



HLAVNÍ UDÁLOSTI

ECB tak nadále zůstává v pohotovosti. Na svém červnovém zasedání sice žádné změny v nastavení politiky neudělala (a kromě kosmetických změn ve výhledu inflace ani samotná prognóza nedoznala změn), Draghi však zopakoval, že je připravený udělat pro návrat inflace k cíli cokoliv. ECB je nadále opatrná, (správně) nevnímá růst v 1. čtvrtletí jako začátek období rychlejšího růstu a rizika stále vidí spíše směrem dolů, přičemž jedním z nich je odchod Británie z EU. To, že ECB je velmi opatrná co se inflace týče, je vidět i z utlumeného inflačního výhledu: i v roce 2018 očekává ECB inflaci pouze na 1,6 %.

USA

Růst v USA v 1. čtvrtletí zůstal i po revizi slabý a ani měsíční data nenaznačila, že slabost investic či průmyslu, která jej táhla dolů, rychle zmizí. Inflace zatím neroste, FED však přesto celý měsíc připravoval trh na letní zvýšení sazeb. To je však vzhledem k velmi slabé tvorbě pracovních míst v květnu dle nás v červnu nepravděpodobné.

Růst HDP v 1Q16 byl revidován mírně nahoru (0,8 % q/q, anual.), na zpomalujícím příspěvku poptávky domácností a ani na nejmenším příspěvku fixních investic k růstu od roku 2009 se ale nic nezměnilo. Revize se týkala pouze nižšího negativního příspěvku zásob a čistého exportu.

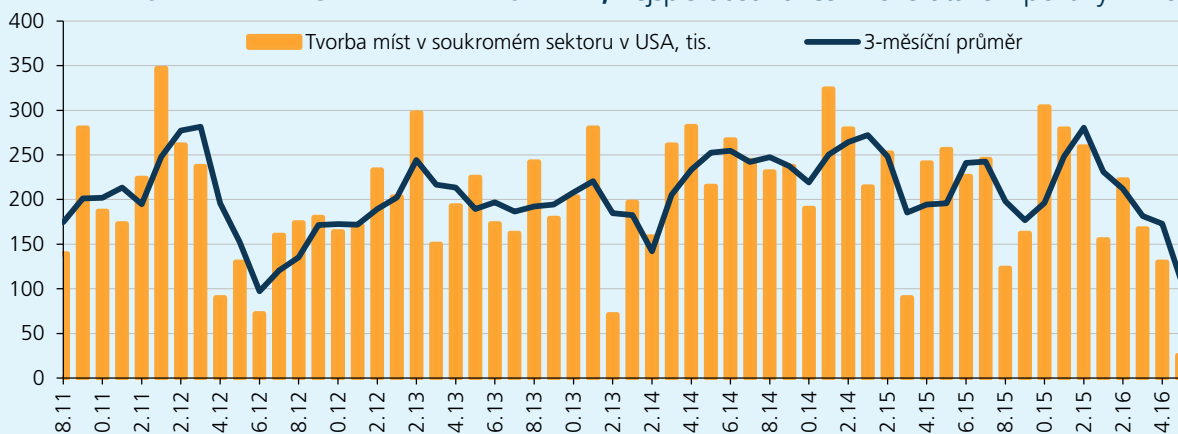
Další měsíční data, která byla během května 2016 zveřejněna, indikují rychlejší začátek 2Q16 než 1Q16, ovšem prozatím lze tak usuzovat pouze z dat o poptávce domácností. **Maloobchod** (bez aut a paliv) totiž v dubnu vzrostl nejrychleji (+0,7 % m/m) od července 2015. Další měsíční data se týkají března (a tudíž jsou již zahrnuty v datech o HDP za 1. čtvrtletí). **Průmyslová produkce** v březnu vzrostla nejrychleji (+0,65 % m/m) od listopadu 2014, a to hlavně díky růstu mimo sektor zpracovatelského průmyslu, kvartální dynamika je ale stále negativní a dolar znovu posiloval. **Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby** (bez letadel a vojenské techniky) v březnu naopak klesly, investiční aktivita firem tak koncem 1. čtvrtletí zůstala slabá.

