



Akciové Indexy		Dluhopisové indexy Bloomberg Effas		Měny (pokles = oslabení)		Komodity	
USA – S&P 500	5,49%	USA	- 1,91%	EUR/USD	- 0,82%	Ropa Brent	18,10%
Evropa – DJ Stoxx 600	6,85%	Evropa	0,77%	CZK/USD	0,08%	Zemní plyn	1,60%
Japonsko – Nikkei 225	6,36%	ČR	- 1,07%	CZK/EUR	1,11%	Koks. uhlí	- 3,81%
MSCI Emer. Markets	2,98%	Polsko	- 0,68%	PLN/EUR	0,76%	Sil. elektřina	2,68%
ČR – PX	7,01%	Maďarsko	- 0,02%	HUF/EUR	2,61%	Zlato	- 5,12%
Polsko – WIG30	2,31%	Turecko	- 3,71%	TRY/EUR	- 1,83%	Stříbro	- 4,04%
Maďarsko - BUX	10,16%					Měď	6,78%

HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Únorová data přinesla další potvrzení toho, že ekonomika EMU se pozvolna zlepšuje; vývoj je však stále divergentní (na jedné straně Německo a Španělsko, které rostou solidně, na druhé straně Francie a Itálie, které stagnují). I když se i ve Francii či Itálii zlepšily některé vpředhledící indikátory, obáváme se, že se jedná spíše o efekt nižších cen ropy než skutečného široce založeného obratu. Ceny ropy totiž v únoru vzrostly skoro o pětinu, což se také projevilo v inflaci – stále je pod nulou, ovšem z lednového dna se v únoru odlepila.

HDP Eurozóny vzrostlo ve 4. čtvrtletí nad očekávání (+0,3% mezikvartálně), taženo zejména Německem a Španělskem (shodně +0,7% q/q). V obou ekonomikách byla tahounem růstu domácí poptávka, a to jak ze strany domácností, tak ze strany firem. Solidní poptávku domácností už předtím indikovaly silné maloobchodní tržby – v prosinci 2014 dokonce vzrostly v EMU nejrychlejším tempem (2,8% r/r) od března 2007.

Dobré **zprávy přicházely během celého února z německé ekonomiky** – kromě silného prosincového růstu maloobchodu vzrostly také o více než 4% m/m průmyslové objednávky a počtvrté za sebou se zvedla i průmyslová produkce (byť ta je stále více než procento pod maximem z února minulého roku).

Zklamáním je zatím slabý vliv eura. Důkazem, že slabost měny zatím příliš nepomáhá, je např. fakt, že růst německých průmyslových objednávek je primárně tažen objednávkami z Eurozóny, nikoliv z vnějšího prostředí. I index PMI potvrzuje, že než zahraniční poptávkou je současně (mini)-oživení taženo poptávkou domácí. Výrobní PMI se totiž sotva drží nad 50 (v únoru zůstal na lednových 51,1, ve Francii je dokonce pod 48 body), zato ve službách se dostal přes 54, a to i ve Francii (kde se díky zlepšení v sektoru služeb kompozitní PMI vrátil poprvé od dubna minulého roku nad 50). S vysokou pravděpodobností se zde jedná o efekt nižších cen ropy, které jinak opatrné domácnosti vybědly k utrácení. Pokud ovšem ceny ropy nízko nevydrží, stejně rychle se můžou domácnosti zase stáhnout, zejména v jinak slabých ekonomikách jako Francie.

Deflace, do které se Eurozóna v lednu dostala (-0,6%), se kvůli únorovému růstu cen ropy (o skoro 20%) zmírnila, když ceny klesly "jenom" o 0,3%. Kromě menšího meziročního propadu cen energií se na zvolnění tempa deflace podílelo i (poměrně překvapivě) zpomalení poklesu cen potravin. Jádrová inflace zůstala bez změny na lednové úrovni +0,6% r/r. ECB v únoru nezasedala, protože od počátku roku 2015 zasedá už jenom jednou za 6 týdnů a poslední zasedání bylo 22. ledna (na něm ECB ohlásila začátek odkupu vládních dluhopisů).

