



Akciové indexy		Dluhopisové indexy Bloomberg Effas		Měny (pokles = posílení)		Komodity	
USA – S&P 500	5,62 %	USA	-1,36 %	USD/EUR	3,41 %	Ropa Brent	3,26 %
Evropa – DJ Stoxx 600	1,61 %	Evropa	-0,36 %	CZK/USD	-4,32 %	Zemní plyn	1,42 %
Japonsko – Nikkei 225	1,46 %	ČR	-1,37 %	CZK/EUR	-1,02 %	Sil. elektřina	-7,24 %
MSCI Emer. Markets	8,30 %	Polsko	-0,09 %	EUR/PLN	-0,55 %	Zlato	2,27 %
ČR – PX	4,89 %	Maďarsko	-0,68 %	EUR/HUF	-0,22 %	Stříbro	0,56 %
Polsko – WIG30	3,61 %	Turecko*	1,74 %	EUR/TRY	2,32 %	Měď	-1,77 %
Maďarsko – BUX	2,06 %	* BofA Merrill Lynch index					

HLAVNÍ UDÁLOSTI

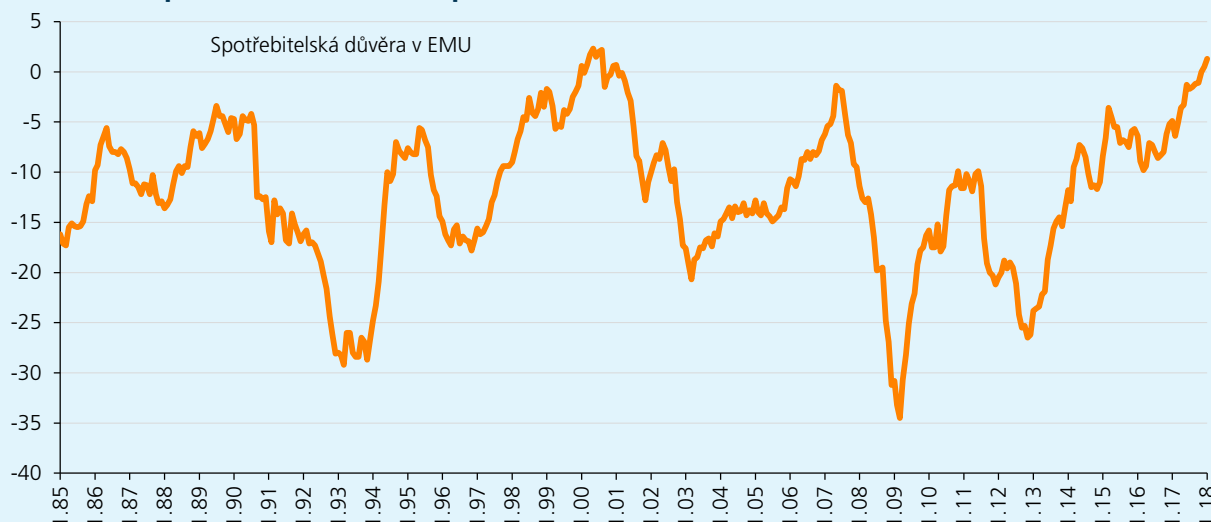
EMU

Růst Evropské měnové unie ve čtvrtém čtvrtletí navzdory silným předstihovým indikátorům pouze zopakoval tempo z třetího čtvrtletí. Předstihové indikátory nadále zůstávají na hodnotách ukazujících kvartální tempo růstu o procento; v lednu se k nim přidal i doposud „střízlivější“ PMI.

I když index PMI dosáhl ve 4. čtvrtletí minulého roku průměrné hodnoty historicky spjaté s růstem ekonomiky o 0,8 % q/q, první tvrdá růstová data takové tempo nepotvrdila. Dle předběžných dat vzrostla evropská ekonomika stejným tempem (0,6 % q/q) jako ve čtvrtletí předcházejícím. Francie rostla tempem 0,6 % q/q, Španělsko tempem 0,7 % q/q, tj. tempem o 0,1 p. b. rychlejším, respektive pomalejším než ve 3Q17. Co se týče dalších dvou velkých zemí, Itálie a Německo, z toho, že celkově měla eurozóna dle prvního odhadu růst „jen“ o 0,6 % q/q, plyne, že ani v Německu, ani v Itálii růst v posledním čtvrtletí minulého roku neurychlil. Francie už také zveřejnila první strukturální data: mezičtvrtletnímu růstu nejvíce pomohly čisté exporty (0,6 p. b.) a domácí poptávka, z té pak hlavně fixní investice. Poptávka domácností sice dále rostla, ale oproti třetímu čtvrtletí jen polovičním tempem (0,3 % q/q).

Z měsíčních dat bylo nejvíce pozitivní to, že se konečně (a alespoň trochu v souladu s indexem PMI) zvedla průmyslová produkce. Listopadový růst německé produkce o 3,6 % m/m a španělské produkce o procento i skutečnost, že již měsíc předtím rostla produkce v celé EMU o 0,4 % m/m, znamenají, že produkce ve 4Q17 byla pravděpodobně vyšší než ve 3Q17 (prosincová data ještě nebyla k dispozici). Ačkoliv německá produkce meziročně přidala 5,7 %, stále je to vzhledem k tomu, kde se nachází index PMI (výrazně nad 60 body) tempo příliš slabé. Dobrá zpráva však je, že se listopadovým růstem tato mezera alespoň trochu uzavřela.

