



Akciové indexy		Dluhopisové indexy Bloomberg Effas		Měny (pokles = posílení)		Komodity	
USA – S&P 500	-3,89 %	USA	-0,75 %	USD/EUR	-1,77 %	Ropa Brent	-4,74%
Evropa – DJ Stoxx 600	-4,00 %	Evropa	0,19 %	CZK/USD	2,35 %	Zemní plyn	-10,95%
Japonsko – Nikkei 225	-4,46 %	ČR	0,21 %	CZK/EUR	0,53 %	Sil. elektřina	-1,04%
MSCI Emer. Markets	-4,73 %	Polsko	0,76 %	EUR/PLN	0,57 %	Zlato	-1,58%
ČR – PX	-0,92 %	Maďarsko	-0,76 %	EUR/HUF	1,26 %	Stříbro	-5,32%
Polsko – WIG30	-6,58 %	Turecko*	0,69 %	EUR/TRY	-0,62 %	Měď	-2,65%
Maďarsko – BUX	-5,17 %	* BofA Merrill Lynch index					

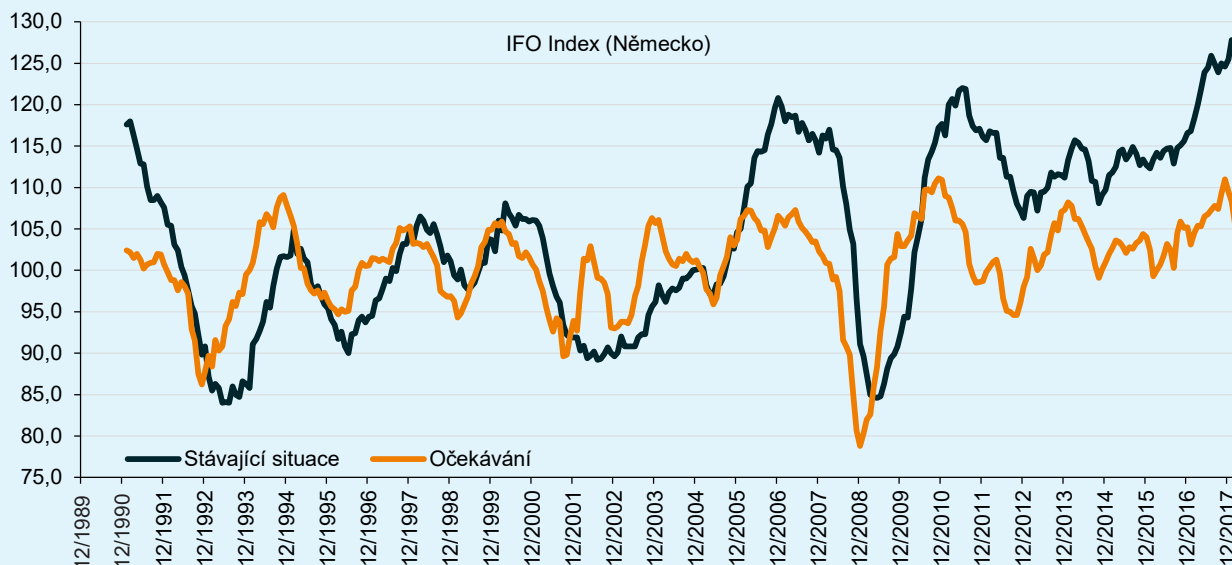
## HLAVNÍ UDÁLOSTI

### EMU

**Růst Evropské měnové unie dosáhl ve čtvrtém čtvrtletí tempa 0,6 % q/q, oproti předchozímu kvartálu zvolnily všechny velké ekonomiky vyjma Francie. Předstihové indikátory po delší době poklesly a jejich únorové úrovně indikují růst uvěřitelnějším tempem, než tomu bylo v lednu.**

I když index PMI dosáhl ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku průměrné hodnoty historicky spjaté s růstem ekonomiky o 0,8 % q/q, ani druhý odhad růstu HDP takové tempo nepotvrdil. Druhý odhad naopak potvrdil, že evropská ekonomika vzrostla stejným tempem (0,6 % q/q) jako ve čtvrtletí předcházejícím. Všechny velké ekonomiky s výjimkou Francie oproti třetímu čtvrtletí 2017 zpomalily, u Německa byl revidován směr dolů i růst za třetí čtvrtletí. Zatím nebyla zveřejněna struktura dat za celou EMU, ale z dat, která již máme, a také z měsíčních dat, zejména o maloobchodních tržbách, je evidentní, že poptávka domácností nebyla hlavním faktorem růstu. U Francie 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). U Německa poptávka domácností ve druhém pololetí minulého roku vůbec nerostla – ve třetím čtvrtletí klesla, ve čtvrtém stagnovala. V závěru minulého roku tak německému růstu pomáhal v podstatě jenom čistý export, který ke q/q růstu o 0,6 % přidal 0,5 p. b. Podobný obrázek neakcelerující domácí poptávky byl k vidění i ve Španělsku (kde kvůli katalánské krizi koncem minulého roku znatelně oslabil sektor služeb, zejména služeb turistického ruchu) a v Itálii (kde je hlavním důvodem již přes rok trvajících pokles reálných mezd a jen velmi, velmi pomalu klesající míra nezaměstnanosti).