Na politické scéně pokračovalo v únoru přetahování se mezi novou řeckou vládou a jejími evropskými věřiteli. Řecká vláda nakonec pod tíhou reality ustoupila, když 20. února přistoupila v podstatě na všechny požadavky věřitelů, které tak rezolutně od svého zvolení odmítala. Řecká krize však nekončí – na to, aby řecká vláda dostala poslední tranši ze záchranného balíku, musí implementovat reformy, které předložila (a z kterých ECB a MMF příliš nadšení nejsou). Navíc, je krajně nepravděpodobné, že by byla schopna se po skončení stávajícího programu pomoci financovat na trhu sama, takže je velmi pravděpodobné, že se jarní měsíce tohoto roku budou znovu nést ve znamení zvýšené nervozity.

Německý i španělský růst byl ve 4. čtvrtletí tažený domácí poptávkou.



USA

Ze Spojených států nepřišla v únoru žádná data, která by měnila náš náhled na americkou ekonomiku: klíčovou otázkou stále je, zda v měnové politice převládne solidní vývoj v domácí ekonomice, zejména na trhu práce, nebo protiinflační externí prostředí.

Růst HDP byl dle druhého odhadu ještě nižší než dle odhadu prvního. Americká ekonomika z anualizovaného tempa 5% ve 3Q14 zvolnila na 2,2% ve 4Q14, celoroční tempo růstu tak dosáhlo 2,4%. Rozdíl 0,4 p.b. proti prvnímu odhadu je však jenom v důsledku nižších zásob, takže žádná dramatická změna.

V datech, která během února vyšla, je vidět stabilizace růstu americké ekonomiky kolem (anualizovaného tempa) 2,5%. Poprvé po dvou měsících v lednu vzrostly objednávky zboží dlouhodobé spotřeby, objednávky kapitálového zboží bez letadel a bez zbraní (což je proxy pro investice) se v lednu zvedly dokonce poprvé od srpna 2014. Předstihové indikátory se rovněž stabilizovali – výrobní PMI se v únoru dostal nad 55 bodů (ISM se ale lehce zhoršil pod 53 body).

Překvapivě slabé byly maloobchodní tržby – bez prodejů motorových paliv vzrostly v lednu jenom o 0,1%, což je nejslabší tempo růstu za poslední rok. Tendence ke zpomalování je evidentní – tříměsíční průměr m/m temp růstu je nejpomalejší od loňského února. To je celkem překvapivé vzhledem k velice dobrému trhu práce, který tvoří pracovní místa nejrychlejším průměrným tempem od konce roku 1997 (v posledních 3 měsících 334 tis./měsíc).

Vzhledem k nízké inflaci (celková PCE inflace klesla díky cenám energií v lednu na 0,2%, což je nejnižší od října 2009) a silnému trhu práce je však současná relativní slabost domácí poptávky nejspíš jenom dočasná.

Odrazem utlumené domácí poptávky je tedy stabilní inflace. Centrální bankou preferovaný inflační ukazatel, tzv. jádrový PCE index, zůstal v lednu na prosincových 1,3% r/r (nejnižší od března 2014) a americká centrální banka FED je tak stále na vážkách – na jedné straně silný trh práce, který, jak se obává jestřábí část FEDu, nutně dřív nebo později zvedne inflaci, na druhé straně stále trvajících proti-inflačních externí prostředí a silný dolar.

Nebylo tudíž takovým překvapením, že zápisky z lednového zasedání vyzněly celkem holubičím tónem – stojí v nich např., že „mnoho členů FOMC vyjádřilo obavy, že předčasné zvýšení sazeb může zabrzdit solidní oživení v reálné ekonomice a na trhu práce“. Evidentně panovala obava z externího prostředí; navíc, dolar a ropa tlumí pro-inflační tlaky a FED tak nemusí tolik pospíchat. J. Yellenová v projevu před americkým Senátem řekla, že na nejbližších dvou zasedáních ke zvýšení sazeb nedojde, je však pravděpodobné, že z textu prohlášení vypadne zmínka o „trpělivosti“ Fedu při utahování měnové politiky. Nebude to znamenat automaticky zvýšení sazeb na dalším zasedání, jenom větší flexibilitu FEDu (a také nervóznější trhy kolem zasedání).

CEE3

Únorová data z české ekonomiky potvrdila, že pokračuje její růst (zhruba tempem 0,3-0,4% q/q) a že je tato expanze primárně tažená spotřebou domácností.

