty jako v říjnu nebo červnu 2019). Ačkoli předběžná data za únor budou za celou eurozónu až po uzavěrce tohoto materiálu, první únorové výsledky za Německo (1,7 %), Itálii (0,3 %) a Francii (1,6 %) nenaznačují, že by se v únoru inflace v eurozóně oproti lednu nějak zásadně změnila (nejspíš vůbec).

Evropská centrální banka na svém posledním zasedání (23. ledna) samozřejmě žádnou změnu v nastavení měnové politiky neudělala. Dle zápisu zveřejněného v únoru však byli členové výboru opatrně optimističtí ohledně přicházejících makrodat. Zde se však žádá dodat, že to bylo ještě před propuknutím koronaviru a před inflačními daty, která ukázala, že listopad a prosinec byly z hlediska jádrové inflace výjimkou a že jádrová inflace se stále pohybuje jen kolem procenta. Dopad do očekávání příštího nastavení měnové politiky tedy určitě očekávat nelze.

Růst eurozóny ve 4. čtvrtletí dále zpomalil



Zdroj: Eurostat

USA

Americká ekonomika nadále roste tempem kolem 2 %, otázka je, jak se na ní projeví koronavirus a únorová tržní panika. Inflace je pod cílem, a to i na anualizované kvartální bázi.

Tempo růstu americké ekonomiky ve 4Q19 dosáhlo dle druhého odhadu zveřejněného 27. února navlas stejné anualizované mezičtvrtletní hodnoty jako ve třetím čtvrtletí, tj. 2,1 %. Struktura byla však odlišná. Poptávka domácností v souladu s tím, co naznačovala během celého čtvrtletí měsíční data, přidala k růstu mnohem méně (1,2 p. b.) než ve 3. čtvrtletí (2,1 p. b.), o čtvrtletí druhém ani nemluvě (3 p. b.). Negativní příspěvek (shodně ve výši 1,1 p. b.) potřetí za sebou zaznamenaly fixní investice a zásoby. Jediným pozitivním přispěvatelem tak byla vláda (+0,5 p. b.) a – což je velmi překvapivé – čistý export, jehož příspěvek 1,5 p. b. je nejvyšší od 2. čtvrtletí 2009. To však jen v důsledku příspěvku ve výši 1,3 p. b. ze strany (nižší agregátní poptávkou ovlivněných) dovozů.

Data zveřejněná během února 2020 nenaznačují ani zrychlení, ale ani znatelné zpomalení tempa růstu v 1. čtvrtletí letošního roku. **Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby** bez letadel a vojenské techniky, což je proxy pro fixní investice, v lednu vyrostly o 0,5 %, což bylo nejrychlejší tempo od října. **Průmyslová produkce** po listopadovém růstu (+0,9 %) v prosinci poklesla o 0,4 % a v lednu 2020 o dalších 0,3 %. Obchodní válka tak na americký průmysl doléhá, ale nadále mírněji, než je tomu v případě německého průmyslu. Efekty koronaviru zatím data samozřejmě nereflektují, ale je lehké dovodit, že ke zrychlení růstu nepovedou.

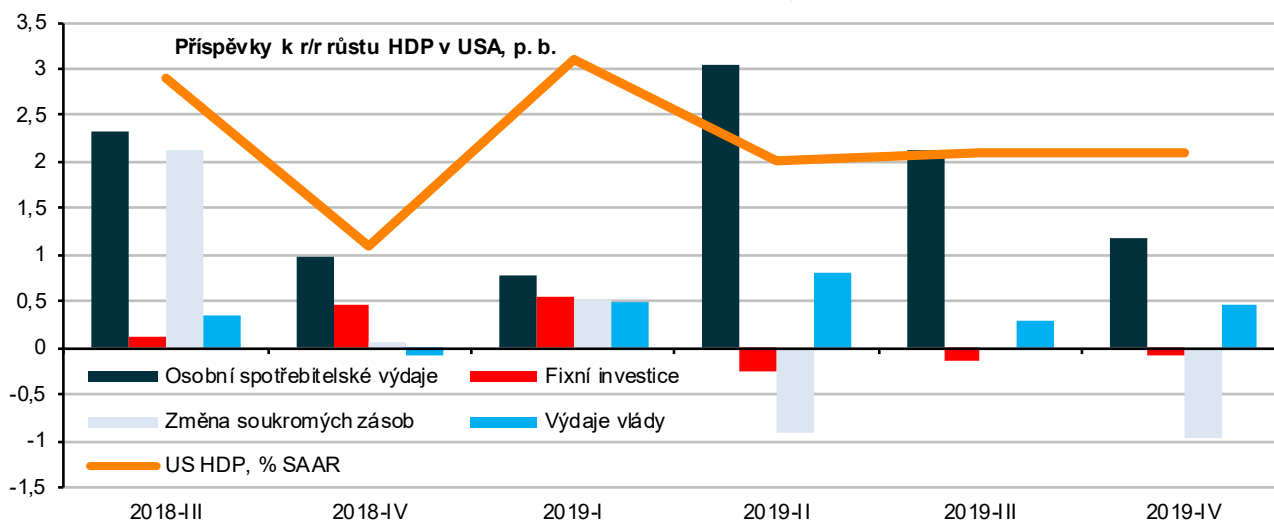
HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Maloobchodní tržby bez aut a paliv v lednu stagnovaly. I když růst ve 4. čtvrtletí byl slabší, než jaký jsme viděli ve čtvrtletích předtím, a i když ani lednové tržby nejsou kdovíjak silné, nemáme o soukromou spotřebu prozatím obavy. Trh práce vytvořil v lednu 206 tisíc pracovních míst v soukromém sektoru, v posledních třech měsících pak bezmála 600 tisíc. A na problémy s poptávkou domácností neukazuje ani **oficiální míra nezaměstnanosti. Ta v lednu 2020 dosáhla 3,6 %** (což je o 0,4 p. b. méně než před rokem a jedna z nejnižších hodnot od roku 1994), její alternativní míra, zahrnující kromě nezaměstnaných i lidi, kteří pracují méně, než by chtěli, dosáhla 6,9 %, což je o 1,2 p. b. méně než v lednu 2019. **První žádosti o podporu v nezaměstnanosti činily v únoru v průměru necelých 212 tisíc týdně**, což je jedna z nejnižších hodnot od konce 60. let minulého století (to je období, za které máme k dispozici data). Dobrý vývoj trhu práce se však jen málo projevuje v (nominální) mzdě: nominální mzda vzrostla v lednu o 3 % r/r (reálná však pouze o 0,6 %). Nominální tempo lehce pod třemi procenty stále není žádná sláva, je to však poblíž pokrizového (tj. desetiletého) maxima z března minulého roku (3,4 %).