Trh práce sice od února zpomaloval, ovšem až do května jenom mírným tempem – v soukromém sektoru vytvořil v únoru až březnu 222 tis., 167 tis. a 130 tis. míst, v květnu ale už jenom 25 tis. Ačkoliv snižování zaměstnanosti v průmyslu i v těžbařství lze pochopit, slabost ve stavebnictví je ve světle dobrých dat ze sektoru zvláštní. Celkově to dle nás zavání jednorázovým efektem. Z hlediska FEDu je to určitě nepříjemné, pozitivní však je, že nezaměstnanost klesla na nejnižší hodnotu (4,7 %) od roku 2007.

Problémem naopak pro FED a jeho snahu brzy zvýšit sazby je **inflace**. Ta sice ještě v lednu vzrostla překvapivě výrazně (o 0,3 p.b. na 1,7 %), v dalších měsících však její dynamika dle očekávání zvolnila. Žádná bezprostřední inflační hrozba tak (zatím) stále není patrná – v březnu se jádrová inflace vrátila na 1,6 %, kde zůstala i v dubnu. Ačkoliv FED již dlouhou dobu vyhlíží růst inflace ke 2 %, zatím se tak neděje.

Americká centrální banka v květnu nezasedala (zasedá ve dnech 14. - 15.6.), zveřejněn byl pouze zápis z dubnového zasedání. Ten byl více jesteršabí než trh čekal, což se projevilo posílením dolaru vůči euru. Většina členů FOMC se totiž shodovala v tom, že pokud budou data z trhu práce, reálné ekonomiky a údaje o inflaci dobrá, bude v létě čas na další utážení měnové politiky. Takový scénář příštího vývoje v separátním vystoupení koncem května potvrdila i šéfka FEDu J. Yellenová. Ve světle posledních dat se však jako pravděpodobnější jeví, že v červnu ještě další utážení měnové politiky nepříjde.

KVĚTNOVÝ TRH PRÁCE VÝRAZNĚ ZPOMALIL, nejspíš odsunul červnové utážení politiky FEDu





HLAVNÍ UDÁLOSTI

CEE3

ČR

Česká ekonomika sice proti prvním třem kvartálům 2015 v posledních dvou výrazně zpomalila, pozitivní tempo si však ponechala. Inflace je nadále výrazně pod cílem ČNB, takže ani květnové změny ve složení BR ČNB velmi pravděpodobně nebudou mít dopad na exit z intervenčního režimu.

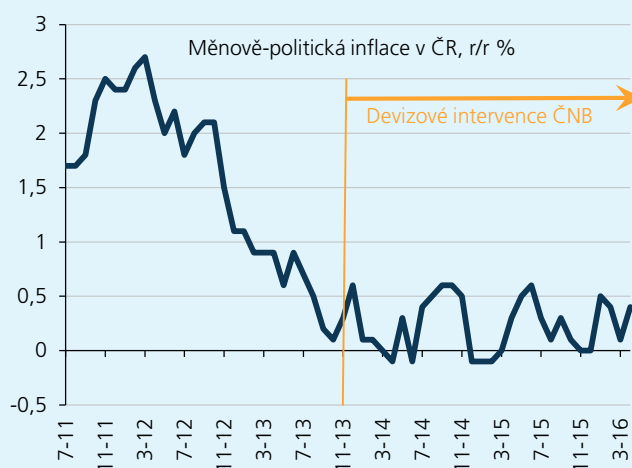
Růst HDP v 1. čtvrtletí dosáhl 0,4 % q/q, což bylo stejné tempo jako v posledním čtvrtletí roku minulého, a výrazné zpomalení proti prvním třem čtvrtletím roku 2015, kdy mezičtvrtletní tempa přesahovala 1 %. Důvodem zpomalení je pokles investiční aktivity, zejména v infrastruktuře, a to s tím, jak skončilo čerpání prostředků z předchozího rozpočtového období EU. Fixní investice poklesly ve 4. čtvrtletí 2015 o 0,8 % a v prvním čtvrtletí letošního roku dokonce o výrazných 5,6 % q/q. Tahounem růstu tak zůstala dle očekávání poptávka domácností (+0,9 % q/q) a růst zásob.