HDP ve 4. čtvrtletí 2014 vzrostl o 0,4% q/q (první odhad byl 0,2% q/q), za celý rok tak ekonomika přidala 2%. Fixní investice i poptávka domácností vzrostly proti předchozímu čtvrtletí o procento, přes 3% přidal export, stejným tempem však vzrostl i import (a příspěvek čistého exportu k růstu byl tedy v podstatě nulový). Výrazný pokles (dokonce nejvýraznější od roku 2009) zaznamenaly ve 4Q14 zásoby; zde nejspíš dojde k revizi dat, pokud však ne, tento vývoj je pozitivem pro první čtvrtletí letošního roku.

Měsíční data vztahující se již k letošnímu roku ukazují, že ekonomika pokračuje v růstu – PMI i důvěra domácnosti sice proti lednu mírně klesly, stále však zůstávají na hodnotách konzistentních s růstem průmyslu (PMI v únoru: 55,6) či poptávky domácností (důvěra domácností: 105,7, těsně pod maximem z března 2007).

Překvapila lednová inflace, když navzdory všeobecnému očekávání neklesla pod nulu, ale zůstala nejmenším možným rozdílem kladná (0,1% r/r). Důvodem byl menší než očekávaný pokles cen paliv. **Centrální banka** na svém únorovém zasedání dále odložila plánované ukončení intervenčního režimu za konec roku 2016 a rovněž zmínila trojici faktorů pro opětovné použití kurzu koruny jako nástroje měnové politiky: neúspěch kvantitativního uvolňování v Eurozóně, (příliš silný) kurz EURCZK a slabý vývoj mezd v domácí ekonomice.



V Polsku podobně jako v ČR táhne ekonomiku domácí poptávka, protože se však tato neprojevuje v inflaci, přistoupila centrální banka ke snížení sazeb.

HDP ve 4. čtvrtletí vzrostl dle upřesněného odhadu o 0,7% q/q (3,2% meziročně), tahounem podobně jako jinde v regionu byla domácí poptávka (jak domácností, tak firem); čistý vývoz přispěl k růstu negativně. Za celý rok 2014 tak ekonomika vzrostla o 3,1%, podobné tempo se čeká i v letošním roce.

První měsíční data vztahující se již k letošnímu roku byla vcelku pozitivní – průmyslová produkce v lednu přidala 4% r/r, což je v souladu s tím, na co ukazoval lednový index PMI (55,2). Vzhledem k tomu, že PMI se v únoru posunul jenom o desetinu dolů, průmyslová produkce by měla růst i nadále. Mírně zklamaly maloobchodní tržby, které v lednu přidaly pouze +0,1% r/r, když však uvážíme, že roste důvěra domácností i nominální mzdy a že inflace je velice nízká, nevidíme důvod pro setrvalější problém.

Inflace v lednu dále klesla (z prosincových -1% na lednových -1,3%), už od července 2014 je tak bez přestávky záporná. Ačkoliv tak jak jinde je za propadem v posledních měsících cena ropy, ani ve zbylých cenových okruzích nebyly patrné jakékoliv inflační tlaky.

Centrální banka na tento vývoj (konečně) reagovala a snížila základní sazbu (podobně jako v říjnu 2014) o 50 b.b. (na 1,50%). K jinému výsledku než snížení sazeb ani vzhledem k nové inflační prognóze, která výrazně snížila očekávanou trajektorii inflace na celém horizontu prognózy, ani nemohlo dojít. Lehkým překvapením pro část trhu je velikost snížení (50 b.b.), důvodem pro tento krok ve srovnání se snížením o 25 b.b. však možná bylo i to, že se centrální banka chtěla pojistit proti případnému posílení zlotého po začátku odkupu vládních dluhopisů v EMU.

I v Maďarsku byl únor ve znamení dobrých data (silný růst HDP ve 4Q14, solidní předstihové indikátory) a prohlubující se deflace. Další prohloubení poklesu cen vyvolalo posun v rétorice centrální banky směrem k uvolnění měnové politiky.

Silná data z prosince (průmysl + 4,6% r/r, maloobchod +5,6% r/r) předznamenala, že data za HDP ve 4Q14 budou dobrá. Zveřejněná data to pak potvrdila – HDP vzrostl o 0,9% q/q, a ačkoliv zatím není známá struktura, s největší pravděpodobností (i vzhledem k meziročnímu poklesu nezaměstnanosti o 1,6p.b., k nízké inflaci a k dobrému růstu nominálních mezd) však byla struktura velice podobná struktuře růstu v ČR nebo v Polsku.