### Předstihové indikátory v Německu se, podobně jako v celé Eurozóně, v únoru mírně zhoršily





## HLAVNÍ UDÁLOSTI

## EMU

**Z měsíčních dat byla pozitivní data z průmyslu. Naopak zklamáním, které následně reflektovala i data o HDP, byly maloobchodní tržby. Průmyslová produkce** vzrostla v prosinci nejrychlejším tempem (5,2 % r/r) od srpna 2011. Růst v samotném prosinci byl 0,4 % m/m a listopadový růst byl revidován nahoru na 1,3 %, což znamenalo, že kvartální produkce byla ve čtvrtém čtvrtletí vyšší než ve čtvrtletí třetím. Urychlení růstu rovněž znamenalo, že došlo k dalšímu uzavření mezery mezi tempem růstu, na které ukazují indikátory jako PMI, a skutečností (byť v případě Německa tato mezera stále zůstává velmi velká a z dat o průmyslových objednávkách – růst o 6,8 % v prosinci – se nezdá, že by se měla ze strany produkce uzavřít). **Maloobchodní tržby** naopak zůstávají velmi slabé a jejich růst zdaleka nekoresponduje s deklarovaným optimismem ztělesněným v indexu spotřebitelské důvěry. Ten totiž v lednu dosáhl 17letého maxima – 1,4 bodu (v únoru se pak ale vrátil na úroveň z listopadu, tj. na 0,1 bodu), prosincové tržby však vzrostly pouze o 2 % r/r a lednové budou s největší pravděpodobností výrazně lepší, jak naznačuje index důvěry.

**Předstihové a měkké indikátory zůstaly sice obecně vysoko, ale proti lednu se v únoru hmatatelně snížily.**

Celkový index PMI v eurozóně zpomalil na 57,5, což již neukazuje na růst HDP tempem 1 % q/q, jako tomu bylo u lednových hodnot, ale na mnohem realističtější růst tempem 0,8 % q/q. Index PMI ve zpracovatelském sektoru poklesl na čtyřměsíční minimum (59,5 vs. 61,1 v lednu), index PMI ve službách pak poklesl na dvouměsíční minimum 56,7 (vs. 58 v lednu). I další indikátor – německý IFO index – potvrdil tento vývoj. Kvůli poklesu očekávání (hlavně v sektoru stavebnictví a v sektoru zpracovatelského průmyslu) na únorových 105 bodů (vs. jeho maximum na úrovni 111 bodů v listopadu minulého roku) tak celkový index IFO poklesl na 126,3 (z lednového historického maxima 127,8). To jsou úrovně, které ukazují na růst německé ekonomiky tempem 0,7–0,8 % q/q v prvním čtvrtletí roku 2018.

**Trh práce se dále zlepšuje, byť nadále jenom tempem –1 p. b. ročně u míry nezaměstnanosti.** V lednu dosáhla její sezonně očištěná míra 8,6 %, když jediná velká ekonomika, ve které se míra nezaměstnanosti zhoršila oproti prosinci 2017, byla Itálie (11,1 %). Pochopitelně se tak toto jen velmi pomalé zlepšování nijak neprojevuje v cenách.

**Inflace v únoru dokonce dle předběžných dat dále klesla na 1,2 %, což je nejnižší hodnota od prosince 2016.**

Inflační očekávání analytiků podstřelily tři ze čtyř velkých ekonomik – Francie (1,3 %), Německo (1,2 %) a Itálie (0,7 %). Jedinou velkou ekonomikou, kde inflace překvapila směrem nahoru, tak bylo Španělsko (1,2 %). Jádrová inflace v celé eurozóně zůstala beze změny na 1 %, poptávkové tlaky tak stále nejsou nijak patrné.

**ECB v únoru nezasedala, zveřejněn byl pouze zápis z lednového zasedání.** Ten se příliš nelišil od holubičích zápisů z prosince. Nadále v něm zůstala zmínka o tom, že se může změnit tzv. forward guidance (indikace příštího nastavení měnové politiky), a to „počátkem roku 2018“, což vzhledem k tomu, že právě skončil únor a že v březnu bude zveřejněna nová prognóza ECB, nejspíš znamená, že se tak stane již na nadcházejícím zasedání. V zápisu z lednového zasedání byl na několika místech zmíněn kurz eura, který v letošním roce citelně posílil, ale prozatím se ECB vyhnula výrazné protieurovým komentářům – v podstatě jenom řekla, že „volatilita“ kurzu musí být monitorována jako případné riziko měnové politiky.

## USA

**Ve Spojených státech pokračuje vcelku nudný ekonomický vývoj – růst tempem 2,5 %, inflace nadále pod cílem, Fed na cestě k březnovému utažení politiky.**

Po růstu o 3,2 % (q/q, anualizovaně) ve třetím čtvrtletí 2017 vzrostla ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí dle druhého odhadu o 2,5 %, což byla jenom nepatrná změna oproti prvnímu odhadu (2,6 %); růst za celý minulý rok tak dosáhl 2,5 %. Zpomalení v posledním čtvrtletí bylo pouze důsledkem vysokého růstu dovozu, který oproti pozitivnímu příspěvku (+0,1 p. b.) k růstu ve 3Q17 ubral ve 4Q17 skoro 2 p. b. Hlavní složky domácí poptávky se naopak zlepšily – spotřeba domácností přidala růstu 2,6 p. b., fixní investice 1,3 p. b. (to bylo vzhledem ke slabosti objednávek zboží dlouhodobé spotřeby vpravdě překvapivé). Pilíř americké ekonomiky – poptávka domácností – tak funguje nadále velmi dobře.