Jádrová PCE inflace v lednu přidala 0,1 % m/m, v posledních třech měsících pak dohromady o 0,4 %, což je v anulizovaném vyjádření pod cílem Fedu na úrovni 2 % a na současné meziroční úrovni (meziroční inflace v lednu dosáhla 1,6 %). **Centrální banka** během února nezasedala. **Na svém lednovém zasedání ponechala sazby beze změny.** Cílová hlavní sazba Fedu zůstává mezi 1,5 % a 1,75 % (Fed jen o 5 b. b. zvýšil úrokovou sazbu na přebytečnou likviditu a na O/N reverse repo, cílem čehož mělo být, aby se hlavní sazba dostala blíž středu cíleného pásma). Centrální banka zůstává ve vyčkávacím modu, ale s holubičí příchutí (kterou poslední události ohledně koronaviru zcela určitě vyostřily). Ohledně odkupu pokladničních poukázek (60 mld. měsíčně) či intervencí na repo trhu se nic nemění. V zápisu došlo jen ke kosmetickým změnám: (i) poptávka domácností již neroste „silným tempem“, ale „mírným“ tempem, (ii) cílem Fedu je návrat inflace „na“ dvouprocentní cíl, nikoliv „poblíž“ dvouprocentního cíle. Zápis z lednového zasedání uveřejněný v polovině února nic nového nepřinesl – Fed jen řekl, že sazby jsou „na vhodné úrovni“ a že rozložení rizik se od posledního zasedání zlepšilo (tj. je více faktorů, které by mohly podpořit růst nad prognózovanou úroveň, než faktorů, které by jej mohly pod tuto úroveň stáhnout).

Americká ekonomika ve 4. čtvrtletí rostla tempem identickým s tempem růstu ve 3. čtvrtletí (2,1 %)



Zdroj: bls.gov

HLAVNÍ UDÁLOSTI

CEE3

ČR

Průmysl i maloobchodní tržby počátkem 1. čtvrtletí zvolnily. Protože však inflace opět vzrostla a dostala se na dohled čtyřem procentům, zvýšila ČNB na svém únorovém zasedání sazby.

Česká ekonomika vzrostla ve 4. čtvrtletí dle prvního odhadu mezičtvrtletně jen o 0,2 % q/q, tj. nejslabším tempem od 1. čtvrtletí 2014. Struktura růstu prozatím zveřejněna nebyla (stane se tak až po uzávěrci tohoto vydání), ale z informací ČSÚ a z měsíčních dat plyne, že růst musel být tažen hlavně poptávkou domácností a vlády a že průmysl byl určitě negativním přispěvatelem k růstu.

HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

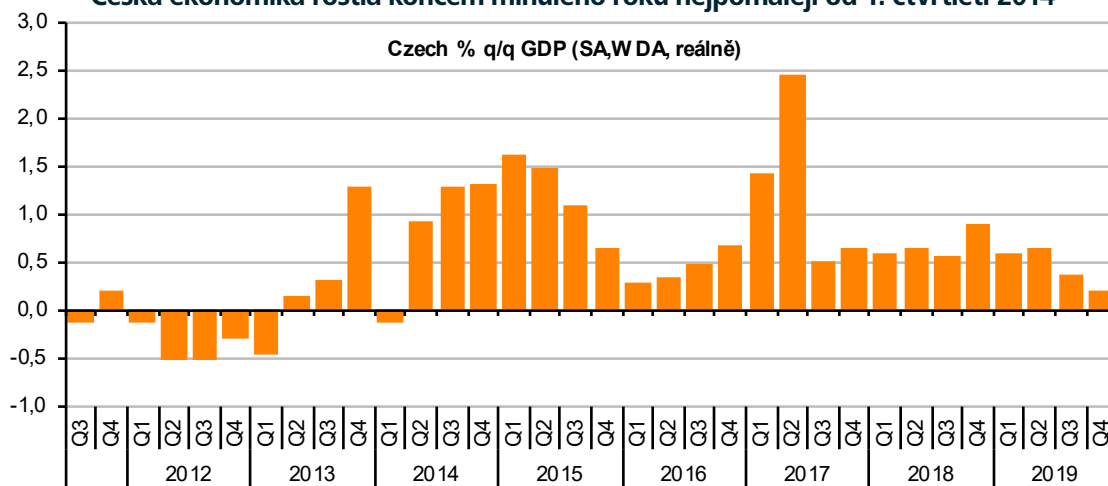
Data zveřejněná v průběhu února naznačují, že růst v 1Q20 nejspíš dále zpomalí. **V průmyslu totiž trvá slabost, která se prohlubuje, ač je stále výrazně menší, než jaká by se dala (či měla) očekávat při pohledu na předstihové indikátory.** Průmyslová produkce klesla v prosinci potřetí v řadě. Po říjnovém poklesu o 0,1 % m/m poklesla průmyslová produkce meziměsíčně v listopadu o 1,1 % a v prosinci o 0,9 %, což znamená, že meziročně je průmyslová produkce o 2,3 % nižší. To je sice pokles, ale mnohem menší než ten, který pozorujeme v posledních měsících v Německu, ale hlavně je to mnohem menší pokles, než jaký naznačuje index nákupních manažerů (PMI). Ten totiž v prosinci dosáhl jen 43,6 bodu, což je skoro nejhorší výsledek od poloviny roku 2009. To znamená, že průmyslová produkce měla v minulých měsících zamířit do výrazně červených čísel ($\approx -6\%$). Protože je však PMI pod hranicí 50 bodů už přes rok a průmysl meziročně (moc) neklesá, nadále nevěříme, že to, co tento index věští (tj. že bychom nakonec viděli poklesy produkce jako v roce 2009), ve skutečnosti i nastane. O to více, že v lednu PMI o 1,4 bodu vzrostl a dosáhl 45,2 bodu, tedy nejvíce od června 2019.