V lednu se dále prohloubila deflace, tempo poklesu cen dosáhlo 1,4% r/r. Navíc klesla i jádrová inflace, která se dostala na +1%, což je nejnižší od září roku 2010. Centrální banka sice na svém zasedání nechala sazby bez změny, objevily se však náznaky, že na zasedání v březnu dojde ke snížení sazeb ze stávající úrovně 2,1%. Několik centrálních bankéřů totiž inflační vývoj hodnotí tak, že se tento „posunul směrem k alternativnímu scénáři z prosincové prognózy“, který předpokládá snížení sazeb.

Ropa

Ropa v únoru zaznamenala nejvyšší měsíční růst od poloviny roku 2009 (Brent se v únoru vyšplhal zhruba o pětinu na 63 dolarů za barel). Tento vývoj byl způsoben jak lepšími makroekonomickými daty z Eurozóny, tak výpadkem produkce v některých zemích (Irák, Libye).



AKCIOVÉ TRHY

MSCI World Index



MSCI Emerging Markets



Zatímco v lednu se akciovým trhům za oceánem nedařilo, v únoru bylo všechno úplně jinak. Po lednovém poklesu o 3% si index S&P500 v únoru připsal 5,5% (a nový historický rekord), což byl největší měsíční růst od října 2011. Podobně dobře se vedlo i dalším indexům – Nasdaq např. připsal 7%. Trh táhly zejména cyklické sektory (jako sázka na pokračující růst americké ekonomiky, i když data za HDP ve 4Q14 byla slabá), energetickým společnostem pomohl fakt, že vzrostla cena ropy. Opatrnost americké centrální banky a holubičí zápis z posledního zasedání byly také pozitivním faktorem.

V Evropě byl vývoj podobný – německý index DAX připsal podobně jako S&P 500 5,5%. Solidní německá (ale i evropská) data, blížící se začátek odkupu vládních dluhopisů, uklidnění situace kolem Řecka byly nejpodstatnějšími důvody únorového vývoje.

CECE Composite



Regionální indexy nemohly z pozitivní atmosféry na hlavních trzích neprofitovat – pražská burza připsala přes 7%, varšavská přes 2%, maďarská dokonce přes 10%. V Praze se nejvíce dařilo akciím Erste Bank, mediální skupiny CETV a energetickému gigantu ČEZ, u něhož investoři očekávají vysokou dividendu z loňského zisku a v návaznosti na rozhodnutí o snížení počtu emitovaných emisních povolenek jejich pozitivní cenový. V Polsku pak výrazných zisků dosáhly akcie těžaře mědi KGHM, prodejci plynu PGNiG a, po pozitivním rozhodnutí o výši dividendy pro letošní rok, také polské telekomunikační společnosti Orange Polska.

Rozvíjející se trhy si meziměsíčně připsaly 3%. Vysokého zhodnocení dosáhly především ruské akcie (index RTSI si připsal 22%), jež reagovaly na stabilizaci cen surové ropy a na očekávání v uklidnění bojů na východě Ukrajiny. Desetiprocentního zhodnocení dosáhl také převážně komoditní brazilský index Bovespa. Indické a čínské akcie zůstaly meziměsíčně téměř na svém.



DLUHOPISOVÉ TRHY

Dluhopisy USA a EMU

Poté, co v lednu (pod vlivem překvapivě odvážného programu ECB na odkup vládních dluhopisů) dluhopisové výnosy jádrových zemí klesly, se už v únoru moc nestalo. Německá desetiletka zůstala kolem 0,35%, výnosová křivka zůstala záporná až po pětiletou splatnost.

Na periferii EMU byl však vliv programu ECB cítit i v únoru. V první polovině měsíce sice ještě nejistota kolem toho, jak vážně nová řecká vláda svou vzpurnost myslí (a jak dobře svou situaci chápe), znervózňovala trhy italských, španělských i portugalských dluhopisů. Ovšem poté, co SYRIZA koncem druhé únorové dekády kapitulovala, zcela převládlo blížící se zahájení samotných odkupů programu ECB. Výnosy periferních zemí pak klesly na nová historická minima – italská desetiletka se koncem února dostala na 1,35%, španělská pod 1,30%, portugalská pod 1,90%.