## HLAVNÍ UDÁLOSTI

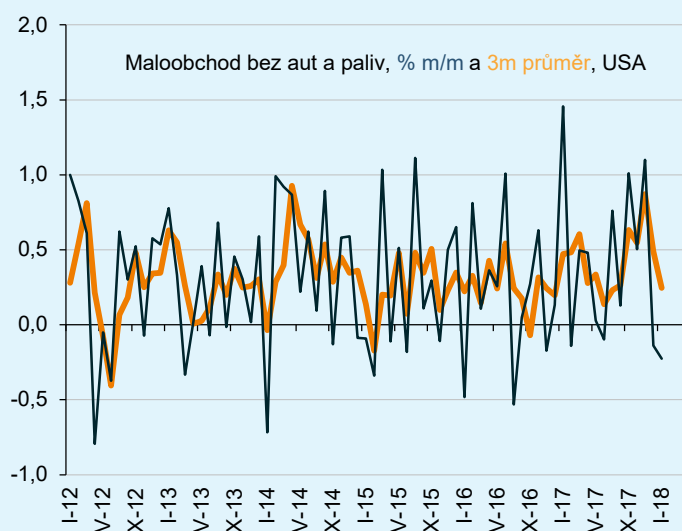
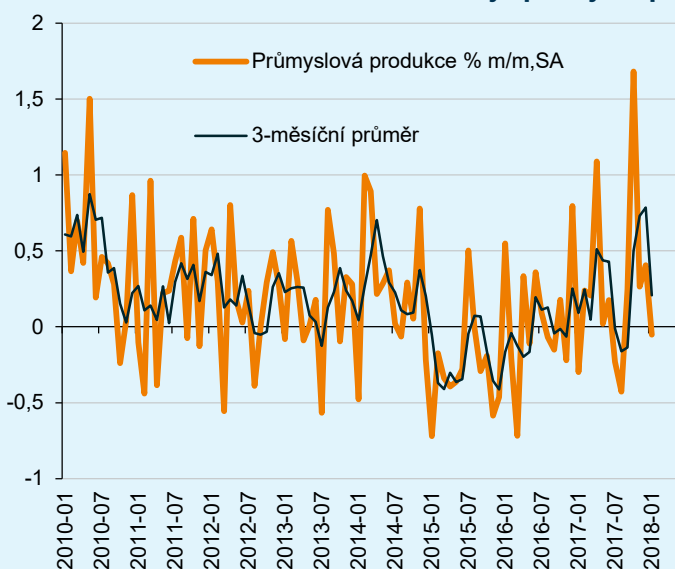
## USA

Měsíční data zveřejněná během února byla slabá. **Průmyslová produkce** v lednu poprvé od srpna minulého roku poklesla, i když samozřejmě jenom velice mírně (-0,05 %). Zpracovatelská složka průmyslové produkce pak také v podstatě stagnovala, když oproti poslednímu měsíci minulého roku přidala pouze 0,4 %. Ačkoliv tak dynamika v posledních dvou měsících zvolnila, stále je evidentní, že růstová dynamika průmyslu je výrazně lepší než v letech 2015, 2016 nebo i v prvních měsících roku 2017. **Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby** bez letecké a vojenské techniky v lednu klesly podruhé v řadě, dle finálních dat tak oproti prosinci ztratily 0,2 %. Společně s prosincovým poklesem o 0,6 % a listopadovým růstem o pouhých 0,1 % se tak dynamika investiční poptávky v posledních několika měsících výrazně zhoršila – pro srovnání, o kolik, uvádíme, že průměrné měsíční tempo růstu tohoto ukazatele v předchozích třech měsících (srpen–říjen) bylo 1,5 % m/m. **Maloobchodní tržby** (bez aut a bez paliv) rovněž v posledním měsíci minulého a v prvním měsíci letošního roku výrazně ztratily na dynamice – poté, co v prosinci nečekaně poklesly o 0,1 %, poklesly i v lednu (-0,2 %). S ohledem na stav trhu práce však nevidíme důvod, aby tato slabost pokračovala i v únoru.

**Trh práce** je totiž nadále ve výborném stavu, v lednu vytvořil v soukromém sektoru 196 tisíc míst. Oficiální míra nezaměstnanosti zůstala 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.

**Jádrová PCE inflace** je nadále pod cílem Fedu, od minima v srpnu 2017 (1,3 %) se však přece jenom o něco zvedla – v lednu dosáhla, podobně jako v říjnu, listopadu i v prosinci, 1,5 %. Měsíční růst inflace dosáhl 0,3 %, což po prosinci (0,2 %) a listopadu (0,1 %) vypadá jako urychlení potvrzující tezi centrální banky, že poptávkové tlaky posunou inflaci k cíli. To se samozřejmě stát může, dodáváme však, že z lednových dat nic takového automaticky neplyne – v lednu je totiž takový růst vcelku typický. Vzpomeňme, že navlas stejného růstu dosáhl index spotřebitelských cen i v lednu 2017 a v lednu 2016.

## Maloobchodní tržby i průmysl v posledních dvou měsících v USA zvolnily.



**Zdroj:** Fed, <http://www.federalreserve.gov/datadownload/Download.aspx?rel=G17&series=220ab3642210aba7081ef15fc2bb7cac&filetype=csv&label=include&layout=seriescolumn&from=01/01/1919&to=12/31/2014>

**Zdroj:** [www.census.gov](http://www.census.gov)



## HLAVNÍ UDÁLOSTI

## USA

**Fed v únoru nezasedal, zveřejnil však poměrně jestřábí zápis ze zasedání v lednu.** Dle něj se na lednovém zasedání v podstatě vytvořil poměrně optimistický konsenzus, dle kterého lokální faktory (zejména pak koncem roku schválená daňová reforma, ale i slabší dolar) a globální faktory (dobře synchronizovaný ekonomický růst) povedou k růstu americké inflace k cíli. Dle nás tak i navzdory tržním turbulencím během února a hlavně díky dalšímu stimulu, tentokrát fiskálního původu (růst výdajů na obranu o 290 mld., schválený v únoru), je březnové utážení sazeb v USA v podstatě hotová věc.