Maloobchodní tržby rovněž zpomalují. Celkové tržby přidaly v prosinci 3,1 % r/r, jádrové (tj. bez aut, paliv a potravin) pak 6,5 %. Obě kategorie tak oproti minulým měsícům zpomalily. Že tento vývoj bude nejspíše pokračovat, naznačují indikátory důvěry domácností – ta v únoru poklesla na -3 body, což je její nejnižší hodnota od srpna 2014.

Inflace naopak opět vzrostla. Poté, co se v listopadu inflace poprvé od října 2012 přehoupla přes 3 % a poté, co zůstala nad touto hranicí i v prosinci (3,2 %), **v lednu poskočila dále a dosáhla 3,6 %**, tj. nejvíce od března 2012. Měnověpolitická inflace dosáhla 3,7 %, poptávková inflace 2,7 %. Poptávková inflace tak přispívá k celkovému růstu cen v rozsahu 1,5 p. b.; ceny potravin (vč. nápojů a tabáku) pak 1,3 p. b. a regulované ceny 0,7 p. b. Struktura inflace z pohledu účelu individuální spotřeby (dle tzv. ECOICOP) se nezměnila: primárním vlivem je nadále cenový okruh bydlení a ceny potravin, tabáku a alkoholu, které společně odpovídají za 70 % české inflace.

I proto bylo překvapení, že na svém prvním letošním zasedání ČNB zvýšila sazby, v rozporu s obecným trendem snižování snad všude ve vyspělém světě. Hlasování bylo nejtěsnějším možným rozdílem (4/3) a dle vyjádření po zasedání i zápisu ze zasedání převážila nad protiinflačními faktory (zpomalování v Německu, koronavirus, slabší poptávka domácností) vysoká současná inflace. Ta se, jak bylo zmíněno, nachází nad horní hranicí cíleného pásma, což je pro ČNB zřejmě vysoko nad prahem bolesti.

Česká ekonomika rostla koncem minulého roku nejpomaleji od 1. čtvrtletí 2014



Zdroj: WWW.CZSO.CZ

HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

Polská ekonomika v posledním čtvrtletí znatelně zvolnila, inflace však kvůli cenám potravin a bydlení vzrostla na devítileté maximum.

Polská ekonomika v minulém roce přidala 4,1 %. To samozřejmě není vůbec špatný výsledek, i když v roce 2018 rostla ekonomika tempem o 1 p. b. rychlejším. Kvartální výsledek byl výrazně slabší než ve 3Q19, kdy ekonomika přidala 1,3 % q/q – v závěru minulého roku totiž přidala jen 0,3 % q/q (to byl jen marginálně nahoru revidovaný výsledek oproti prvnímu odhadu z ledna 2020). Ve struktuře celoročního růstu byla dominantní soukromá poptávka domácností (příspěvek 1,6 p. b.) a firem (4,9 %, +1,4 p. b.).

HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

Z měsíčních dat se zdá, že tempo růstu HDP v 1Q20 oproti 4Q19 nezrychlí a že letos bude úspěch, pokud růst HDP dosáhne centrální bankou očekávaných 3 %. Průmyslová produkce totiž počátkem 1. čtvrtletí sice překvapila pozitivně (+1,1 % r/r), ale (i) oproti konci 4. čtvrtletí je to výrazné zpomalení a (ii) koronavirus se v datech ještě neprojevil (polský průmysl je sice na Německo, a tudíž na Čínu vázán mnohem méně než český, ale zrychlení růstu určitě čekat nelze). Navíc polský index PMI se již více než rok nachází pod 50, což sice doposud nesedí na skutečná data (produkce by měla meziročně klesat), ale opět to znamená, že růst produkce určitě nezrychlí.

Maloobchodní tržby zaznamenaly dobrý výsledek i v lednu 2020, vzrostly totiž o 5,7 % r/r (3,4 % r/r reálně), ale jedná se o tempo znatelně pomalejší než v minulém roce (6,5 %). Fundamenty podporující poptávku domácností jsou, stejně jako v minulých měsících, velmi dobré. Mzdy dále rostou (v prosinci o 6,2 % r/r, v lednu 2020 o 7,1 % r/r, díky růstu minimální mzdy) a daří se i trhu práce: míra nezaměstnanosti v lednu setrvala na historickém minimum 5,1 % (po sezonním očištění).

To není zrovna dobrá zpráva pro inflaci, zejména v kombinaci s netečnou centrální bankou. Celková inflace v lednu dle finálních dat dále oproti prosinci zrychlila, a to o 0,9 % m/m na 4,4 %, což je o procentní bod více než v prosinci a také nejvyšší hodnota od prosince 2011. Důvodem takového skoku byly, podobně jako v ČR, ceny potravin, ke kterým se přidaly náklady spojené s bydlením (ceny za odvoz odpadu a růst cen energií).