Spotřebitelská důvěra počátkem roku kousek od historického maxima





HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Předstihové a měkké indikátory zůstaly velmi vysoko. Celkový index PMI v eurozóně díky růstu indexu služeb v lednu poskočil na nejvyšší hodnotu za 12 let a nyní tak společně s dalšími indikátory (jako spotřebitelská důvěra, která dosáhla v lednu 1,3 bodu a jež je nyní necelý bod od historického maxima z května 2000) ukazuje růst ekonomiky o 1 % q/q. Index IFO v Německu také zůstává vysoko – po krátké prosincové korekci v lednu vyrovnal historické maximum (117,6) z listopadu 2017.

Trh práce se dále zlepšuje, míra nezaměstnanosti klesá ročním tempem zhruba 1 p. b. V prosinci dosáhla její sezonně očištěná míra 8,7 %, zlepšila se ale míra nezaměstnanosti v Itálii, Francii i Španělsku. Nadále se však tento vývoj, stejně tak jako silný růst ekonomiky, nijak neprojevuje v cenách. **Inflace v lednu dokonce dle předběžných dat klesla na 1,3 %,** když výrazně zklamalo Německo – pokles o procento oproti prosinci totiž znamenal, že meziroční míra inflace v této ekonomice s plnou zaměstnaností dosáhla 1,4 % (vs. 1,6 % v prosinci 2017). Podobně pod očekáváním skončila španělská inflace (0,7 %) a jediná Francie překvapila opačným směrem. Díky cenám energií a cenám služeb totiž francouzská inflace urychlila na 1,5 % (z prosincových 1,1 %).

Lednové zasedání ECB bylo holubičí. Ke změně nastavení politiky nedošlo, a to ani u tzv. forward guidance, tedy u signalizace příštího nastavení měnové politiky (v oblasti sazeb). Draghi však na tiskovce musel vysvětlovat, že to, co stálo v zápisu z prosincového zasedání („počátkem roku 2018 se možná opětovně zamyslíme nad jazykem týkajícím se rozličných dimenzí měnověpolitického postoje a signalizace tohoto postoje“), nemělo být interpretováno tak, že ke změně forward guidance skutečně brzy dojde (takto to však interpretoval jak eurodolarový, tak dluhopisový trh). Draghi řekl, že taková diskuse ještě ani nezačala, a pak zopakoval obvyklá prohlášení, že inflační tlaky nejsou a že politika musí zůstat velmi uvolněná navzdory silným datům z reálné ekonomiky. Draghi se rovněž snažil intervenovat proti silnému euru, ale neúspěšně – euro se stále obchodovalo kolem 1,25.

USA

Růst v posledním čtvrtletí 2017 sice oproti předcházejícímu čtvrtletí zpomalil, domácí poptávkou to však nebylo, právě naopak. Inflace se postupně normalizuje, ve druhé polovině roku by se mohla dostat na dohled 2 %.

Po růstu o 3,2 % (q/q, anualizovaně) ve třetím čtvrtletí 2017 vzrostla ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí dle prvního odhadu o 2,6 %; růst za celý minulý rok tak dosáhl 2,5 %. Zpomalení v posledním čtvrtletí bylo pouze důsledkem vysokého růstu dovozu, který oproti příspěvku +0,1 p. b. ve 3Q17 ubral ve 4Q17 skoro 2 p. b. Hlavní složky domácí poptávky se naopak zlepšily – spotřeba domácností přidala růstu 2,6 p. b. a fixní investice 1,3 p. b. Pilíř americké ekonomiky – poptávka domácností – tak funguje nadále velmi dobře.

Měsíční data zveřejněná během ledna nejsou ve světle toho, že již máme k dispozici souhrnná data o kondici americké ekonomiky v posledním čtvrtletí minulého roku, tak zajímavá. **Průmyslová produkce** vzrostla v prosinci o 0,9 % m/m, což zejména díky velmi silnému říjnu (+1,8 %) způsobilo, že růst americké průmyslové produkce byl v minulém čtvrtletí nejrychlejší od druhého čtvrtletí 2010. Abychom však nevzbudili přehnaný optimismus, obratem dodáváme, že a) říjnový silný růst přišel po slabém září, kde se projevil efekt hurikánů Harvey a Irma, a b) zpracovatelský průmysl v prosinci vzrostl pouze o 0,1 % m/m. Jinými slovy, čtvrté čtvrtletí bylo ovlivněno efektem základny a zpracovatelský průmysl zatím slabost dolaru moc nereflktuje. **Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby** bez letecké a vojenské techniky v prosinci klesly o 0,6 % a vzhledem k listopadovému a říjnovému výsledku (-0,1 % a +0,8 % m/m) tak bylo celkem překvapivé, že fixní investice přidaly kvartálnímu růstu ve 4Q17 až 1,3 p. b. Co naopak překvapením nebylo, byl příspěvek poptávky domácností k růstu. **Malooobchodní tržby** (bez aut a paliv) totiž v říjnu, listopadu a v prosinci vzrostly v průměru o 0,7 % m/m, což byl nejlepší výsledek za skoro 4 roky. V samotném prosinci přidaly tržby 0,4 % m/m.

Trh práce je nadále ve výborném stavu, v prosinci vytvořil v soukromém sektoru 196 tisíc míst a ve 4. čtvrtletí celkově tedy 579 tisíc. Oficiální míra nezaměstnanosti zůstala i v lednu 2018 na úrovni 4,1 %, tj. nejnižší od listopadu 2000. Alternativní míra U6 (zahrnující oficiálně nezaměstnané, pracovníky k trhu práce připojené pouze částečně, pracovníky od hledání práce odrazené či pracující nedobrovolně na částečný úvazek) se však mírně zhoršila a dosahuje nyní 8,2 % (v říjnu 2017 dosáhla pokrizového minima 7,9 %). Trh práce je tak nadále proinflační, jeho „proinflačnost“ se však již dále nezvyšuje. A nadále tento vývoj nebyl vidět v růstu mezd – **nominální růst hodinové mzdy dosahuje zhruba 2,7 % r/r**, což je stejné tempo jako jeho průměrné tempo růstu od roku 2015; reálný růst je jen lehce nad nulou.