## CEE 3

## ČR

**Česká ekonomika ve druhém pololetí minulého roku výrazně zpomalila, díky první polovině roku však dosáhl celoroční růst hodnot neviděných od dob pokrizového oživení. Navíc struktura růstu byla velmi rovnoměrná a její inflační implikace byly a jsou mírné.**

**Data o růstu ekonomiky v posledním čtvrtletí potvrdila, že ekonomika ve druhé polovině roku oproti první polovině výrazně zpomalila.** Shodně s růstem ve třetím čtvrtletí přidala ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí 0,5 % q/q a za celý rok tak růst dosáhl velmi silných 4,5 %. Dvě pololetí minulého roku však byla velmi odlišná – zatímco v tom prvním dosáhlo tempo růstu 1,5 a 2,5 % q/q, v obou čtvrtletích druhého pololetí pak bylo, jak je vyloženo výše, výrazně nižší. Struktura celoročního růstu, podobně jako růstu v posledním čtvrtletí minulého roku, byla velice vyrovnaná – za celý rok dosáhl příspěvek spotřeby domácností k meziročnímu růstu 1,9 p. b., fixních investic 1,4 p. b. a čistých exportů 1 p. b. Na straně nabídky samozřejmě růstu přidané hodnoty nejvíce přidal průmysl (2 p. b.), zbytek byl vcelku rovnoměrně rozdělen mezi další sektory.

**Maloobchodní tržby** skončily rok 2017 pozitivně, což je ostatně vidět i z meziročního růstu HDP ve čtvrtém čtvrtletí (který dosáhl 5,2 % r/r). V prosinci dosáhly jádrové tržby (tj., bez aut, potravin a paliv) dalšího dvouciferného růstu, a to 10,6 %, což bylo tempo v podstatě shodné s listopadem (10,7 %); průměrné r/r tempo v posledním čtvrtletí minulého roku dosáhlo 9 %. Tržby mimo jádrovou kategorii jsou nadále rozpačité – zatímco tržby za paliva rostou o 6,5 % r/r, tržby za potraviny tempem ani ne polovičním a tržby v automobilovém sektoru se jen drží nad nulou. Zejména to poslední nedává ve světle extrémně nízké nezaměstnanosti, růstu reálných mezd a obecného optimismu smysl.

**Jak naznačovaly indexy PMI zde i v Německu, v prosinci se průmyslové produkci dařilo.** Po očištění o efekt rozdílného počtu pracovních dní vzrostla průmyslová produkce o 8 % r/r, její zpracovatelská komponenta o 9 %. Vzhledem k velmi vysokým hodnotám PMI v lednu i v únoru (59,8 a 58,8) se podobně vysoké, či dokonce vyšší tempa růstu dají očekávat i v prvním čtvrtletí letošního roku.

**Spotřebitelská inflace v lednu sice vzrostla nad očekávání silně (0,6 % m/m), ale meziroční tempo i tak pokleslo na 2,2 %, což je nejnižší hodnota od dubna 2017.** Dezinflační příběh navíc potvrzuje i skutečnost, že struktura měsíčního růstu byla neinflační. Ceny oproti prosinci (+0,6 % m/m) zvedly pouze alkoholické nápoje, ceny tabákových produktů (vyšší daně) a ceny služeb spojených s bydlením (elektrická energie, zemní plyn, vodné, stočné). Jinými slovy, za růstem cenové hladiny v lednu oproti prosinci byly pouze administrativní zásahy a regulované ceny. Dezinflační tlaky potvrdily i dovozní ceny – jejich růst v prosinci sice dosáhl 0,4 % m/m, ale to jenom proto, že vzrostly dovozní ceny minerálních paliv a potravin. Naopak dovozní ceny spotřebitelského zboží poklesly shodně s poklesy v říjnu a v listopadu, tj. o 0,4 % m/m. Tyto ceny tak minulý rok poklesly v každém měsíci mimo září, jejich meziroční pokles dosáhl v prosinci 6 %. Žádnou inflaci si tak ze zahraničí nedovezeme, právě naopak.

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



## HLAVNÍ UDÁLOSTI

## POLSKO

**Polská ekonomika je nadále v nejlepší kondici – nízká nezaměstnanost, vysoký růst mezd, silný růst ekonomiky. A inflace přitom zůstává nízká.**

**Růst HDP ve čtvrtém čtvrtletí dosáhl 1 % q/q, což znamenalo, že meziroční tempo růstu dosáhlo 5,1 %** a bylo tak nejrychlejší nejenom v minulém roce, ale také od konce roku 2011. Podobně jako v posledním čtvrtletí roku 2011 i v posledním čtvrtletí roku 2017 růstu pomáhaly fixní investice, na rozdíl od roku 2011 však výrazně více růstu pomohla poptávka domácností (+2 p. b.). Podobně jako v ČR, i zde byl růst v minulém roce založen velice široce – nelze ukázat na žádnou složku a říct, že by byla složkou dominantní. **Průmyslová produkce** vzrostla v lednu o velmi slušných 8,6 %, což je v souladu s tím, kde byl v lednu index PMI (54,6). Silný růst by měl pokračovat i v dalších měsících, i když nejspíš o něco slabší dynamikou – PMI se totiž v únoru oproti lednu opět zhoršil (podobně jako tomu bylo mezi lednem 2018 a prosincem minulého roku) a nyní se tak nachází na úrovni 53,7. **Maloobchodní tržby** pokračovaly v lednu v silném růstu, který dosáhl 8,2 %, což bylo i průměrné tempo růstu ve dvanácti měsících roku 2017; dynamika poptávky domácností tak nezpomaluje. Ostatně není ani důvod – růst mezd pokračoval velmi dobrým tempem (v lednu stejným tempem jako v prosinci, tj. +7,3 % r/r), sezonně očištěná míra nezaměstnanosti pak poklesla na další historické minimum (6,3 %). Jinými slovy, ani pro první čtvrtletí letošního roku není vidět důvod, proč by maloobchodní tržby měly výrazněji zpomalit.