Měnový výbor centrální banky (MPC) na svém zasedání 5. února ponechal sazby beze změny. I když guvernér Glapinski řekl, že inflace pravděpodobně přestřelí horní hranici pásma (4 %, což se během února i stalo, viz inflace za leden), prohlásil také, že na růst inflace způsobený regulovanými cenami a stranou nabídky centrální banka reagovat nebude. Řekl také, že zpomalující ekonomika nakonec inflaci sníží (centrální banka čeká letos růst 3–3,5 %, dle našeho názoru jsou rizika ještě směrem dolů). Další setkání centrální banky v březnu přinese novou prognózu.

MAĎARSKO

Maďarská ekonomika byla ve 4. čtvrtletí premiantem regionu. Inflace poskočila na nejvyšší hodnotu od konce roku 2012, centrální banka však zůstává klidná.

Maďarská ekonomika si ve 4Q19 nebrala příklad ani z České republiky, ani z Polska, a vzrostla o 1 % mezičtvrtletně. Meziroční tempo růstu dosáhlo impresivních 4,5 %. Oporou růstu byla poptávka domácností (příspěvek 2,5 p. b. k růstu), pozitivní, byť sotva poloviční oproti 3. čtvrtletí, byl příspěvek (1,9 p. b.) fixních investic. Čistý export růstu ubíral, vláda naopak intenzivně pomáhala.

Maloobchodní tržby přidaly v prosinci meziročně stejně jako v listopadu 6,5 %, což je o něco rychlejší tempo než průměrné meziroční tempo v prvních 11 měsících (6 %). Lednová data, která naznačí, jak je to se spotřebou domácností zkraje nového roku, budou počátkem března, ale nečekáme, že by se něco podstatného změnilo. To, že poptávka domácností jede, ovšem není překvapivé. Trh práce je totiž stále ve výborném stavu. Nezaměstnanost za listopad 2019 až leden 2020 (3,5 %) zůstala poblíž historického minima (3,4 %); trh práce tedy nadále zůstává výrazně pod přirozenou mírou nezaměstnanosti. Tento vývoj (a vládní zásahy v oblasti minimální a zaručené mzdy z ledna 2019) se pak odrážel a odráží v setrvalém vysokém meziročním růstu mezd, jehož tempo i na konci čtvrtého čtvrtletí zůstalo dvouciferné (prosinec 2019: +13,1 % r/r). Průmyslová produkce v prosinci zamířila ostře dolů, třetím poklesem (o 3,8 % m/m, nejvíce od srpna 2014) v řadě uzavřela velmi slabé čtvrtletí. A to navzdory tomu, že index PMI se i v prosinci udržel nad hranicí 50 bodů (53,9 bodu) – evidentně i v Maďarsku je rozpor mezi tím, co ukazuje PMI, a tím, co ukazují skutečná data. Lednový PMI zůstal, jak jinak, nad 50 – z hodnoty 52,5 bodu však ve světle rozporu popsaného v předchozí větě určitě nečekáme růst produkce v 1. čtvrtletí letošního roku.

Inflace v prosinci dle finálních dat oproti prosinci dále zrychlila, a to o 0,7 procentního bodu na 4,7 %, tj. o dva procentní body nad úroveň z ledna 2019 a také na nejvyšší úroveň od prosince 2012 (5 %). Jádrová inflace však zůstala potřetí v řadě beze změny na 3,2 %.

Bez ohledu na to (a dle očekávání) však centrální banka na svém únorovém zasedání ponechala nastavení měnové politiky beze změny. Tříměsíční sazba tedy zůstala na 0,9 %, O/N depozitní sazba na -0,05 %, neměnný zůstal i limit (HUF 300 mld.) pro úložky na tříměsíční facilitě (cokoliv nad tuto hranici je pak nutno uložit na O/N). Centrální banka tak jednala dle očekávání, od únorového zasedání nic jiného čekat nešlo. Klíčové bude zasedání v březnu, kde bude zveřejněna nová prognóza. Banka na únorovém zasedání řekla, že v případě, že se inflační výhled setrvale změní, použije všechny prostředky, které má k dispozici, aby inflaci vrátila na cíl. Nelze asi čekat růst hlavní sazby, ale další úpravy programu FX swapů ano.

HLAVNÍ UDÁLOSTI

ROPA

Ropa (Brent) poté, co během ledna začala kvůli obavám z dopadu koronaviru na světový růst klesat, pokračoval v sestupném cenovém trendu i v únoru. Po poklesu o deset dolarů za barel v lednu klesla stejným rozsahem i v únoru a dostala se tak až k hranici 50 dolarů. Příčina je stejná, jako v lednu – obava z dopadů koronaviru na globální růst.