Měsíční data zveřejněná v květnu nejsou vzhledem k tomu, že už známe data o HDP v 1. čtvrtletí a že se týkala března, tak zajímavá. Navzdory slábnoucímu výrobní indexu PMI a pomalému růstu objednávek **překvapila březnová průmyslová produkce** silným meziměsíčním růstem (+1,5 %), díky kterému bylo 1. čtvrtletí co do průmyslové produkce nejlepší od posledního čtvrtletí roku 2014 (a vývoz vzrostl o skoro 2 % mezičtvrtletně). Vzhledem k vývoji PMI, který se v květnu dostal na 53,3, tj. na nejnižší hodnotu od léta 2013, však v dalších měsících určitě nelze takto dobrou dynamiku čekat. **Maloobchodní tržby v březnu m/m stagnovaly, meziroční tempo bylo 4,3 %**. To bylo sice z pohledu tržních očekávání mírné zklamání, ale je to v souladu s naším očekáváním, že letos poptávka domácností proti roku 2015 nemá moc důvodů svůj růst urychlit, spíše naopak - inflace ani míra úspor totiž dál neklesnou, trh práce se také z hlediska zaměstnanosti o moc nezlepší, nominální růst mezd pak nebude tak silný, aby stačil akcelarovat tempo růstu poptávky domácností.

Inflace v dubnu poprvé za dlouhou dobu překvapila směrem nahoru. Meziměsíční tempo růstu (0,6 %) bylo společně s lednem 2016 nejrychlejší od ledna 2013 (+1,3 % m/m). Tento růst ale nereflektuje poptávku domácností, ale pouze růst cen tabáku, alkoholu (+3,3 % a +1,7 % m/m) a paliv. Ceny paliv předtím klesly v každém z 8 měsíců předcházejících dubnu, dohromady mezi srpnem 2015 a březnem 2016 poklesly o více než 19 %. Dubnová meziroční inflace (0,6 %) poprvé za dlouhou dobu přestřelila prognózu ČNB (+0,3 %), ale znovu jenom díky těmto položkám. **Poptávková inflace je nižší než jakou ČNB čekala a klesla na 1,1 % (=úroveň srpna 2015), měnově-politická inflace zůstala jenom lehce nad 0 % (0,4 %).** Nadále také pokračuje dovoz desinflačních tlaků z EMU a také deflace cen producentů (byť zde už bylo dosaženo dna).

Z hlediska měnové politiky byla v květnu nejdůležitější událostí změna ve složení Bankovní rady. Guvernérem se dle očekávání od července stane dosavadní člen BR ČNB J. Rusnok, novými členy BR ČNB pak V. Benda, J. Nidetzky a od března 2017 O. Dědek. **Není žádný důvod kvůli těmto změnám očekávat dřívější ukončení intervenčního režimu, BR ČNB však bude o něco více nakloněna možnosti použít v případě nutnosti negativní sazby.**

INFLACE JE STÁLE POD CÍLEM ČNB změny v BR ČNB urychlení ukončení intervenčního režimu nepřinesou





HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

I když se vzhledem k měsíčním datům dalo čekat, že růst HDP v 1Q16 bude slabší než ve 4Q15 (+1,3 % q/q), **pokles HDP o 0,1 % byl velkým zklamáním**. Meziroční tempo zvolnilo ze 4,3 % na 3 %. Za slabostí byly fixní investice, kde se projevil jak konec plánovacího období EU, tak nervozita firem z nové vlády. Poptávka domácností však zůstala stále silná, což bylo vidět i na růstu dovozu a na negativním příspěvku čistého exportu. Tak, jak v EMU nelze podle 1. čtvrtletí soudit zbytek roku, nelze tak dle našeho názoru učinit ani u Polska.

Zkraje 2. čtvrtletí totiž ani průmysl ani maloobchod neukázala na mezičtvrtletní pokles HDP. Průmysl přidal v dubnu meziročně 6 %, což bylo nad očekávání silné. Index PMI (v květnu 52) sice ukazuje, že dynamika průmyslu v dalších měsících zvolní, určitě však ne natolik, aby růst znovu byl záporný. Maloobchod vzrostl v březnu reálně o 3,2 % r/r, což bylo skoro stejné tempo jako v březnu. Dále ale (na 9,5 %) klesla nezaměstnanost a zůstala záporná inflace, což při absenci znaků deflační spirály a společně s fiskální expanzí polské vlády znamená, že domácnostem by prostředky k utrácení neměly chybět.