Ve Spojených státech se křivka v průběhu měsíce posunula nahoru a prošla mírným zestrmením sklonu – na krátkém konci vzrostla zhruba o 20 b.b., na dlouhém o 30-40 b.b. Drtivá část tohoto pohybu je však jenom korekce po výnosovém propadu z ledna pod vlivem oznámení programu ECB – delší výnosy se koncem února nacházely na úrovních ze začátku ledna.

Firemní dluhopisy

Firemní dluhopisy zažily úspěšný měsíc, kreditní marže se snižovaly jak v investičním, tak spekulativním stupni. Trh pozitivně reagoval na oznámení QE programu ECB (nákupy vládních dluhopisů) v očekávání částečného přesunu zájmu investorů na trh korporátních obligací. Logicky se nejvíce dařilo eurovým firemním dluhopisům, kreditní marže se ale utahovaly také na druhé straně Atlantiku, a to díky stabilizaci a posléze růstu cen ropy a solidním firemním výsledkům. Ve finále pozitivním impulzem bylo i uklidnění znovu vyhoceného řeckého dramatu a dohoda tamní nové vlády s evropskými věřiteli na prodloužení programu financování.

Dluhopisový index iBoxx Corporate Euro vzrostl o 0,7% a jeho průměrná kreditní marže se utáhla o 12 bps. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) odepsal 10,4 bodu na 59,6 bodů. V případě indexu sledujícího vývoj CDS množiny firem neinvestičního stupně průměrná marže klesla o výrazných 62 b. na úroveň 261,5 b.

Dluhopisový trh ČR

Po mnoha měsících v podstatě nepřerušeno poklesu výnosy na českém obligačním trhu v první polovině února vzrostly. Později sice mírně korigovaly, přesto zůstaly nad úrovněmi z konce ledna.

Vzhledem k tomu, že podobný vývoj byl i v Polsku, je pravděpodobné, že se jednalo o nervozitu spojenou s Řeckem. Česká desetiletka tak vzrostla z 0,4% koncem ledna na 0,7% v polovině února, do konce měsíce pak klesla na 0,6%. Celkově výnosová křivka zvýšila sklon při růstu středně- a dlouhodobých výnosů o 10 – 25 bps. Vzhledem k tomu, že u německých výnosů jsme podobný vývoj nezaznamenaly, došlo k roztažení rizikové premie (spreadu) mezi českými a německými dluhopisy.

iTraxx Europe



Bloomberg Effas Czech Index





Dluhopisový trh Polsko

V Polsku byl vývoj podobný jako v ČR – výnosy v první polovině měsíce rostly, poté mírně klesly. Desetiletý dluhopis tak z úrovně kolem 2% koncem ledna vzrostl v první polovině února na 2,3% aby posléze klesl zhruba ke 2,15%. Různorodé komentáře členů bankovní rady Polské centrální banky před blížícím se měnověpolitickým zasedáním a nárůst volatility na globálních tržích v souvislosti s řeckými negociacemi byly hlavními kurzotvornými faktory. Výnosová křivka ve výsledku zvýšila sklon při růstu delších výnosů o zhruba 20 bps.

Bloomberg Effas Poland



Dluhopisový trh Turecko

Turecké dluhopisy v průběhu února cenově klesly (výnosy vzrostly zhruba o 110 b.b. na dlouhém a o 150 b.b. na krátkém konci), a to i navzdory tomu, že centrální banka v únoru podruhé za sebou snížila sazby (o 50 b.b. na 7,5%).

Kromě problémů kolem Řecka se v Turecku na nervozitě podepsal eskalující konflikt mezi prezidentem Erdoganem a guvernérem centrální banky Erdemem Basçim (poslední vyjádření prezidenta, že „kdokoliv obhajuje politiku vysokých sazeb je ve službách finanční lobby a to je zrada vůči národu“ situaci zrovna neuklidnilo). Obavou je, že v případě, že se desinflace nebude vyvíjet tak, jak očekává trh (i centrální banka), bude přílišné uvolnění měnové politiky problémem. Jádrová inflace sice v únoru zvolnila (na 7,7% z lednové úrovně 8,6%), stále neukotvená inflační očekávání, vysoká inflace cen služeb (9%), slabá lira (proti dolaru na historickém minimu) a deficit běžného účtu dávaly za pravdu spíše opatrné politice centrální banky.