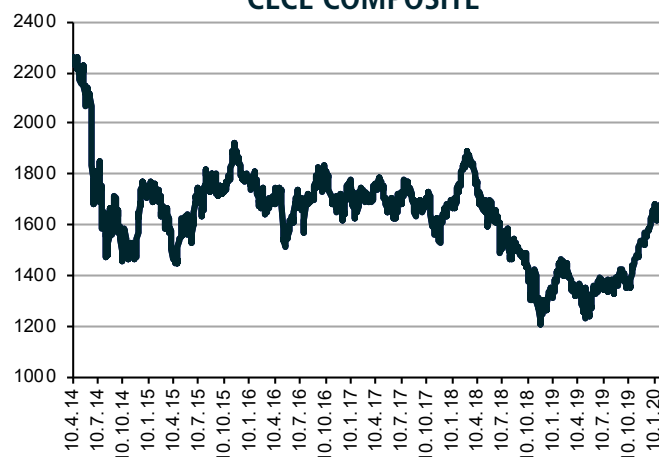
AKCIOVÉ TRHY

Aktiové trhy v únoru zaznamenaly výrazné propady, když si v posledním týdnu připsaly nejvyšší ztráty od roku 2008. Sešlo se vícero důvodů, proč k dané korekci došlo, přičemž stěžejní byly zprávy ohledně šíření a možných dopadů COVID-19. Mimo to měly své dopady také změny struktur indexů a některá zveřejněná makrodata. Dokonce klesaly i akcie Tesly, u kterých se to v posledních měsících zdálo téměř nemožné. Americký index S&P 500 meziměsíčně ztratil 8,4 %. Výsledková sezona pokračovala v nezměněném mírně pozitivním trendu, trh se však již soustředil na následující měsíce, kdy dojde k promítnutí koronaviru do průmyslových indikátorů. Ztrátám nezabránilo ani trhům očekávané budoucí snížení základních úrokových sazeb. Dopad do hospodářské aktivity Číny a přenesení do obchodní bilance Evropy tlačilo ceny evropských akcií také dolů, index DJ STOXX propadl o 8,5 %. Zároveň zveřejnění několika nakažených osob v severní Itálii vedlo k otázkám, jak a kam se COVID-19 rozšíří do zbytku Evropy. Hospodářské výsledky za čtvrté čtvrtletí minulého roku dopadly téměř podle očekávání analytiků, hůře dopadl sektor ropy a plynu, lépe se naopak dařilo bankovnímu sektoru.

MSCI EMERGING MARKETS

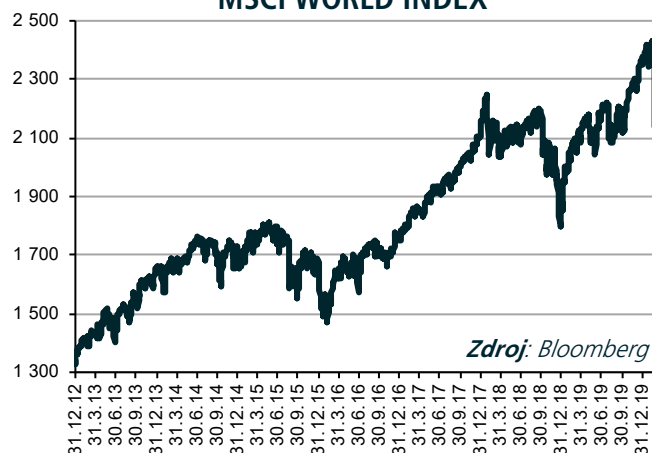


CECE COMPOSITE



Nervozita na světových trzích se přenesla i do regionu střední Evropy. Zároveň relativně marginální váha zdejšího regionu v globálních indexech a specifické problémy místního trhu spojené s nejistými politickými zásahy do fungování společností tlačily akciové trhy do ztrát. Největší polský trh meziměsíčně propadl o 14,1 % (index WIG 30). Nejvyšší ztráty zaznamenaly polostátní společnosti jako utility PGE (–34,8 %) a Tauron (–26 %), ropné společnosti PKN Orlen (–22,5 %) a Lotos (–22,7 %) nebo těžař mědi KGHM (–22,7 %). Pouze 1 % „úspěšně“ ztratila herní společnost CD Project. Propady se nevyhnuly ani defenzivním českým akciím, index PX –8,9 %. Nejztrátovější byly akcie ČEZ (–11,4 %), naopak nejméně ztratily akcie mediální skupiny CETV (–1,6 %), u nichž se čekalo na blížící se valnou hromadu ohledně schválení odkupu akcií skupinou PPF. Pouhých 6,6 % umazaly maďarské akcie (index BUX).

MSCI WORLD INDEX



Zdroj: Bloomberg

Propady v posledním únorovém týdnu se nevyhnuly ani akciím na rozvíjejících se trzích, přičemž hlavním viníkem byly jednoznačně obavy z šíření nového koronaviru a s tím související možný negativní vliv na ekonomický růst. Souhrnný index MSCI Emerging Markets USD meziměsíčně odepsal 5,35 %, což však bylo méně než akcie na rozvinutých trzích. Počty nově nakažených v Číně, tedy v epicentru nákazy, totiž v posledních dnech výrazně klesly. Investoři tím získali tolik potřebnou naději v to, že situace je (relativně) pod kontrolou a vše se postupně bude vracet k normálu. V ostatních zemích je situace značně nejistá, nejvíce se nákaza rozšířila zatím v Jižní Koreji. Největší ztráty zaznamenaly v únoru akcie v Latinské Americe (v souhrnu přes 12 % v USD) v čele s Brazílií, která je velmi citlivá na vývoj exportu komodit do Číny. Výrazně propadly akcie rovněž v Rusku, Turecku či Jižní Koreji.

DLUHOPISOVÉ TRHY

USA A EMU

Německá výnosová křivka v únoru letošního roku poklesla. Na krátkém konci klesly dvouleté výnosy na -77 b. b., na dlouhém konci došlo k poklesu o dalších 20 b. b. na skoro -60 b. b.; jsou to nejnižší hodnoty od počátku října, respektive od konce září 2019. V obou případech je společným důvodem poklesu čínský koronavirus, nízká inflace samozřejmě tento vývoj jen podporuje.

Z úplně stejných příčin, tj. kombinace nízké inflace a (hlavně) obav z globálního zpomalení vlivem viru, poklesla v únoru i výnosová křivka v USA. V únoru totiž výnosy na dlouhém konci klesly o skoro půl procentního bodu, čímž se desetileté vládní výnosy dostaly až na nové historické minimum pod hladinou 1,15 %. Na krátkém konci jsou výnosy nejnižší od listopadu 2016, a to na úrovni 0,9 %.