Inflace zůstává nadále záporná: v dubnu dále klesla, celková inflace se dostala na -1,1 %. Mnohem důležitější je však prohloubení poklesu (od ledna záporné) jádrové inflace (na -0,4 %). Ve světle tohoto vývoje je stále obtížnější vysvětlitelná nečinnost polské centrální banky. Ta totiž **ani v květnu žádnou změnu měnové politiky neprovedla** (repo je stále na 1,5 %). Vzhledem ke zklamání z růstu v 1. čtvrtletí však očekáváme v dalších týdnech holubičí rétoriku – argument „ekonomika silně roste“ byl doposud totiž jediným argumentem, kterým NBP odůvodňovala stabilitu sazeb tváří v tvář deflaci. Proti snížení samozřejmě mluví slabý polský zlotý, jehož další oslabení (jehož riziko znásobuje možný růst sazeb ve Spojených státech) by v prostředí stále nevyřešených problémů půlmilionu lidí s hypotékou ve švýcarském franku bylo politicky problematické.

MAĎARSKO

Data o vývoji HDP v 1. čtvrtletí podobně jako v Polsku zklamala. Růst oproti poslednímu čtvrtletí roku 2015 byl negativní (-0,8 % q/q), což v meziročním vyjádření představuje pouze růst o 0,9 % r/r (oproti 3,2 % r/r v 4Q15). HDP tak oproti předchozímu čtvrtletí poklesl poprvé od konce roku 2013. Struktura je prozatím neznámá, ale vzhledem k měsíčním datům v 1Q16 se zdá, že negativně působil průmysl a hlavně stavebnictví (=na straně poptávky tedy export a investice).

Průmysl pokračuje ve slabé výkonnosti, od listopadu non-stop klesá a nejinak tomu bylo i v březnu. Maloobchod v březnu poklesl, ale pouze o 0,2 % m/m a to navíc po silném únorovém růstu o 1,4 % m/m; meziročně stále roste tempem skoro 5 %. Nezaměstnanost navíc dále klesla, nyní je již pod 6 %. Poptávka domácností tak zůstává a zůstane faktorem č. 1 růstu.

Podobně jako v ČR ani v Maďarsku však solidní poptávka domácností negeneruje inflaci. Ta se v dubnu sice vrátila nad 0 % (+0,2 %), stále je však na míle vzdálená od cíle maďarské centrální banky. Slabá je stále i jádrová a poptávková složka (1,3 % resp. 1,7 %).

Maďarská centrální banka dále snížila klíčovou tříměsíční sazbu, a to o 15 b.b. na 0,90 %. O/N depozitní sazba zůstala na -0,05 %. **Centrální banka dále naznačila** – a v tomto směru se vyjádřil i viceguvernér Nagy – **že je to možná konec** tohoto cyklu („*inflační výhled a cyklická pozice ekonomiky ukazují na to, že stávající úroveň 0,9 % bude udržována po dlouhou dobu*“). Na druhé straně je však ve světle slabého HDP v 1Q16 letošní prognóza maďarské centrální banky (+2,8 %) velmi optimistická. Data o tempu růstu HDP v 1Q16 jsou tak proti-inflačním rizikem této prognózy.

Ropa

V květnu ropa pokračovala v růstu započatém již v dubnu, poprvé letos se tak dostala na 50 dolarů za barel. Za růstem byly zejména faktory na straně poptávky, tj. omezení produkce v Nigérii, v Kanadě (kvůli požárům) a Venezuele.



AKCIOVÉ TRHY

MSCI World Index



MSCI Emerging Markets



Americké akciové indexy v květnu žádné impresivní výkony nepředvedly. Index S&P v květnu proti konci dubna vzrostl pouze o 1,5 %, i to ale jen díky silnému závěru měsíce, kdy energetické tituly podpořil návrat ropy k 50 dolarům za barel. Na akciových trzích je již zřejmá nižší předprázdninová likvidita, zvláště pak je patrná nízká volatilita, kdy se index strachu VIX již tři měsíce pohybuje okolo dlouhodobých minim. K lepším ziskům nepomohla ani výsledková sezóna, v níž většina společností překonala odhady analytiků na úrovni tržeb i čistých zisků. Nejlépe se vedlo sektoru se spotřebitelským zbožím a zdravotnictvím. Podobný růst o 1,7 %, jako americké akcie, zaznamenal i německý index DAX, který se tak stále drží jenom lehce nad hranicí 10 tis. bodů. V Evropě dopadla výsledková sezóna za první čtvrtletí letošního roku o něco hůře. Za odhady analytiků zaostala většina společností na úrovni tržeb, překonání však proběhlo na úrovni čistých zisků.