MĚNOVÉ TRHY

Zatímco leden byl měsícem měnových turbulencí, a to zejména u hlavních světových měn, v únoru byla situace o poznání klidnější.

Euro se drželo po většinu měsíce mezi 1,13 a 1,14, koncem února oslabilo pod 1,12 i navzdory holubičímu zápisu z posledního zasedání FOMC. Vcelku klidný byl i vývoj u regionálních měn - polský zlotý osciloval kolem 4,18, ke konci měsíce posílil pod 4,15 (meziměsíční zisk 1%), maďarský forint celý měsíc kontinuálně posiloval, dostal se tak až pod úroveň 305 vůči euru (meziměsíční zisk 2,6%). Jedinou měnou v regionu, kde se „něco“ dělo, byla česká koruna. Ta totiž po komentářích prezidenta Zemana, že napříště už v Bankovní radě ČNB nebudou sedět ti, kteří „experimentují“ s českou ekonomikou (rozuměj „ti, co schvalují devizové intervence“) a kteří jsou proti vstupu do Eurozóny, posílila až k hodnotám (27,20) neviděným od intervence v listopadu 2013. Toto posílení však bylo pouze krátkodobé, koruna se rychle vrátila mezi 27,40 a 27,50 (meziměsíční zisk 0,9%).

Snížení sazeb, očekávání jejich dalšího poklesu a hlavně eskalace tlaku prezidenta Erdogana na centrální banku se podepsaly na turecké liře – ta v únoru dále oslabila, proti dolaru se dostala až přes 2,50 (meziměsíční ztráta 2,7%), v paritě s eurem bylo oslabení mírnější (-1,8%).



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Dluhopisový trh ČR

Přestože **domácí faktory (velký přebytek likvidity v sektoru, nízká nabídka dluhu) v nejbližší době na výraznější růst českých výnosů neukazují, věříme, že v průběhu roku se dočkáme vyšších úrovní.** Růst výnosů by měl být tažen především vnějšími faktory – jako možné spouštěče námi očekávané pozvolné normalizace výnosů (vedle faktu, že jejich absolutní úroveň je bezprecedentně nízká a hluboko pod dlouhodobými průměrnými úrovněmi) vidíme zejména blížící se nástup cyklu zvyšování sazeb v USA, najít se však dají i důvody v Evropě – začátek odkupu vládních dluhopisů v EMU (skrze postupné zvýšení inflačních očekávání), poměrně silný růst poptávky domácností v Eurozóně či překvapivě mírnější deflace.

Dluhopisový trh Polsko / Turecko

Ve světle snížení sazeb, pokračující deflace, stále solidního spreadu k německých (a pomalu už i ke španělským či italským...) dluhopisům a vzhledem k začínajícím odkupům vládních dluhopisů ze strany ECB stále pokládáme polské dluhopisy za atraktivní sázku na růst cen. K tomu se přidává příznivý makroekonomický vývoj v prostředí i nadále nadprůměrných reálných úrokových sazeb.

Turecké dluhopisy zůstávají rizikovou sázkou – setrvalý pokles inflace je nejistý (viz. inflační očekávání, lira, možný obrat cen ropy atd.), zůstává politická nejistota a konflikt prezidenta s centrální bankou směrem k volbám začátkem léta. Výnosová křivka státních dluhopisů se však díky tomu posunula zpět vzhůru na úroveň, jež ostře kontrastují s valnou většinou obligačních trhů ve střední a východní Evropě a mohla by se ve větší míře dostat do hledáčku investorů přesouvajících své prostředky směrem k více rizikovým investicím s cílem udržet stabilní průměrný výnos do splatnosti v prostředí klesajících výnosů v eurozóně.

Měny

V případě kurzu eura čekáme v nejbližší době stagnaci či konsolidaci kolem úrovně 1,10 proti americkému dolaru, mj. vlivem možných očekávání snížení růstového diferenciálu mezi eurozónou a USA. Později by však opět měl převážit tlak na pokračující oslabování eura, pod tíhou nastoupeného programu nákupu vládních dluhopisů ze strany ECB (výrazná měnová expanze) a naopak započetí cyklu zvyšování úrokových sazeb americkým Fedem.