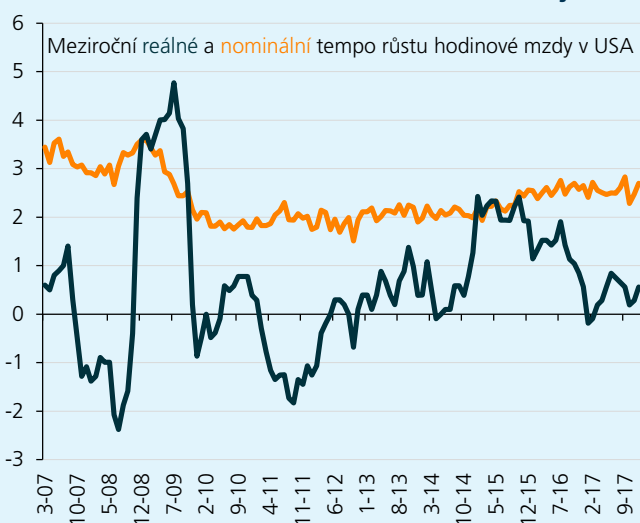


HLAVNÍ UDÁLOSTI

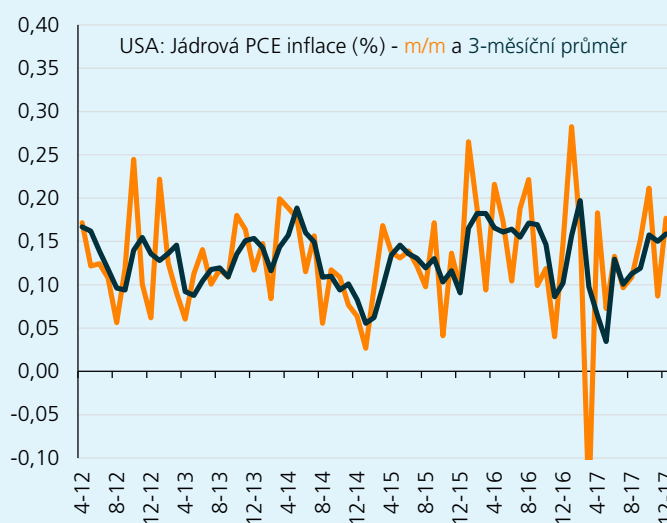
USA

Jádrová PCE inflace zůstávala nadále pod cílem Fedu, od minima v srpnu 2017 (1,3 %) se však přece jenom o něco zvedla – v prosinci dosáhla 1,5 %. Měsíční data navíc ukázala jistou normalizaci – měsíční tempo se nyní ustálilo na úrovni 0,15 % m/m, tj. v anualizovaném vyjádření něco lehce pod 2 %. **Fed tak sice na svém lednovém zasedání sazby nezměnil**, ve svém vyjádření po zasedání však znovu řekl, že očekává, že se inflace v nejbližších čtvrtletích znormalizuje, a tedy předpokládá, že sazby letos dále porostou. A poslední inflační data mu aspoň částečně dávají za pravdu.

Americké mzdy rostou nadále jenom velmi pozvolna, ale inflační dynamika se už přece jenom o něco zvedla



Zdroj: www.bls.gov, řady CES0500000003 a CES0500000013



Zdroj: St. Louis Fed, databáze FRED, <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/PCEPIFFE#>

CEE 3

ČR

Česká ekonomika dále solidně rostla, nadále evidentně díky všem složkám poptávky. Koncem minulého roku a počátkem letošního prochází ekonomika očekávanou dezinflací, ČNB však sazby v únoru zvýšila.

Finální data (tj. třetí odhad) o růstu ekonomiky ve 3Q17 nepřinesla žádnou změnu – ekonomika rostla o 0,5 % q/q a 5 % r/r. Novou informací však bylo, že poblíž historických minim setrvala míra úspor domácností a že profitabilita nefinančních podniků se dále zhoršila. Obojí tak má potenciál limitovat růst poptávky domácností v letošním roce – míra úspor již dále neklesne, klesající profitabilita firem zase omezuje prostor pro výrazný růst mezd.

Maloobchodní tržby po slabším říjnu vzrostly v listopadu velmi silně – jádrová složka (bez paliv, potravin a aut) přidala meziročně skoro 11 % a meziroční tempo tak v měsících září až listopad dosáhlo v průměru skoro 9 %. To je jasný důkaz, že domácnostem chuť i zdroje k utrácení nechybí. Jedinou obtížně vysvětlitelnou věcí v listopadových tržbách byla pokračující slabost tržeb za auta – ta nyní již trvá 6 měsíců a absolutně nezapadá do celkového makroekonomického obrázku, například do optimismu domácností, zrcadlícího se v indexu spotřebitelské důvěry ČSÚ. Ten byl koncem roku poblíž historických maxim, v lednu 2018 se dokonce dostal historicky vůbec nejvýše (+10 bodů).

Po dvou slabších měsících se konečně, podobně jako u našich západních sousedů, aspoň trochu v souladu s indexem PMI projevila průmyslová produkce. Zatímco v září a v listopadu se produkce kumulativně snížila o 2 %, v listopadu přidala 3,7 %, a meziročně je tak o 8,5 % vyšší. Vzhledem k tomu, že index PMI byl v prosinci 2017 i v lednu 2018 na nejvyšší úrovni (59,8) za 7 let, první polovina letošního roku by měla být velmi silná, možná dokonce – co do meziročního tempa růstu produkce – dvouciferná.