**Navzdory silnému růstu ekonomiky, nízké nezaměstnanosti a vysokému růstu mezd se inflace oproti prosinci dále snížila.** Zatímco v prosinci dosáhlo tempo růstu cenové hladiny 2,1 %, v lednu jenom 1,9 %. Absenci poptávkových tlaků navíc potvrzuje i stabilní jádrová inflace (na úrovni 1 %).

**Měnový výbor centrální banky (MPC) ponechal v únoru 2018 sazby beze změny na 1,5 %.** Guvernér centrální banky Glapinski nadále zastává názor, že navzdory růstu ekonomiky a inflace v posledních měsících není cenová stabilita ve střednědobém horizontu ohrožena, a že tedy v letošním roce trhy s přísnější politikou počítat nemají. Výhled a názor na rok 2019 na tiskové konferenci odmítl sdělit.

## MAĎARSKO

**Maďarská ekonomika roste nadále velmi silně, byť by z pohledu měkkých indikátorů, trhu práce, růstu mezd mohla růst ještě rychleji. Podobně jako jinde v regionu, ani v Maďarsku inflace nadále není tématem.**

**Růst ekonomiky byl ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku ze všech regionálních ekonomik nejrychlejší právě v Maďarsku.** Tempo čtvrtletního růstu dosáhlo 1,3 %, meziroční tempo 4,4 %; za celý rok pak tempo růstu dosáhlo přesně 4 %. Struktura růstu prozatím nebyla zveřejněna, z krátké tiskové zprávy statistického úřadu plyne, že za růstem na straně nabídky bylo stavebnictví a služby (což implikuje poptávku domácností a investice na straně poptávky).

Měsíční data, která byla během února zveřejněna, nebyla příliš důležitá, protože se týkala ještě prosince. **Maloobchodní tržby rostly v prosinci tempem v podstatě shodným s předchozími dvěma měsíci, tj. tempem 6,3 %.** Tempo jejich růstu tak zůstalo nad průměrem prvních 11 měsíců minulého roku (4,6 %). Rostly všechny složky maloobchodu, nejvýrazněji – stejně jako v ČR – složka jádrová (+10,4 %). A jako v ČR byly slabší prodeje paliv (+4,5 %) a prodeje potravin (2,1 %). Tempo růstu tržeb tak sice stále neodpovídá růstu mezd (13,5 % r/r v prosinci), stavu trhu práce či inflaci, ale výsledek to je výborný. **Nezaměstnanost** za listopad až leden setrvala na historickém minimu (3,8 %), což je hodnota výrazně pod přirozenou mírou nezaměstnanosti. **Průmyslová produkce** v prosinci oproti listopadu mírně zrychlila, když meziroční tempo vzrostlo na 4,5 %; růst za celý rok dosáhl 4,8 %. To samozřejmě není špatný výsledek, ale vzhledem k úrovním indexu PMI či růstu například v ČR se dalo očekávat i víc. Index PMI v únoru poklesl poměrně výrazně (o 3,5 bodu), i tak však zůstává velmi vysoko (v únoru 57,4), a lze tedy i v dalších měsících očekávat silný růst produkce.





## HLAVNÍ UDÁLOSTI

## MAĎARSKO

**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)** na konci února žádnou změnu měnové politiky neprovedla, z jejího prohlášení je nadále nadevše jasné, že k žádnému utážení měnové politiky hned tak nedojde. Ostatně prohlášení po zasedání se od toho minulého skoro nijak nelišilo. MNB už poněkolkáté zopakovala, že tříprocentního inflačního cíle bude dosaženo nejdřív v roce 2019. Ohledně nestandardních nástrojů měnové politiky, které byly ohlášeny v listopadu 2017, MNB řekla, že budou dále pokračovat. Centrální banka pak dodala, že při vyhodnocování jejich efektivnosti a při jejich nastavování je pro ni rozhodující relativní pozice dlouhých domácích výnosů ve srovnání se zahraničními. V důsledku únorových tržních turbulencí sice došlo ke zhoršení rizikových premií, ale nikoliv natolik, aby na to i jinak holubičí centrální banka reagovala.

Ropa

Ropa (Brent) během února mírně poklesla, dostala se tak z úrovně kolem 70 dolarů za barel až k hranici 65 dolarů za barel. Primárním důvodem poklesu byly tržní turbulence.

## AKCIOVÉ TRHY

## MSCI World Index



Zdroj: Bloomberg

## MSCI Emerging Markets



## CECE Composite



Na akciových trzích panoval globálně negativní sentiment a probíhalo vybírání zisků napříč většinou trhů. Za korekcí bylo pravděpodobně uvědomění si dosažení vrcholu v globální hospodářské aktivitě a zároveň – s inflací blízko cílů centrálních bank – také postupná normalizace měnových politik v podobě zvyšování úrokových sazeb. Akcie amerických společností ztratily 3,9 % (měřeno indexem S&P 500), od začátku roku jsou však stále v plusu 1,5 %. Korekce většiny lednových zisků proběhla i přes dobrou výsledkovou sezonu za čtvrté čtvrtletí loňského roku, kdy se dařilo především společnostem ze sektoru technologií, zdravotnictví, průmyslu nebo těžebního. Při růstu sazeb v USA se naopak nedařilo společnostem z telekomunikačního sektoru.