U regionálních měn se náš výhled nemění. Vzhledem k obnovené reálné konvergenci české ekonomiky, vývoji běžného účtu a i vzhledem ke komentářům prezidenta ohledně příštího složení Bankovní rady (což postupně, jak se bude blížit termín odchodu guvernéra Singera a K. Janáčka z BR ČNB v létě 2016, může zintenzivnit spekulace na dřívější uvolnění kurzového závazku) zůstáváme v delším horizontu pozitivní na CZK (v nejbližší době očekáváme stagnaci kolem 27,50 CZK/EUR). V případě polského zlotého věříme v dřívější nástup apreciačního trendu po téměř tříleté stagnaci – určujícími faktory vnímáme přetrvávající viditelně kladné reálné sazby, příznivý makroobrázek (neinflační růst, nízký deficit běžného účtu platební bilance) a v neposlední řadě startující řízené nákupy vládních dluhopisů EMU ze strany ECB (přeliv části dodatečné likvidity na jiné trhy, přičemž ten polský je v rámci střední a východní Evropy výrazně nejlikvidnější. V případě Forintu čekáme zhruba stagnaci – negativem bude blížící se uvolnění měnové politiky, kladem naopak pokračující solidní vývoj vnitřní i vnější bilance země a nadále silná/sílící poptávka globálních investorů.



Akciový trh

Akciové trhy při současných ekonomických podmínkách a ve srovnání s jinými druhy finančních aktiv, i po výrazných růstech, nadále **disponují velice zajímavým růstovým potenciálem**. V mnoha zemích zlepšující se trh práce, pozvolné oddlužování spotřebitele a historicky nízké zadlužení korporátní sféry by měly vést k růstu budoucích čistých zisků, avšak klesajícím tempem. Právě tempo vysokého zefektivňování provozních činností v uplynulých letech, které bylo hlavním motorem růstu čistých zisků, bude velice těžké udržet. Ve prospěch hovoří nízké ceny surovin, včetně ropy, a dobré podmínky financování, na druhé straně pak budou působit tlaky na růst mezd. Z valuačního hlediska mohou být akciím podporou nadále **uvolněné měnové politiky** centrálních bank v Evropě a Japonsku, a relativně stále zajímavé současné ohodnocení burzovně obchodovatelných společností. Také z historického hlediska stále **nízké požadované výnosy** u většiny státních dluhopisů ztraktivňují investice do akcií, které se z valuačního hlediska nachází blízko jejich historických průměrů (ukazatel ceny akcie k účetní hodnotě na akcii nebo ceny akcie k zisku na jednu akcii).

Rizika pro akciové trhy spatřujeme ve vysokém zadlužení periferních států eurozóny, síle zotavování jednotlivých ekonomik (především v Evropě), neočekávané kroky centrálních bank nebo **geopolitické konflikty**, jakých jsme nyní svědky například na Ukrajině nebo Blízkém Východě. Po zbytek letošního roku očekáváme vyšší volatilitu v podobě krátkodobých korekcí.

Atraktivnost většiny středoevropských akcií v současné době spočívá převážně v **dividendových výnosech**. Společnosti jsou relativně **nízce zadlužené** a s očekávaným růstem důvěry spotřebitele by mělo docházet k zvyšování **ziskových marží**. Nyní tak mezi nejatraktivnější akciové tituly řadíme českého výrobce netkaných textilií Pegas Nonwovens, Stock Spirits Group a Pivovary Lobkowicz Group. Z polských titulů se nám líbí mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel nebo potravinářský řetězec Jeronimo Martins. V Rumunsku považujeme za atraktivně oceněné akcie rumunského restitučního fondu Fondul Proprietatea, plynárenských společností Transgaz a Romgaz, elektrárenskou společnost Transelectrica a ropnou tranzitní společnost Conpet, v Rakousku akcie ropné společnosti OMV, pojišťovny Uniqa, realitní společnosti Atrium a akcie Raiffeisen Bank, ve Slovinsku jsou to akcie výrobce domácích spotřebičů Gorenje.

Důležitá upozornění:

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

PODROBNĚJŠÍ INFORMACE ZÍSKÁTE

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