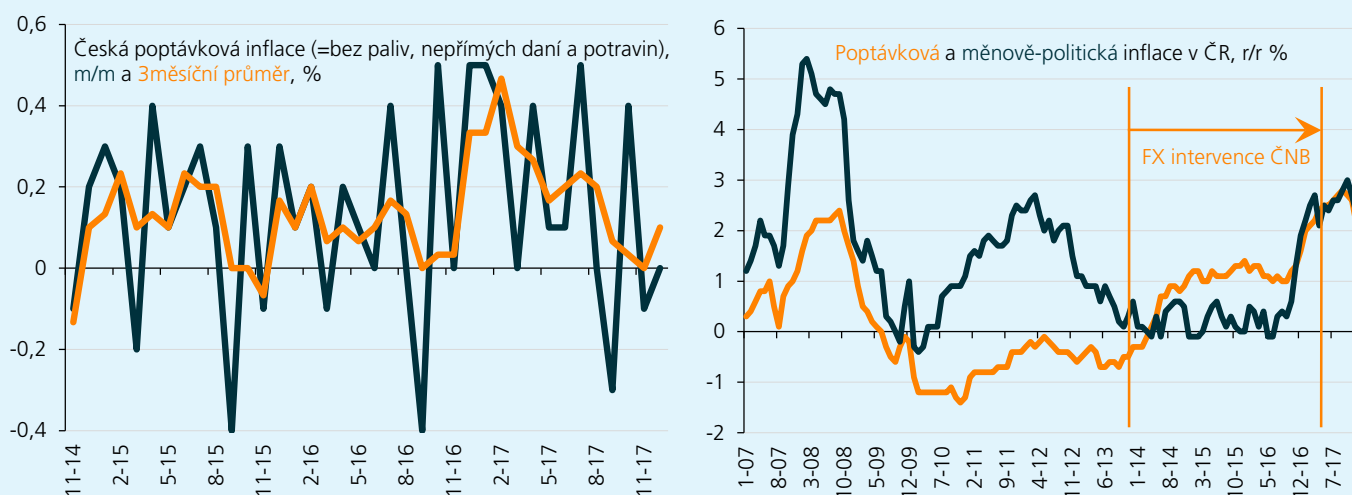
HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

Prosincová inflace pokračovala ve vyvracení relativně rozšířeného mýtu posledních měsíců o inflační hrozbě. Měnověpolitická inflace poklesla na 2,3 %, poptávková na 2,1 % a obě jsou tak nyní 0,7 p. b. pod lokálním maximem z pozdního podzimu. Tato dezinflace je důsledkem mnohem pomalejší měsíční dynamiky ve 4Q17 ve srovnání se stejným čtvrtletím roku 2016. Zatímco v posledním čtvrtletí 2016 vzrostla inflace o procento, v posledním čtvrtletí minulého roku pouze o třetinu procenta. Tento rozdílný vývoj je důsledkem toho, že ve 4Q17 nebyla žádná EET, že svůj růst zvolnily ceny nemovitostí a že posílila koruna. Dezinflační vývoj by měl pokračovat i v prvním čtvrtletí 2018.

Navzdory této dezinflaci zvýšila ČNB počátkem února potřeť od minulého srpna sazby (na 0,75 %). Nová prognóza nepřinesla žádné změny (tj. pro letošek už prognóza další 25bodové utažení nepředpokládá), ČNB však začala zveřejňovat s prognózou konzistentní prognózu kurzu koruny. Česká národní banka očekává, že koruna dosáhne 25,4 v prvním čtvrtletí, 24,9 ve druhém, 24,7 ve třetím a 24,6 ve čtvrtém. Jinými slovy ČNB předpokládá, že utažení měnových podmínek bude probíhat hlavně skrze posilující korunu a že se díky tomu nebude muset hýbat sazbami.

Výrazně slabší dynamika poptávkové inflace než před rokem je důvodem právě pozorované desinflace



Zdroj: databáze ARAD, www.cnb.cz

POLSKO

Data ze 4. čtvrtletí potvrdila růst ekonomiky tempem identickým s tempem třetího čtvrtletí. Inflace zůstává, podobně jako v ČR, bez problémů, ovšem s tím rozdílem, že polská centrální banka na tento stav nereaguje žádnými změnami v nastavení měnové politiky.

Průmyslová produkce byla ovlivněna menším počtem pracovních dní v prosinci 2017 ve srovnání s prosincem 2016 (takže její neočištěný růst byl pouze 2,7 % r/r), po očištění o tento efekt však růst nevybočil z průměru posledního půlroku (který dosáhl 7,6 % r/r). Index PMI se sice oproti prosinci v lednu mírně zhoršil (z 55 na 54,6), stále je však na úrovních indikujících, že tempa růstu minulého pololetí uvidíme i v prvním čtvrtletí roku 2018. **Maloobchodní tržby** byly v prosinci také ovlivněny počtem pracovních dní, i tak však neočištěný růst dosáhl 6 %. Růst mezd pokračoval velmi dobrým tempem (v prosinci +7,3 % r/r), sezonně očištěná míra nezaměstnanosti poklesla na další historické minimum (6,6 %). Jinými slovy, ani pro první čtvrtletí letošního roku není vidět důvod, proč by maloobchodní tržby měly výrazněji zpomalit.

Inflace se po listopadovém růstu na letošní maximum (2,5 %) v prosinci dle finálních dat vrátila na říjnové hodnoty (2,1 %). Jádřová složka inflace zůstala beze změny na 0,9 %, tj. na úrovni dubna 2017. Poptávkové tlaky tak ani v polské ekonomice stále nejsou vidět.



HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

Měnový výbor centrální banky (MPC) ponechal v lednu 2018 sazby beze změny na 1,5 %. MPC nadále zastává názor, že navzdory růstu ekonomiky a inflace v posledních měsících není cenová stabilita ve střednědobém horizontu ohrožena, jelikož růst inflace je primárně hnán cenami energií a potravin (což vývoj jádrové složky prozatím potvrzuje). Není tak divu, že i na lednovém zasedání centrální banka ústy guvernéra zopakovala, že s růstem sazeb letos nepočítá.

MAĎARSKO

Maďarská ekonomika pokračovala v solidním růstu, slabost průmyslové produkce z konce roku 2017 by se počátkem roku 2018 neměla opakovat. Centrální banka zůstává v jasně holubičím módu.

Měsíční data za listopad a prosinec minulého roku byla smíšená – na jedné straně stále velmi dobré maloobchodní tržby a výborný trh práce, na straně druhé však slabá průmyslová produkce. **Maloobchodní tržby udržely v listopadu své tempo z října – přidaly tedy meziročně 6,4 %** – tempo jejich růstu tak zůstalo nad průměrem prvních deseti měsíců minulého roku (4,5 %). Rostly všechny složky maloobchodu, nejvýrazněji složka jádrová, stejně jako v ČR. Sice to stále neodpovídá růstu mezd (13 % r/r v listopadu), stavu trhu práce či inflaci, ale výsledek to rozhodně není špatný. **Nezaměstnanost** ve 4. čtvrtletí dosáhla dalšího historického minima (3,8 %), což je hodnota výrazně pod přirozenou mírou nezaměstnanosti.

Průmyslová produkce naopak v listopadu dále zpomalila, tempo (o efekt pracovních dní upraveného) meziročního růstu dosáhlo 3,6 %. Tento výsledek byl důsledkem slabé produkce aut, která se meziročně smrškla o 2,8 %. Jakkoliv to byl překvapivý výsledek, do budoucna by se opakovat neměl – index PMI ve zpracovatelském průmyslu v lednu dále vzrostl a z prosincových 60 bodů se dostal na 60,9 bodu, což na slabost průmyslové produkce v dalších měsících rozhodně nevypadá.

Celková inflace v prosinci poklesla na nejnižší úroveň od července 2017, tj. na 2,1 %, její poptávková složka pak oproti listopadu o 0,1 p. b. vzrostla. Její prosincová úroveň 1,8 % je sice vyšší než v Polsku a jenom o málo nižší než v ČR, je však také pouze o 0,2 p. b. vyšší než v prosinci 2016. Jinými slovy, o eskalujících poptávkových tlacích ani v Maďarsku zatím mluvit nelze.

Maďarská centrální banka (MNB) v lednu žádnou změnu měnové politiky neprovedla, z jejího prohlášení je nadále nadevše jasné, že k žádnému utažení měnové politiky hned tak nedojde. MNB řekla, že tříprocentního inflačního cíle bude dosaženo nejdříve v polovině roku 2019. Ohledně nestandardních nástrojů měnové politiky, které byly ohlášeny v listopadu 2017, MNB řekla, že budou pokračovat. Centrální banka také dodala, že při vyhodnocování jejich efektivnosti a při jejich nastavování je pro ni rozhodující relativní pozice dlouhých domácích výnosů ve srovnání se zahraničními.

Ropa

Ropa (WTI) pokračovala v růstu z minulých měsíců, během ledna se dostala až k hranici 66 dolarů za barel. To, že se dodržuje dohoda OPEC a dalších zemí, zejména Ruska, ohledně omezení těžby, mělo na ceny větší vliv než skutečnost, že americká produkce dosáhla poprvé od roku 1970 deseti milionů barelů denně (a očekává se, že bude dále růst).



AKCIOVÉ TRHY

MSCI World Index



Zdroj: Bloomberg

MSCI Emerging Markets



CECE Composite



První měsíc v letošním roce se nesl ve velice pozitivním duchu. Akcie amerických společností si připsaly výrazných 5,6 % (měřeno indexem S&P 500). Mezi hlavní důvody růstu můžeme zařadit solidní očekávaný růst globální ekonomiky, snížení korporátních daní v USA, slábnoucí dolar a zároveň výrazný zájem investorů nemít podvážení v akciích. Dobře vyzněla také výsledková sezona za čtvrté čtvrtletí uplynulého roku, ve které se dařilo především sektorům technologií, finančních institucí a spotřebitelskému sektoru. Kladné zhodnocení si připsaly také akcie evropských společností (index DJ STOXX 600 +1,6 %). I v jejich případě se přeneslo pozitivní očekávání na ekonomický růst evropských zemí, relativně atraktivní hodnotové ukazatele a silného spotřebitele.

Středoevropské akcie následovaly dění ve světě, přičemž si také připsaly velice slušné zisky. Premiantem se stala pražská burza (index PX 4,9 %), jež byla při utahujících se monetárních podmínkách a zvyšování úrokových sazeb, tažena zvláště finančními tituly, jako jsou akcie Erste Bank (12,7 %), Vienna Insurance Group (7 %), Moneta (2,6 %) a Komerční banka (2,2 %). Při spekulacích ohledně možného rozdělení společnosti a růstu cen silové elektřiny na evropských tržích si pěkných 5 % připsaly akcie ČEZ. Čtyřprocentní růst akcií proběhl také v Polsku (index WIG30). I zde rostly ceny akcií na základě globálního pozitivního sentimentu, výborné hospodářské aktivity v Polsku a možného zvýšení základních úrokových sazeb na konci roku 2018. Celkově pozitivní obrázek dokreslila výborná výkonnost rumunských společností.