## AKCIOVÉ TRHY

Silné euro, březnové parlamentní volby v Itálii a očekávané zpomalení hospodářské aktivity v Evropě znamenaly ztráty i pro ceny evropských akcií (index DJ STOXX 600  $-4,0\%$ ). Zveřejněné kvartální výsledky také v Evropě potvrdily dobrou ziskovost sektorů těžby, technologií a spotřebitelského a zaostání sektorů utilit a telekomunikací.

Středoevropské akcie následovaly dění ve světě. Vzhledem k největší likviditě trhu a proxy na středoevropský region pro zahraniční investory největší propady zaznamenal polský trh (index WIG30  $-7,6\%$ ). Ztrácely téměř všechny akcie. Dvaadvacetiprocentní propad zaznamenal kvůli propuštění CEO těžař uhlí společnost Bogdanka a kvůli špatným kvartálním výsledkům potravinářská společnost Eurocash. Zajímavou událostí bylo potvrzení spekulací o možném sloučení dvou největších polských chemických společností PKN Orlen a Lotos. Propady se nevyhnuly ani dobře hospodařícím společnostem z maloobchodního sektoru. Pouze mírnou ztrátu si připsal český index PX ( $-0,92\%$ ). S kladnou výkonností skončily například akcie Fortuna ( $3,3\%$ ) a Unipetrol ( $3,4\%$ ), u nichž byla v procesu veřejná nabídka na odkup akcií. Dobré výsledky a pozitivní výhled na rok 2018 byly za jedinou kladnou výkonností banky obchodované na pražské burze, a to Erste Bank. V Maďarsku se z důvodu možných nežádoucích účinků léku Esmya nedařilo farmaceutické společnosti Gedeon Richter ( $-10,6\%$ ).

Také akcie na rozvojových trzích korigovaly předchozí zisky, index MSCI Emerging Markets odepasal téměř  $4,75\%$  (v USD). Korekce zasáhla prakticky všechny trhy, většina z nich končila měsíc se ztrátou – například Čína, Indie, Hongkong i Mexiko odepisovaly v únoru přes  $5\%$ . Relativně dobře naopak dopadla Brazílie, kde investoři po počátečním propadu nabyli důvěru v tamní stále se zotavující ekonomiku, následkem čehož trh nakonec meziměsíčně přidal přes půl procenta. Na rozvíjející se trhy se tak naplno přelily obavy z vyspělých trhů z očekávaného zpomalování světové ekonomiky a vyšší inflace.

## DLUHOPISOVÉ TRHY

### Dluhopisy USA a EMU

Americké dlouhé i krátké výnosy v únoru kontinuálně rostly, byť o něco mírnějším tempem než v lednu. Důvodem pokračujícího růstu bylo hlavně očekávání, upevněné zápisem z lednového zasedání Fedu, že měnová autorita letos uskuteční nejméně stejné utažení měnové politiky jako v roce 2017. Obligačním trhům také uškodila (výnosy vzrostly / ceny klesly) měsíční dynamika inflace, která ukazuje na to, že se jádrová inflace k cíli Fedu, tj. ke  $2\%$ , letos dostane. Dvouletý výnos tak v únoru vzrostl o cca 13 b. b. na  $2,25\%$ , desetiletý výnos o 14 b. b. na  $2,85\%$ .

Vývoj v eurozóně, tj. u německých výnosů, byl tentokrát opačný. V první polovině února jsme ještě zaznamenali mírný růst výnosů, v jehož důsledku se například desetileté výnosy dostaly až na  $0,8\%$ . Poté však výnosy zamířily dolů, koncem února se dostaly až na 65 bodů, a to kvůli holubičí ECB, inflaci a o něco slabším předstihovým indikátorům naznačujícím, že ekonomika eurozóny bude v letošním roce růst „jenom“ dosavadním tempem.

### Firemní dluhopisy

Tržní turbulence (zejména na akciových trzích) se firemních dluhopisů během února dotkly pouze velmi okrajově a v zásadě pouze sektoru emisí spekulativního stupně. Ke stabilitě mimo jiné přispěla snížená emisní aktivita na primárním trhu a pokračující přítomnost ECB na evropském trhu firemních dluhopisů. Kreditní marže se v Evropě v únoru zvýšily v IG segmentu o 2 bps, zatímco v případě HY sektoru o výraznějších 32 bps. Vzestup požadovaných rizikových marží na trhu CDS byl obdobný – index Markit iTraxx Europe (mapující průměrné kreditní marže CDS kontraktů v investičním stupni) vzrostl o devět bodů na 52 b., iTraxx Xover (HY segment) stoupl o 26 bodů na 265 b.



## DLUHOPISOVÉ TRHY

### Dluhopisový trh Turecko

Turbulence na akciových trzích a zejména pokračující vzestup požadovaných výnosů amerických Treasuries začaly v únoru doléhat na trh tureckých státních dluhopisů. Byť začátkem měsíce zveřejněná lednová inflace ještě předčila konsenzus odhadů zmírnění meziroční dynamiky, zhoršený globální sentiment a trvajících vysoká emisní aktivita Turecka na primárním trhu zatlačily ceny tureckých vládních dluhopisů do defenzivy. Tržnímu vývoji také nepomáhalo pokračování vojenské operace Turecka v Sýrii a stále relativně vyostřená rétorika proti Spojeným státům. Výnosová křivka se posunula vzhůru, výnosy vzrostly o 15–30 bps. Měnový kurz TRY byl v únoru relativně stabilní, ke koši měn (EUR, USD) oslabil o 0,1 %.