CECE Composite



Akcíím obchodovaným na rozvíjejících se trzích se v květnu nedařilo, když ve valné většině ztrácely. Společným prvkem negativního sentimentu byly obavy z možného zvýšení úrokových sazeb Fedu již na některém z letních zasedání poté, co tuto možnost řada z jeho představitelů ve svých komentářích zdůraznila a ve stejném duchu hovořil i zápis z posledního zasedání. Nejvíce se propadly brazilské akcie, které odepsaly 10 % v důsledku politické nestability, když byla odvolána prezidentka Rousseffová. Tamní ekonomika navíc dle zveřejňovaných údajů i nadále pokračuje v propadu.

V regionu CEE skončil v plusu pouze slovinský index SBITOP (0,3 %), následovaný již ztrátovými akciovými indexy Budapešti (-1,3 %), Prahy (-2 %) a Varšavy (-5,1 %). Špatnou výkonnost polských akcií můžeme i tento měsíc přisoudit nadále nejistým plánům polské vlády (hypotéky ve švýcarských francích a finální podoba penzijního systému) a hrozbě dalšího možného snížení kreditního ratingu Polska. Nejvíce klesaly akcie energetických společností (Energia -20,8 % a Enea -15,1 %) a těžářů (JSW -29,8 % a Bogdanka -19,5 %). Dobře se vedlo pouze společnosti CD Projekt, jež je v česku známá vytvořením PC hry Zaklínač. Na parketu v Budapešti se, po pozitivních výsledcích 3. fáze klinických testů pro lék Esmya v USA, dařilo akciím farmaceutické firmy Gedeon Richter, se ztrátou skončily akcie OTP Bank, Magyar Telekom i MOL. V Praze si pěkných 6 % připsaly akcie Kofoly a pojišťovny VIG. Zbylé akcie již ztrácely. Za pozornost stojí úspěšné IPO akcií Moneta Money Bank (dříve GE Money Bank), jež si během necelého měsíce připsaly pěkných 12 %.



DLUHOPISOVÉ TRHY

Dluhopisy USA a EMU

Výnosová křivka amerických vládních dluhopisů v květnu snížila svůj sklon. Na dlouhém konci sice zůstaly výnosy bez změny na úrovni 1,8 %, na krátkém konci s tím, jak FED trhu připomenul, že existuje reálná možnost, že sazby půjdou nahoru již v létě, výnosy vzrostly zhruba o 15 b.b. na 0,9 %.

V EMU křivka vládních dluhopisů během května svůj sklon taktéž snížila, oproti US ale poklesem dlouhodobých výnosů. Krátký konec se celý měsíc držel stabilně lehce kolem -50 b.b., na dlouhém konci však (desetileté) výnosy, které po dubnovém zasedání vyrostly „až“ na 30 b.b., tento růst v květnu korigovaly. Koncem května se tak německý desetiletý výnos dostal znovu na dohled 10 b.b.

Firemní dluhopisy

Korporátní dluhopisy v květnu žádné změny nevykázaly. Index Bloomberg mapující ceny korporátních dluhopisů neinvestičního stupně se oproti konci dubna změnil pouze o 0,1 % a 0,6 % (Eurozóna, USA), v segmentu investičního ratingu pak změna indexů činila 0,4 % resp. -0,1 %.

Ani kreditní marže na trhu CDS v květnu žádnou volatilitou nehrály. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) se změnil o kosmetických 0,5 bodu. V případě množiny evropských korporátních emitentů neinvestičního ratingu šlo o zanedbatelný pohyb 0,3 bodu.