FIREMNÍ DLUHOPIŠY

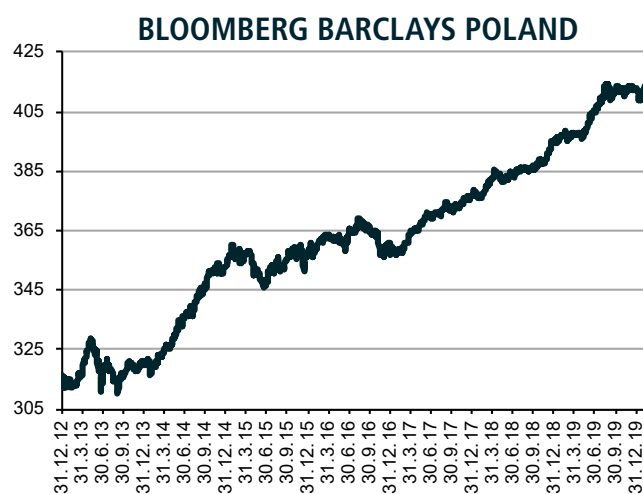
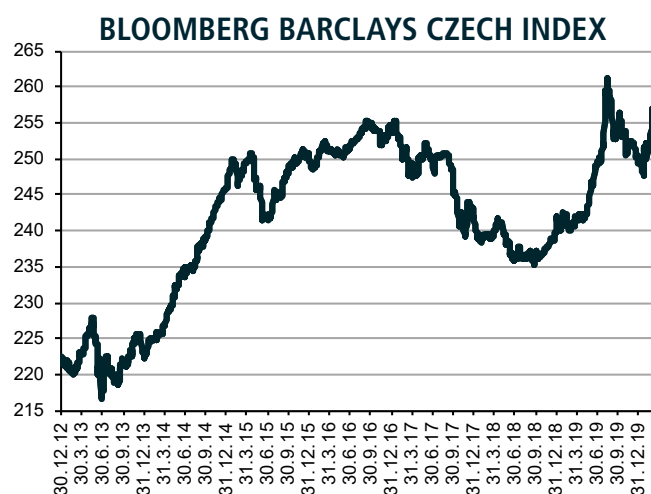
Vývoj na kreditním trhu byl v únoru, podobně jako v předcházejících dvou měsících, relativně pokojný – určitě minimálně vzhledem k turbulencím na akciových trzích. Korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně denominované v euro klesly, změna tzv. total return indexu dosáhla 0,1 %, respektive 2 %. U dolarových instrumentů došlo k cenovému růstu (o 1,3 %) u investičního stupně, a to kvůli úprku do bezpečí, u spekulativního stupně jsme zaznamenali pokles o 1,7 %. Pohyby tedy byly s ohledem na dění na akciových trzích skutečně vcelku malé. To nelze říct o kreditních prémii korporátních dluhopisů denominovaných v euro. Zde jsme totiž, podobně jako v lednu 2020, viděli znatelný růst. Zatímco tedy výnosy státních dluhopisů klesaly, což podporovalo i ceny korporátních obligací, rizikové přírážky naopak rostly. Dle indexu Markit iTraxx Europe vzrostly premie u dluhopisů investičního stupně oproti lednu o dalších 4,5 %, u spekulativního stupně dokonce o skoro 10 % (9,7 %).

ČR

Česká výnosová křivka v únoru, podobně jako v lednu, zvýšila svůj sklon a zůstala invertní. Dlouhý konec následoval německou křivku a poklesl o 20 b. b. na 1,25 %, na krátkém konci ovšem na rozdíl od Německa, nedošlo k žádné změně a výnosy zůstaly na hladině 1,8 %. Důvodem vývoje na dlouhém konci byl samozřejmě vývoj ve světě (pokles výnosů v obavě z viru).

POLSKO

Globální vývoj se podepsal i na polské výnosové křivce. Další skokový růst inflace se na výnosech moc nepodepsal, obavy z koronaviru však ano – dlouhé výnosy klesly až pod 1,8 %, krátké výnosy se vrátily na 1,4 %, tj. na úroveň z prosince minulého roku.



Zdroj: Bloomberg

DLUHOPISOVÉ TRHY

TURECKO

Únorový vývoj cen tureckých dluhopisů zcela vymazal předchozí lednový růst. Pod vlivem obav z dopadů koronaviru na ekonomickou aktivitu došlo k výraznému nárůstu rizikové averze, což dopadalo na ceny dluhopisů i měnový kurz. Na historická minima klesl podíl držby tureckých státních dluhopisů zahraničními investory a turecké vládní obligace přidaly ve výnosu téměř dva procentní body. Kurz liry odepsal přes 3,5 %. Vzhledem k vývoji měnové politiky hlavních centrálních bank ve světě v reakci na rozvoj virové epidemie a k mírně lepšímu inflačnímu vývoji v Turecku lze čekat, že i tamní centrální banka přistoupí po lednovém snížení sazeb k dalšímu uvolnění měnové politiky na svém zasedání 19. března.

MĚNY

Během února byl kurz eura proti dolaru na houpačce. V první polovině měsíce díky úprku k bezpečným aktivům dolar posiloval, dostal se až na hodnotu 1,08, kde byl naposledy na jaře 2017. Ve druhé polovině února se však dolar s tím, jak se začala množit očekávání, že Fed vlivem tržních turbulencí sníží sazby, vrátil zpátky nad 1,10, kde měsíc i uzavřel.