Akciím na rozvíjejících se tržích začátek roku přál a zaznamenaly výborné výsledky, když si index MSCI Emerging Markets připsal 8,3 % (v USD). Dařilo se hlavně regionu Latinské Ameriky, kde index MSCI Latin America vzrostl o krásných 12,64 %. Veliký vliv na tento růst měla Brazílie, kde na tamní poměry nízké úrokové sazby podpořily růst domácí ekonomiky a spotřeby. Otázkou zůstává, jak se dále budou vyvíjet důležité sociální reformy, které by prezident Temer rád schválil, ale doposud nenašel potřebnou podporu v parlamentu. Nezahálely ani asijské rozvíjející se trhy, jež si připsaly 7,66 % (v USD). Rozvíjející se trhy přitom stále nabízejí relativně zajímavý potenciál, obzvláště jejich ocenění je ve srovnání s vyspělými trhy nižší a očekává se také, že i jejich hospodářský růst bude v tomto roce větší. V budoucnu navíc dále mohou těžit z dobré kondice globální ekonomiky.



DLUHOPISOVÉ TRHY

Dluhopisy USA a EMU

Americké dlouhé i krátké výnosy v lednu kontinuálně a poměrně výrazně rostly (ceny dluhopisů klesaly). Důvodem bylo zejména schválení daňové reformy koncem minulého roku a s ní částečně (byť ne výlučně) související trvalý optimismus Fedu, projevující se v neměnných plánech na trojí zvýšení sazeb v letošním roce. K tomu se přidaly příznivé ekonomické údaje potvrzující sílu cyklického růstu. Dvouleté výnosy se v lednu dostaly na dohled 2,2 % (+25 b. b.), desetileté pak vyrostly o 40 b. b. až nad 2,80 %.

Podobný vývoj byl i v eurozóně, a to navzdory holubičímu lednovému zasedání ECB, neurychlujícímu růstu HDP, silnému euru či perzistentně nízké inflaci. Trh tyto faktory v podstatě ignoroval a koncentroval se na silné měkké a předstihové indikátory a na vyjádření některých centrálních bankéřů jestřábího ražení (např. Nizozemec Klaas Knot, který v lednu řekl, že odkupy aktiv by měly co nejdříve skončit). Desetileté německé výnosy tak vyskočily o zhruba 35 b. b. a dostaly se lehce pod 0,8 %, tj. na nejvyšší úroveň od konce léta 2015.

Firemní dluhopisy

Korporátní dluhopisy investičního stupně se na protějších březích Atlantiku v lednu vyvíjely stejně. Eurové korporátní dluhopisy investičního stupně i jejich americké protějšky v lednu klesly, a to o 0,5 %, respektive 1,2 % (dle indexů iBoxx). Tento vývoj reflektoval vývoj trhu vládních dluhopisů, kreditní marže zůstávaly stabilní. Spekulativní dluhopisy si však naopak – a překvapivě – v lednu vedly lépe, když vzrostly o 0,2 %, respektive 0,5 %, jejich průměrné kreditní spready dále poklesly. Kreditní marže na trhu CDS v lednu u spekulativního stupně naopak mírně vzrostly (index Markit iTraxx Europe mapující ceny těchto CDS kontraktů vzrostl o 5 b. na 237,5 bodu), u investičního ratingu zhruba stagnovaly (na 44 bodech).

Dluhopisový trh ČR

České vládní dluhopisy byly začátkem roku primárně ve vleku zahraničního vývoje, konkrétně setrvalého a poměrně razantního poklesu cen německých obligací. Zájem investorů nakupovat byl obecně nízký, což také pramenilo z blížícího se dalšího očekávaného zvýšení sazeb ČNB, respektive pokračujícího růstu měnověpolitických sazeb v průběhu roku. To se promítlo také do slabého zájmu v primárních aukcích, ve kterých Ministerstvo financí nabízelo zejména dluhopisy středních a dlouhých splatností. Výnosová křivka ve výsledku za leden stoupla a zvýšila sklon, nejvíce však vzrostly střednědobé výnosy, následované dlouhodobými – pohyb dosahoval 30–40 b. b. Výnos desetiletého dluhopisu se tak vyšplhal na úroveň 1,9 %.

Dluhopisový trh Polsko

Polská výnosová křivka reagovala na vývoj v zahraničí podobně, jen v o něco menším rozsahu než ta česká. Příznivým faktorem oproti českým zůstává jednak vyšší úroveň výnosů, jednak stabilita měnověpolitických sazeb (polská centrální banka neočekává změnu nastavení sazeb před začátkem roku 2019). Výnosy na střední části křivky a na jejím dlouhém konci v lednu vzrostly o 20–30 b. b., desetiletý polský vládní výnos se tak poprvé od března minulého roku dostal na 3,50 %.

Bloomberg Barclays Czech Index



Bloomberg Barclays Poland





DLUHOPISOVÉ TRHY

Dluhopisový trh Turecko

Situace na tureckém obligačním trhu se dále zklidňovala po výrazném vzestupu požadovaných výnosů v závěru loňského roku. Solidně se dařilo dluhopisům kratších splatností – jejich výnosy dále mírně klesaly podporovány očekáváním deflačního období začátkem roku 2018 a trvajícím stabilitou měnověpolitických sazeb centrální banky. Ceny dlouhodobých dluhopisů však mírně ztrácely pod tlakem růstu výnosů amerických Treasuries, mírně negativně na ně dolehlo také spuštění vojenské operace Turecka v Sýrii. Výnosová křivka zvýšila sklon, když kratší a střednědobé výnosy klesly až o 40 b. b., zatímco ty dlouhodobé do 10 b. b. vzrostly. Měnový kurz TRY ve výsledku vnějších a domácích vlivů mírně ztrácel, ke koši měn (EUR, USD) za leden oslabil o 1,1 %.