Dluhopisový trh ČR

Vývoj na českém dluhopisovém trhu byl i v květnu nezáživný. Jak na krátkém, tak na dlouhém konci se výnosové pohyby počítaly v jednotkách bazických bodů. Dvouletý výnos tak stále osciluje kolem 0 %, desetiletý kolem 50 b.b. Emisní aktivita MFČR zůstává slabá, a to díky výbornému vývoji rozpočtu (v prvních 5 měsících byl v přebytku 22,4 mld. korun, což je meziroční zlepšení o zhruba 45 mld. Kč a nejlepší výsledek od roku 1993). Vedle toho však zůstávala slabá i poptávka investorů – jak domácích (neochota investovat za záporné, nulové či nízké plusové výnosy, mj. ve světle velmi solidní ekonomické výkonnosti ČR), tak zahraničních (nízký objem intervencí, komparativně neatraktivní úroveň oblihačních výnosů).

Dluhopisový trh Polsko

Polská křivka na rozdíl od české byla v květnu aspoň trochu v pohybu, i když v rozsahově malém. Na dlouhém konci se v polovině měsíce výnosy nejprve svezly dolů na 2,9 %, aby se poté navrátily až na 3,1 %, na krátkém konci vzrostly o 10 b.b. na 1,6 %. S výnosy výrazněji nezáleželo ani snížení výhledu ratingu agenturou Moody's z důvodu fiskálních a politických rizik.

Bloomberg Effas Czech Index



Bloomberg Effas Poland





DLUHOPISOVÉ TRHY

Dluhopisový trh Turecko

Pozitivní vývoj tureckých dluhopisů z předešlých měsíců, který byl důsledkem stabilizace globálních trhů a větší opatrnosti FEDu ohledně zvyšování sazeb, ukončila domácí politika. Začátkem května totiž oznámil turecký premiér Ahmet Davutoglu, že nebude usilovat o předsednictví vládnoucí AKP, a že tedy končí ve své funkci. Za tímto rozhodnutím stály evidentní neshody s prezidentem Erdoganem; nástupce Davutogla, dosavadní ministr dopravy a komunikací Binali Yıldırım, bude k prezidentovi dle všeho více loajálnější. Znatelný růst výnosů, který po těchto změnách následoval, zastavily až koncem měsíce zprávy, že (pro-investorsky vnímaný) vicepremiér Mehmet Simsek ve vládě zůstane. I tak však byl výsledný květnový výnosový nárůst na dlouhém konci křivky zhruba 70 b.b. (na 9,7 %).

MĚNOVÉ TRHY

Dolar proti euru v květnu výrazně posílil, když se sesunul z hodnot kolem 1,15 až k 1,11. Důvodem bylo to, že trh, který předtím ignoroval možnost utažení politiky v létě, tuto možnost znovu začal brát vážně. To je v souladu s naším dlouhodobým názorem, že EURUSD bude oscilovat kolem 1,10 (byť bychom očekávali více času stráveného pod touto hranicí).

Koruna se vůči euru během května držela na nebo lehce nad úrovni 27,025, ČNB tak proti ní byla nucena občas intervenovat. **Polský zlotý** oproti euru v květnu osciloval kolem 4,40, přechodně však oslabil až na 4,45, což je poblíž úrovním z ledna, které následovaly po snížení ratingu Polska. Důvodem byla stále trvající nejistota ohledně způsobu řešení hypoték denominovaných ve švýcarském franku, který může oslabit bankovní sektor, a obecně politická nejistota.

Forint se většinu měsíce držel stabilně kolem 315. Překvapivě mu moc neuškodilo ani další snížení sazeb centrální banky, také mu však vůbec nepomohlo ani zvýšení ratingu agentury Fitch, díky kterému se rating dostal po delší době zpátky do investičního pásma.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Dluhopisový trh ČR

V letošním roce a zejména v delším horizontu nadále očekáváme postupný vzestup požadovaných výnosů a zvýšení sklonu výnosové křivky – nejvíce by tak měly poklesnout ceny dlouhodobých dluhopisů. Pro nejbližší období však důvody pro viditelnější růst výnosů příliš nejsou. Z českého prostředí jsou fundamentální důvody k růstu výnosů (rychle rostoucí ekonomika, klesající nezaměstnanost, silná domácí poptávka a rostoucí mzdové inflační tlaky) prozatím neutralizovány příznivým technickým obrázkem – domácí bankovní trh je v masivním a stále rostoucím přebytku likvidity, ministerstvo financí má nyní díky silně rostoucí ekonomice rychle rostoucí příjmy (za prvních 5 měsíců roku byl rozpočet v nejvyšším přebytku od roku 1993), takže jeho emisní aktivita je nízká. Klíčovým tak zůstává vývoj na hlavních zahraničních trzích – v USA a EMU.