Česká koruna se v únoru 2020 nakonec dle očekávání vrátila zpátky tam, kam dle nás teď nyní „patří“ – na 25,50. Ano, je pravdou, že po překvapivém zvýšení sazeb ČNB v únoru zamířila dolů a posílila na chvíli až na pointervenční maximum 24,80, ale to nemělo být na dlouho. Ve druhé polovině měsíce vlivem turbulencí totiž koruna zahájila ústup z těchto pozic a oslabila až na 25,50.

Zlotý nemá za sebou úspěšný měsíc. Počátkem ledna byl ukotven na 4,25, turbulence na trzích a vysoká inflace jej však ve druhé polovině února katapultovaly až na 4,33.

Ani **maďarský forint** neměl kdovíjaký únor. Sice moc neoslaboval, ale to jen proto, že na historicky bezprecedentně slabých úrovních (338) byl již v lednu. Přesto však v únoru na chvíli překonal i hranici 340 forintů za euro, což bylo nové historické minimum. Ačkoliv se na něm podepisuje globální vývoj, vysoká domácí inflace a inertní centrální banka mu také zrovna nepomáhají.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Vývoj českého dluhopisového trhu bude i nadále ovlivňován vývojem v eurozóně, absencí vyhlídky na další utažení měnové politiky ČNB a rostoucí pravděpodobností jejího uvolnění.

Vliv eurozóny je klíčový pro dlouhodobou tendenci vývoje výnosů českých dluhopisů – jinými slovy, dlouhodobý růst českých výnosů musí přijít zvenčí. Po zářijovém uvolnění politiky ECB, které je evidentně s otevřeným koncem, se může zdát, že střednědobý růst německých výnosů nemůže být na pořadu dne. Nicméně proti tomu hovoří absolutně extrémně nízké (hluboce záporné) výnosové úrovně, které dle našeho názoru nejsou dlouhodobě udržitelné. Navíc faktorem, jenž bude dle nás tlačit na střednědobý růst požadovaných výnosů, bude volnější fiskální politika v rámci zemí eurozóny včetně jejího tvrdého jádra (Německo).

Česká národní banka začátkem února překvapila, když proti většinovému očekávání stability zvýšila úrokové sazby o čtvrt procentního bodu na 2,25 % (hlasování proběhlo nejtěsnějším rozdílem 4 : 3). To jen podtrhlo naše hodnocení, že nastavení měnové politiky a námi očekávaná stabilita sazeb během zbytku roku nejsou konzistentní s aktuální úrovní výnosů českých státních dluhopisů. Výnosová křivka se totiž po celé délce nacházela hluboko pod úrovní repo sazby (cca 1,5 % p. a. po celé délce až do splatnosti 15 let versus repo sazba 2,25 %) a implikovala tak výrazné očekávané snižování sazeb, které bylo v kontrastu s úrovní a očekávaným vývojem celkové i jádrové inflace.

Dalším rizikovým faktorem (ve směru růstu výnosů / poklesu cen dluhopisů) je nadále situace na devizovém trhu. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž stále uložena právě v českých dluhopisech – koncem minulého roku drželi nerezidenti 36,7 % všech a 40,6 % korunových dluhopisů, což jsou stále velmi vysoké podíly. Jinými slovy, dluhopisy, podobně jako koruna, jsou a zůstanou až do doby, kdy tyto podíly citelně poklesnou, velmi náchylné na zhoršení sentimentu. Pokud by k němu došlo, výprodej by krátkodobě vytlačil výnosy nahoru a došlo by k roztažení rizikové prémie.

Nicméně aktuálně bude vše výše zmíněné záležet na vývoji situace okolo šíření virové epidemie a na dopadech přijatých opatření, která mají mnohdy drastický charakter. Dopad do ekonomické aktivity je minimálně v prvním kvartále jistý. Důležitým faktorem bude délka, po kterou budou v platnosti přijatá opatření. S vysokou pravděpodobností tak lze očekávat, že po nějakou dobu budou centrální banky dělat vše pro podporu ekonomiky, a návrat do normálního režimu se tak odkládá.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Polská inflace je nadále vysoká (a to i inflace jádrová) a polské ekonomice se stále daří (růst navzdory německé slabosti polevuje, ale proti tomuto tlaku jde svou fiskální politikou vláda). Z toho by šlo očekávat, že měnová politika se postará o růst výnosů. Zářijové uvolnění měnové politiky v eurozóně, její ochabující růst a také holubičí nastavení polské centrální banky však toto očekávání efektivně nabourávají. Naším základním scénářem tak pro nejbližší čtvrtletí je oscilace kolem současných hodnot, v případě nějakého pohybu pak spíše další mírný posun směrem dolů. Pro růst výnosů nevidíme žádné dobré důvody.

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Vlivem probíhající stagnace turecké ekonomiky a silného bazického efektu poklesla spotřebitelská inflace výrazněji pod hranici 10 %, v závěru roku 2019 a počátkem letošního roku se však vrátila až nad úroveň 12 %. Předěšlý pokles inflace umožnil centrální bance (v souladu se silným přáním prezidenta Erdogana) výrazně snížit měnověpolitické úrokové sazby (v úhrnu zatím o 12,75 p. b. od maxima po eskalaci krize na podzim 2018) k hranici 11 %. V letošním roce bude záležet na dalším inflačním, celkově ekonomickém a v neposlední řadě též geopolitickém vývoji. Prostor pro další cenový růst vládních dluhopisů v našem základním scénáři vidíme pro nejbližší období jako omezený s vyšším rizikem korekce části předešlých rozsáhlých zisků, v delším horizontu pak vývoj určí inflační trajektorie (mj. pod vlivem stability/nestability měnového kurzu), stav vnitřní a vnější bilance (deficity rozpočtu a běžného účtu platební bilance) spolu s geopolitickou situací.