### Dluhopisový trh ČR

**Česká výnosová křivka byla během celého února prakticky beze změny.** České desetileté výnosy zůstaly po celý měsíc lehce nad 1,9 %. Podobně se pak vyvíjel i krátký konec křivky, kde se dvouletý výnos pohyboval po celý měsíc jenom lehce nad 0,5 %. Změny oproti konci ledna byly v řádu jednotek bazických bodů, a to směrem dolů. Postupně rostoucí zájem domácích investorů registrovalo Ministerstvo financí v aukcích nových vládních dluhopisů, nikoliv však na agresivnějších cenových úrovních, jež by iniciovaly viditelnější pohyb cen na sekundárním trhu.

### Dluhopisový trh Polsko

**Polská výnosová křivka se během února zploštila a výnosy poklesly, obligační trh tak zaznamenal úspěšný měsíc.** Krátký konec poklesl o 10 bps, v důsledku čehož se dvouletý výnos dostal na 1,6 %. Na dlouhém konci došlo k poklesu výnosů až o 20 bps na zhruba 3,35 %. Tento vývoj byl navzdory velmi silným datům z reálné ekonomiky, zejména o růstu HDP, a primárně reflektoval stále velmi nízkou inflaci a centrální banku, která o utažení měnové politiky v letošním roce nechce ani slyšet. Podporou pro ceny vládních dluhopisů byl také velmi solidní fiskální vývoj, projevující se mimo jiné v nižším objemu nově vydávaných státních emisí.

Bloomberg Barclays Czech Index



Bloomberg Barclays Poland



Zdroj: Bloomberg

## MĚNOVÉ TRHY

**Dolar** proti euru v první polovině února osciloval v pásmu  $\pm 1,5$  centu kolem úrovně 1,235. Ve druhé polovině měsíce však zejména vlivem holubičího zápisu ze zasedání ECB, jestřábího zápisu ze zasedání Fedu (oboje za leden) i zpomalení předstihových indikátorů v eurozóně (PMI, IFO, důvěra) převládla pro-dolarová nálada. Kurz se tak na konci minulého měsíce dostal až pod hranici 1,22.

**Koruna** proti euru v první dekádě minulého měsíce ještě pod vlivem zasedání ČNB, na kterém došlo ke zvýšení dvoutýdenní repo sazby ČNB, posilovala. Poté však vlivem tržních turbulencí koruna oslabila až k hranici 25,40, kolem níž setrvala během zbytku měsíce. V samém závěru měsíce nakonec koruna tuto hranici překonala, únor tak zakončila s meziměsíční ztrátou 0,5 %.





## MĚNOVÉ TRHY

**Polský zlotý** se po spojitém posilování v posledních čtyřech měsících během února odrazil od hranice 4,13 za EUR a v závěru února mírně slábnul. Měsíčním výsledkem bylo oslabení vůči společné evropské měně o 0,5 %.

**U maďarského forintu** docházelo během celého minulého měsíce k mírnému oslabování, z úrovní kolem 310 forintů proti euru počátkem měsíce se kurz dostal na úroveň 314 v jeho závěru. Jednalo se o poměrně konzistentní trend, který vyústil v meziměsíční ztrátu 1,2 % proti euru.

## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### Dluhopisový trh ČR

Ačkoliv dlouhodobý směr výnosů je nahoru, předpokládáme, že v nejbližších týdnech či několika měsících by mohlo dojít k poklesu výnosů. To proto, že inflace zdaleka nebude takový problém, jak ji nyní ještě stále vidí trh, a to ani v ČR, ani v eurozóně. Ve zbytku prvního čtvrtletí letošního roku čeká ČR další dezinflace, která bude pokračováním klesajícího trendu, jež jsme viděli v inflačních datech za listopad, prosinec i leden. Samotná dynamika poptávkové inflace rovněž naznačuje, že reakcelerace inflace, neřkuli setrvalé překonání inflačního cíle ČNB jsou letos nepravděpodobné. Česká národní banka tak dle nás bude s utahováním měnové politiky postupovat opatrně, přičemž ani v eurozóně nejsme blízko růstu inflace (a samozřejmě už vůbec ne blízko růstu sazeb). Trh bude na tuto realitu během dalších měsíců nucen reagovat. S tím, jak se ukáže, že inflační situace není nijak dramatická, se do českých vládních dluhopisů budou dále vracet čeští institucionální investoři, v současnosti stále překypující volnou, nezainvestovanou hotovostí.

Uvedený fundamentální výhled je však nadále komplikován situací na devizovém trhu, konkrétně přetrvávající překoupeností české měny. Větší část spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž nadále uložena právě v českých dluhopisech – v lednu sice dále poklesl podíl dluhopisů držených nerezidenty, stále je však vysoký (nerezidenti ke konci ledna drželi 33 % všech a 38 % korunových dluhopisů); navíc se tak stalo primárně kvůli maturujícím dluhopisům a zahraniční investoři z koruny neutekli, jen tyto pozice přesunuli do depozitních produktů / FX derivátů.

### Dluhopisový trh Polsko

**Riziková prémie desetiletých polských dluhopisů nad německými se během února mírně utáhla na 270 b. b. (z 280 b. b. koncem ledna).** Domácí faktory pro růst výnosů v nejbližších čtvrtletích nemluví, centrální banka se k růstu sazeb v brzké budoucnosti nechystá, což jen podtrhl guvernér Glapinski komentářem po posledním zasedání. Z domácích faktorů je plusem příznivý fiskální vývoj daný růstem ekonomiky, který již akcentují ratingové agentury ve svých zlepšených výhledech a jenž vede k omezené potřebě Ministerstva financí nabízet na trhu nové vládní dluhopisy. Inflační vývoj zůstává i přes silnou 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 jako atraktivní. Stejně tak potenciál kurzu zlatého oproti relativně drahé české koruně.