Zde budou hlavními determinanty vývoj měnových politik hlavních centrálních bank, respektive globální ekonomický vývoj (zejména inflace). Obavy z výraznějšího globálního ochlazení (Čína, potažmo další EM, eventuálně USA) se dle našeho názoru z větší části nenaplní, stejně jako z perzistentní deflace (vlivem propadu cen komodit, ochlazení růstu). S ukončením měnověpolitických injekcí ECB/BoJ, respektive pokračováním nastoupeného cyklu normalizace měnové politiky Fedu (byť nijak závažným tempem), dle našeho názoru dojde k postupnému posunu výnosových křivek výše ze současných extrémně nízkých úrovní (v případě rozvinuté Evropy je velká část bezrizikových vládních křivek v záporu). Hospodářský růst v USA vnímáme jako široce zakořeněný a věříme, že směřuje k akcelerační inflaci a pevnějšímu postoji Fedu (byť se to zatím nezdá) v nastoupeném cyklu neutralizace uvolněné měnové politiky (zvyšování sazeb). Solidně se navíc díky levným cenám komodit a slabšímu kurzu eura daří evropským ekonomikám.

Dluhopisový trh Polsko

V Polsku také zůstává v platnosti náš výhled stabilní rizikové prémie nad německými dluhopisy. Politická nejistota sice nahlodává investory, naproti tomu však stojí alternativa nulových výnosů v Německu či velmi nízkých jinde v Evropě. Dokud bude ECB provádět expansivní měnovou politiku, a tedy dokud se nezvedne inflační výhled v Eurozóně, ani nestandardní chování vlády, pokud nebude skutečně excesivní, nemusí investory, hladové po výnosu, výrazněji odradit. Rizikem zůstává možný pokles sazeb, ke kterému se však zatím polská centrální banka staví velice rezervovaně.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Dluhopisový trh Turecko

Co se týče Turecka, věříme, že se rozjitřená situace na trhu po obměně vlády postupně minimálně z části uklidní. Centrální banka bude, pokud jí to tržní situace nadále dovolí, pokračovat v postupném neagresivním zužování koridoru měnověpolitických sazeb (fakticky uvolňování měnové politiky). Současné ochlazení ekonomické aktivity by mělo pomoci k dalšímu poklesu inflace, jak výrazně, to bude do značné míry určovat vývoj kurzu TRY. V tomto prostředí, za předpokladu prozatím velmi opatrného Fedu a tedy relativní stability bezrizikových výnosů na ultra nízkých úrovních, věříme, že turecké výnosy mohou z květnových úrovní klesat a ceny dluhopisů růst.

Měny

Euro proti dolaru se v dalších měsících udrží kolem 1,10; očekáváme, že pokud FED skutečně sazby zvýší a ECB zůstane ve svém stávajícím měnově-politickém postoji, dolar se podívá v létě zpět pod tuto hranici.

U koruny bude nadále pokračovat nudný vývoj, kdy bude většinu času poblíž 27 korun za euro a kdy bude ČNB nucena proti ní intervenovat. Exit z intervenčního režimu je i s novým složením BR ČNB nadále vzdálený, pravděpodobně zhruba rok. **Polský zlotý** je stále příliš slabý, zde očekáváme návrat k úrovni 4,30, posílení pod 4,20 však vzhledem k politickým poměrům nečekáme. Maďarský forint dle nás bude pokračovat v oscilaci lehce nad 310, a to i pokud dojde k dalšímu uvolnění měnové politiky.

Akciový trh

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

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

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

Důležitá upozornění:

Před rozhodnutím investovat do podílového fondu by měl potenciální investor věnovat pozornost sdělení klíčových informací a statutu (prospektu) fondu. Informace uvedené v této zprávě mají pouze informační charakter a jejich účelem není nahradit sdělení klíčových informací nebo statut (prospekt) nebo poskytnout jeho kompletní shrnutí. Údaje o minulých 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 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**