MĚNOVÉ TRHY

Dolar proti euru v lednu dále oslabil, a to až k 1,25, tj. na nejslabší hodnotu od Vánoc 2014. Trh neúměrně akcentoval silné předstihové indikátory v eurozóně a zcela ignoroval sérii holubičích faktorů popsaných výše (holubičí zasedání ECB, velmi nízká inflace atd.) Trh nyní po několika letech protieurového tažení evidentně nasedl na protidolarovou vlnu a každou sklenici chce teď vidět poloplnou.

Koruna proti euru během celého měsíce dále posilovala. Dělo se tak v očekávání utažení měnové politiky ČNB, k čemuž počátkem února skutečně došlo. Poté si koruna sáhla na pětileté maximum pod 25,20, meziměsíčně tak zpevnila o 1 %. Prezidentské volby, v nichž vyhrál stávající prezident Zeman, neměly na korunu žádný vliv.

Také **polský zlotý** měl po většinu měsíce tendenci dále posilovat, přičemž se vůči euru dostal až na hranici 4,15 – meziměsíčně si tak připsal posílení kolem 0,5 %.

U **maďarského forintu** jsme v lednu pozorovali oscilace kolem 309, a to bez jakýchkoliv výraznějších výkyvů na jednu či druhou stranu.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Dluhopisový trh ČR

Ačkoliv dlouhodobý směr výnosů je nahoru (ceny zejména dlouhodobých dluhopisů by měly dále klesat), předpokládáme, že v nejbližších měsících dojde k jejich poklesu (růstu cen dluhopisů), a to proto, že se domníváme, že inflace zdaleka nebude takový problém, jak ji nyní vidí trh, a to ani v ČR, ani v eurozóně. V prvním čtvrtletí letošního roku čeká ČR další deflace, jejíž první projevy jsme již viděli v datech za listopad a prosinec. ČNB tak dle nás bude s utahováním měnové politiky postupovat mnohem opatrněji a ani v eurozóně nejsme o nic blíž růstu inflace, neřku-li sazeb, a trh bude nucen na tuto realitu během dalších měsíců reagovat. Ostatně po listopadové prognóze i ta právě zveřejněná, únorová potvrdila, že ČNB se do výrazného utahování měnové politiky nijak nehrne: po únorovém zasedání, na němž sazby zvýšila, již žádné další letošní zvýšení neočekává. S tím, jak se ukáže, že inflační panika není namístě, by se do českých vládních dluhopisů mohli vrátit čeští institucionální investoři.

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 posledním čtvrtletí minulého roku sice poklesl podíl dluhopisů držaných nerezidenty, stále je však vysoký (nerezidenti drží 36,2 % všech dluhopisů a 41,6 % těch korunových). Pokud by tedy mělo dojít ke snaze zahraničních investorů významněji z těchto pozic vystoupit, vedlo by to k výrazné volatilitě a propadu cen domácích dluhopisů (což jsme zčásti na trhu viděli v září – říjnu loňského roku). Tímto úprkem vyvolaný výrazný a rychlý růst výnosů by sice byl tlumen obnovením zájmu domácích investorů o český vládní dluh, bylo by to však až se zpožděním.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Dluhopisový trh Polsko

Riziková prémie desetiletých polských dluhopisů nad německými se během ledna udržela v úzkém pásmu 280 b. b. Domácí faktory pro růst výnosů v nejbližších čtvrtletích nemluví, centrální banka se k růstu sazeb zatím nechystá, byť se hlasy pro utažení politiky v příštím roce již ozývají. Z domácích faktorů je plusem příznivý fiskální vývoj daný růstem ekonomiky, který již akcentují ratingové agentury ve svých zlepšených výhledech a jenž povede k omezené potřebě Ministerstva financí nabízet na trhu nové vládní dluhopisy. Inflační vývoj zůstává i přes sílící ekonomiku stabilizovaný a během nejbližších kvartálů nebude centrální bankéře nutit ke zpřísnění měnové politiky. Významnou determinantou, tak jako v případě českých dluhopisů, zůstává vývoj obligačních výnosů v eurozóně a USA, na relativní bázi nicméně polský trh vnímáme o poznání atraktivněji. Stejně tak potenciál kurzu zlatého oproti relativně drahé české koruně.

Dluhopisový trh Turecko

Turecké výnosy na úrovních z konce ledna (11,5–12,75 %) vnímáme fundamentálně jako atraktivní, spouštěčem jejich poklesu (růstu cen dluhopisů) by mohl být dezinflační vývoj počátkem letošního roku.

Na poli inflace minimálně z titulu bazického efektu nastává obrat k lepšímu, jenž by měl pokračovat v další části prvního pololetí, a inflace by opět měla sestoupit na jednociferné hodnoty. Z hlediska výhledu cen tureckých dluhopisů je to příznivý scénář – musí však být doprovázen jednak setrvalou přísnou měnovou politikou centrální banky, opětovnou stabilizací nyní uvolněné fiskální politiky a v neposlední řadě alespoň částečným zklidněním geopolitických rizik, nyní zejména krizí procházejícího vztahu Turecka se Spojenými státy. Ohledně tureckých dluhopisů spolu s fundamentálně extrémně slabým kurzem liry, jsme na tržních úrovních z konce ledna pozitivní.

Měny

U kurzu **eura proti dolaru** v krátkodobém výhledu věříme v návrat k/pod 1,20, ve středně- a dlouhodobém výhledu by nicméně euro mělo získávat navrch a postupně posilovat. Současné i očekávané diferenciály měnových politik na opačných stranách Atlantiku mluví pro silnější kurz dolaru. Fed letos přistoupí ke zvýšení sazeb s tím, jak se inflace stabilizuje lehce pod 2 % – ostatně k trojímu zvýšení přistoupil Fed i loni, když se inflace sesunula až k 1,3 %. Naopak ECB se k žádnému utažení politiky nechystá, i když se dluhopisový i měnový trh chovají, jako by k němu mělo dojít nejspíše později. 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. Je nicméně otázka, jakou úlohu v této rovnici budou hrát toky kapitálu, mimo jiné v souvislosti s pravděpodobnou částečnou repatriací zdrojů amerických korporací.