### Dluhopisový trh Turecko

**Turecký obligační trh se nachází ve složité situaci, domníváme se však, že by postupně mělo dojít k další stabilizaci a postupnému ústupu v současnosti zvýšených požadovaných výnosů (12,0–13,0%) na nižší úroveň. Spouštěčem tohoto vývoje by mohl být dezinflační vývoj počátkem letošního roku.** Na poli inflace minimálně z titulu bazického efektu nastává obrát k lepšímu, jenž by měl pokračovat v další části prvního pololetí směrem k jednociferným hodnotám. Fundamentální obrázek na druhou stranu začal opět komplikovat prohlubující se deficit běžného účtu platební bilance, což vždy bylo problematické místo turecké ekonomiky. Měnová politika proto musí zůstat minimálně v současném nastavení (sazby centrální banky jen tak neklesnou), doplněná opětovnou stabilizací nyní uvolněné fiskální politiky a v neposlední řadě alespoň částečným zklidněním geopolitických rizik, zejména krizí procházejícího vztahu Turecka se Spojenými státy. Ohledně tureckých dluhopisů spolu s fundamentálně extrémně slabým kurzem liry zůstáváme pozitivní.



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### Měny

U kurzu **eura proti dolaru** v krátkodobém výhledu věříme v návrat k hranici 1,20, ve středně- a dlouhodobém výhledu by nicméně euro mělo získávat navrch a postupně posilovat. Současné i očekávané diferencially měnových politik na opačných stranách Atlantiku mluví pro silnější kurz dolaru. Fed letos pravděpodobně třikrát přistoupí ke zvýšení sazeb (k prvnímu již na březnovém zasedání) s tím, jak se inflace stabilizuje lehce pod 2 % - ostatně k trojímu zvýšení přistoupil Fed i loni, kdy se inflace sesunula až k 1,3 %. Naopak ECB se k žádnému utážení politiky nechystá, i když se dluhopisový i měnový trh chovají, jako by k němu mělo dojít nejpozději pozití. 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 nijak výrazně neoslabila.** Z logiky věci by vzhledem ke své masivní překoupenosti oslabit měla, zahraniční spekulanti však zatím své zisky, které nyní od dubna minulého roku dosahují skoro 9 %, nevybírají a není jasné, kdy tak učiní. Vývoj v únoru sice naznačil, že další posílení již nebude tak jednoduché, jako tomu bylo v minulých měsících, zůstává však nadále nepopiratelným faktem, že k žádnému výprodeji nedošlo, a to ani pod vlivem tržních turbulencí na světových tržích. To naznačuje, že investoři koruně věří, což v případě návratu optimismu na světové trhy může lehce vést k jejímu dalšímu posílení.

Čím níže se však kurz EUR/CZK dostane, tím větší je pravděpodobnost korekce, a to ze dvou důvodů. Zaprvé koruna se jakýmkoliv dalším posílením ze stávajících úrovní bude vzdalovat svým fundamentálním úrovním, které vidíme kolem 25,50. Zadruhé inflační data za poslední měsíce ukázala, že česká inflace není takový problém, jak ji ČNB ještě nedávno viděla. Spekulativní kapitál se nadto 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 nadále zůstává posilování koruny, tempem zhruba 1,5–2 % ročně.

**U polského zlotého** čekáme letos posílení. Faktorem, který zlotému pomůže posílit, je centrální banka. Postupně totiž dojde k dalšímu růstu poptávkové inflace a na intenzitě naberou tržní spekulace o brzkém utážení měnové politiky. Dle nás je takový scénář pravděpodobný již v prvním pololetí 2018 (byť k samotnému růstu sazeb dojde později) a očekáváme tak, že zlotý v letošním roce 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 nejspíš oscilovat kolem 310.

### Akciový trh

Na akciových tržích po výrazných růstech v uplynulém roce a letošním lednu proběhla zdravá korekce. I přes některá rizika, jež by mohla vést k další korekci, jsme na základě definice akcií nadále opatrně pozitivní. Akciové trhy by měly v dlouhodobém horizontu i nadále růst, byť ne již s takovou silou jako v předešlých letech, a to díky výrazným ziskům připsaným v předešlých letech. Stimulem by měla být solidní dynamika světové ekonomiky, i když v budoucích letech ne tak intenzivní, a růst korporátních zisků. Akciový růst bude zároveň doprovázet zvýšená volatilita. Pro rok 2018 by se dle nás měl očekávaný růst globálních korporátních zisků pohybovat blízko 10 %. Americké společnosti by dále měly profitovat z reformy 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 hospodaření společností z rozvíjejících se trhů, které budou těžit ze sílícího spotřebitele a konvergence k vyspělým ekonomikám. Mezi klíčová rizika našeho opatrně pozitivního základního scénáře patří: neočekávané a výrazné zvýšení inflace a inflačních očekávání, rychlejší než očekávané postupné zpomalování globální ekonomiky, obchodní války, oproti aktuálnímu očekávání výrazně rychlejší normalizace monetárních politik klíčových centrálních bank (Fed, ECB, BOJ, PBoC) a hlavní geopolitická rizika v čele se Severní Koreou, Blízkým východem a Venezuelou.



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### Akciový trh

Z akcií na českém trhu se nám líbí akcie většiny finančních institucí. Dobré makroprostředí 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, i když například u akcií ČEZ nevidíme výrazný stimul pro další růst cen akcií. Z polských titulů se nám líbí mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, zpracovatel masa Tarczynski, 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, ve Slovinsku jsou to 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](http://www.conseq.cz).

#### PODROBNĚJŠÍ INFORMACE ZÍSKÁTE

- na telefonické lince společnosti Conseq **225 988 225**
- e-mailem na adrese **[fondy@conseq.cz](mailto:fondy@conseq.cz)**
- na webové stránce společnosti Conseq **[www.conseq.cz](http://www.conseq.cz)**