KORPORÁTNÍ DLUHOPISY

Firemní fundamenty prozatím zůstávají v prostředí globálního ekonomického růstu, byť zpomalujícího, příznivé. Náznaky zhoršení se ale objevují. Celkově je situace na trhu korporátních dluhopisů nyní velice silně ovlivněna opětovným přechodem k uvolněné měnové politice a spekulacím o dalším kole nákupů aktiv ze strany ECB. Ceny dluhopisů tak zůstávají vysoko, respektive výnosy jsou tlačeny dolů. To lehce zakrývá fakt, že firemní fundamenty se s dlouhým obdobím nízkých úrokových sazeb pozvolna zhoršily. Celkový objem dluhu je nejvyšší v historii, ukazatel čistého dluhu relativně k provoznímu výsledku stejně tak. Ve fázi pokročilého ekonomického cyklu a snižujících se marží bude firemní dluh náchylný ke zhoršení. Aktuální situace okolo dopadů omezení produkce v jednotlivých ekonomikách dopadne na hospodaření jednotlivých společností a celková panika výrazně zhorší likviditu korporátního trhu. Ceny korporátních emisí tak budou pod zvýšeným tlakem.

MĚNY

U kurzu eura proti dolaru vidíme pro nejbližší měsíce kurz dolaru na dolní hranici námi dlouhodobě predikovaného pásma 1,12–1,14. Měnová politika ECB totiž dle nás v nejbližších měsících žádné překvapení již nepřinese, brexit teď je ve fázi klidu. Naproti tomu se však na opačné straně Atlantiku množí očekávání, že centrální banka sníží sazby, a to dokonce i vícekrát. Goldman Sachs kupříkladu očekává trojí snížení, Bank of America dokonce pracuje s možností, že sazby klesnou i o 100 b. b. Nevěříme, že by Fed až natolik zpanikařil, ale posun holubičím směrem čekat lze. S nepříznivým dopadem na dolar.

Posílení koruny, jak jsme na tomto místě psali naposledy, nevydrželo, a koruna se vrátila nad 25,50. V následujících měsících budeme svědky vývoje, který jsme tady viděli v minulém roce: oscilace mezi 25,50 a 26. Případný pokles sazeb ČNB posune koruna na slabý okraj tohoto pásma.

Polskému zlotému by z fundamentálního hlediska svědčily i hodnoty znatelně silnější, nečekáme však, že se na tyto úrovně zlotý hned tak dostane. K nastartování posilování k hranici 4,15 by bylo potřeba impulzu, nejspíše ze strany měnové politiky (silný růst ekonomiky doposud na nastartování posilování evidentně nestačil). Toho se však jen tak nedočkáme. Proto nadále očekáváme oscilaci kolem 4,30, častěji, snad, pod touto hranicí.

Maďarský forint by fundamentálně také měl být silnější, k tomu by však kromě solidního makra potřeboval ujištění od centrální banky nejlépe v podobě utáženější měnové politiky, že se jí inflace nevymyká z rukou. Takového ujištění se mu však, podobně jako u zlotého, nedostává. Proto si myslíme, že v nejbližší době bude forint mnohem slabší (přes 330), než by fundamentálně s rozumnější centrální bankou mohl být (310–315).

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

AKCIOVÝ TRH

Po výrazných propadech způsobených především zprávami ohledně COVID-19 a jeho možných dopadech na hospodářskou aktivitu se některé akciové trhy dostaly na zajímavé úrovně, zvláště pak ty z regionu střední Evropa. Délka a rozsah šíření koronaviru prozatím nejsou známy, stejně tak ani dopad na ekonomiku, avšak i v tomto případě předpokládáme, že se situace během pár měsíců uklidní (anabáze Čína) a trhy opět začnou diskontovat budoucí vývoj světového hospodářství a měnových politik centrálních bank. Akceleraci ekonomické aktivity tak nyní očekáváme především v druhé polovině roku, stejně tak růst ziskových ukazatelů korporací. Výhled na globální akciové trhy pro zbytek roku 2020 máme regionálně selektivní – pozitivní jsme na evropské a rozvíjející se trhy, nadále opatrní naopak na US trhy. Světová ekonomika dosáhla v rámci aktuálního hospodářského cyklu vrcholu na konci roku 2017 a od začátku roku 2018 postupně mírně zpomaluje. Současný růst světové ekonomiky je stále ještě relativně slušný, nicméně postupné zpomalování dynamiky pokračuje. Co se týká klíčových centrálních bank – ECB, Fed a BoJ v únoru nastavení velice uvolněných měnových politik nezměnily. Přitom platí, že zejména v eurozóně se v souvislosti s pravděpodobně slabou účinností měnové politiky začalo hovořit o tom, že k podpoře ekonomického růstu by měly být použity masivní fiskální stimuly. Mimo jiné se takto vyjádřila nová prezidentka Christine Lagardeová.

Nejvyšší růstový potenciál v rámci střeoevropského regionu nyní vidíme u slovinských a některých českých akcií. Místní trhy se vyznačují vysokými dividendovými výnosy a relativně nízkým zadlužením. Bankovní tituly pak vysokou kapitalizací, dobrou 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 na některé banky, jež dle našeho názoru mají mnoho negativních událostí již v cenách akcií zaceněno. Z hodnotového pohledu se nám líbí mnoho slovinských společností. Ze segmentu START, části pražské burzy pro malé firmy, jsme pozitivní na akcie výrobce strun do 3D tiskáren Fillamentum, na výrobce obuvi Prabos, producenta bezpilotních letadel Primoco a také na zpracovatele kůží, společnost Karo.

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 základě 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.

KONTAKTUJTE NÁS

fondy@conseq.cz

+420 225 988 225

www.conseq.cz