Koruna navzdory našim očekáváním stále neoslabil. Z logiky věci by vzhledem ke své masivní překoupenosti oslabit měla. Zahraniční spekulanté však zatím své zisky, které nyní od dubna 2016 dosahují 9 %, nevybírají a není jasné, kdy tak učiní. Její vývoj v poslední době (tj. posílení k/pod 25,20) a hlavně nová prognóza kurzu ČNB výrazně zvýšily riziko, že koruna bude v nastaveném trendu ještě chvíli pokračovat. Čím níže se však dostane, tím větší je pravděpodobnost korekce, a to z několika důvodů. Zaprvé se koruna nyní již vzdaluje svým fundamentálním úrovním, jež vidíme kolem 25,50. Zadruhé již nyní se ukazuje, že česká inflace není takový problém, jak dluhopisový i korunový trh zatím stále věří, a že se tedy výrazné očekávané utažení měnové politiky konat nebude. Zatřetí se spekulativní kapitál v koruně stále nachází a zvyšuje její zranitelnost. Dle nás tak není otázkou zda, ale kdy koruna oslabí. Dlouhodobým trendem kvůli vyššímu růstu produktivity v ČR ve srovnání s EMU ale nadále zůstává posilování koruny, tempem zhruba 1,5–2 % ročně.

U polského zlatého čekáme letos posílení. Faktorem, který zlotému pomůže posílit výrazněji/setrvaleji pod 4,20, je centrální banka. Postupně totiž dojde k dalšímu růstu poptávkové inflace a na intenzitě naberou tržní spekulace o brzkém utažení měnové politiky. Dle nás je takový scénář pravděpodobný v prvním pololetí 2018 (byť k samotnému růstu sazeb dojde později) a očekáváme tak, že zlotý v roce 2018 posílí pod 4,10.

Maďarský forint má dle nás fundamentální potenciál posílit k hranici 300, či dokonce pod ni. Dojde k tomu však až v situaci, kdy centrální banka přejde do módu utážení měnové politiky. Vzhledem k vývoji posledních měsíců je však evidentní, že takový moment je velmi daleko na to, aby se v dohledné době projevil ve vývoji kurzu forintu proti euru. V nejbližší době tak bude forint oscilovat kolem 310.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Akciový trh

V rámci našeho základního investičního scénáře by globální akciové trhy měly i nadále růst, byť ne již s takovou silou jako v předešlých letech, a to díky velice solidní dynamice světové ekonomiky a růstu korporátních zisků. V roce 2018 by se podle nás měl očekávaný růst globálních korporátních zisků pohybovat blízko 10 %. I když se například některé akcie amerických společností obchodují na valuačních ukazatelích nad svými dlouhodobými průměry, nízké úrokové sazby a dobrá kondice ekonomiky nás přesvědčují o jejich dalším růstovém potenciálu. Americké akcie by dále měly profitovat z možných reforem Donalda Trumpa (fiskální stimuly, snížení korporátních daní na 20 %). Evropské pak z dobrého hospodářského vývoje a nadále uvolněné měnové politiky ECB. Pozitivní jsme také ohledně akcií společností z rozvíjejících se trhů, které budou těžit ze sílicího spotřebitele a konvergence k vyspělým ekonomikám. Mezi klíčová rizika našeho opatrně pozitivního základního scénáře patří: neočekávané a výrazné zvýšení inflace i inflačních očekávání, rychlejší než očekávané postupné zpomalování globální ekonomiky, oproti aktuálnímu očekávání výrazně rychlejší normalizace monetárních politik klíčových centrálních bank (Fed, ECB, BOJ) a hlavní geopolitická rizika v čele se Severní Koreou, Blízkým východem a Venezuelou.

Atraktivnost většiny střeoevropských akcií nyní vidíme selektivně v některých akcích, růstových i těch dividendových. Z akcií na českém trhu se nám líbí akcie většiny finančních institucí. Dobrémakro prostředí s rostoucími výnosy by měly 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 Monetě 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 zvyšování sazeb Českou národní bankou. Na českém trhu momentálně neočekáváme výrazný propad u žádné z obchodovaných akcií. Podporou všem obchodovaným společnostem může být stahování některých akcií, jako například Fortuna, Unipetrol, Pegas Nonwovens, přičemž získané peníze z prodejů budou investoři opět alespoň částečně investovat na pražské burze. Z polských titulů se nám líbí mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, zpracovatel masa Tarczynski, finanční společnost GetBack, 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, v Rakousku jsou to akcie realitních společností Atrium a UBM, ve Slovinsku akcie výrobce domácích spotřebičů Gorenje, 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 či statutu (prospektu) nebo poskytnout jeho kompletní shrnutí. Údaje o minulých kurzech a výnosech uvedené v tomto dokumentu nelze považovat za indikátor budoucího vývoje. Hodnota investice do podílových fondů může s časem jak stoupat, tak i klesat a Conseq Investment Management, a. s., ani jiná osoba nezaručují návratnost původně investované částky, nepřebírají odpovědnost za jednání učiněná na podkladě údajů v tomto dokumentu uvedených a naopak doporučují investorům konzultovat investiční záměry s odbornými poradci. Další informace, sdělení klíčových informací, kopie statutu (prospektu) fondu a poslední výroční a pololetní zprávy můžete (zdarma) získat v sídle společnosti Conseq Investment Management, a. s., nebo na www.conseq.cz.

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**