CONSEQ
JIŽ OD 1994

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

Únor 2017

Akciové Indexy		Dluhopisové indexy Bloomberg Effas		Měny (pokles = oslabení)		Komodity	
USA – S&P 500	3,72 %	USA	0,34 %	EUR/USD	-2,05 %	Ropa Brent	-0,20%
Evropa – DJ Stoxx 600	2,81 %	Evropa	1,14 %	CZK/USD	-2,05 %	Zemní plyn	-11,00 %
Japonsko – Nikkei 225	0,41 %	ČR	-1,05 %	CZK/EUR	0,00 %	Sil. elektřina	1,00 %
MSCI Emer. Markets	2,99 %	Polsko	0,41 %	PLN/EUR	0,37 %	Zlato	3,75 %
ČR – PX	2,30 %	Maďarsko	-0,02 %	HUF/EUR	0,50 %	Stříbro	5,00 %
Polsko – WIG30	5,55 %	Turecko	1,20 %	TRY/EUR	5,62 %	Měď	-0,32 %
Maďarsko – BUX	-1,29 %						

HLAVNÍ UDÁLOSTI

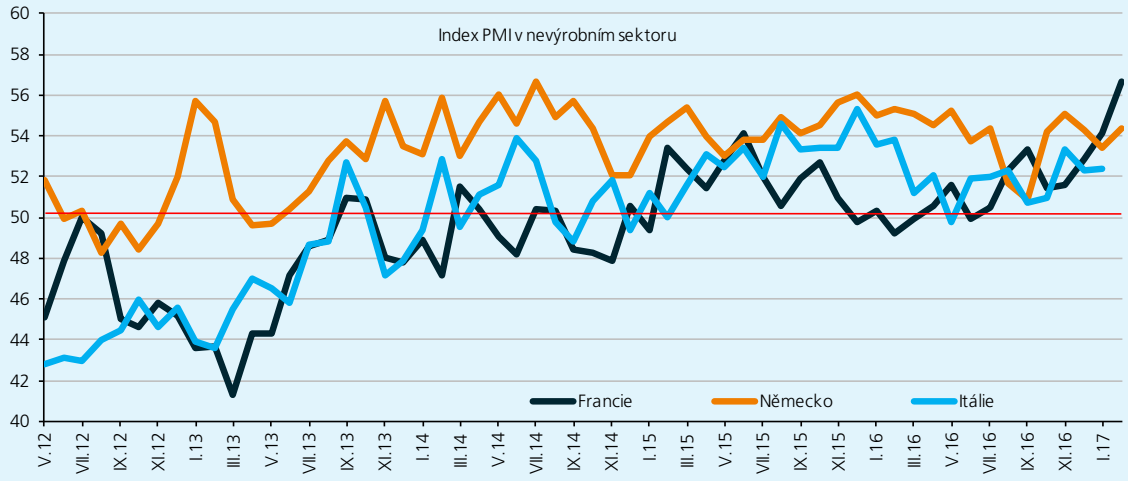
EMU

Eurozóna začátkem roku dle předstihových ukazatelů znatelně urychluje a dokonce i doposud nevýrazná Francie se dynamikou v prvním kvartále přiblížila Španělsku. Inflace narostla na 2 %, nadále však pouze díky cenám energií a cenám potravin.

Druhý odhad tempa růstu HDP ve 4. čtvrtletí 2016 potvrdil příjemné překvapení, které přinesl odhad první: růst za celý blok dosáhl 0,5 % q/q, nejrychlejší od 1Q16, a za celý rok byl růst dokonce silnější (1,7 %) než růst USA. Růst Španělska (0,7 % q/q, podeváté v řadě na nebo nad touto hranicí) a Francie (0,4% q/q) byl již znám z předcházejících dat v lednu, za Itálii a Německo byla data zveřejněna až v průběhu února. Německá ekonomika očekávání trhu zklamala, když vzrostla jenom o 0,4 % q/q. I tak však uzavřela celý rok růstem 1,9 %, což bylo z velkých ekonomik po Španělsku (3,2 %) druhé nejrychlejší tempo. Ve struktuře německého růstu byl největším negativním faktorem čistý export, a to díky rychlému růstu dovozů, který odrážel silný růst domácí poptávky. Ta však nebyla důsledkem silné poptávky domácností - ta vzrostla pouze o 0,3 % q/q, když prosincové maloobchodní tržby kvůli útoku v Berlíně klesly o procento meziměsíčně! - ale poptávky vlády (+0,8 % q/q) a hlavně silného růstu investic ve stavebnictví.

Z měsíčních dat zklamala německá průmyslová produkce, která navzdory tomu, že se výrobní PMI dostal v prosinci 2016 na úroveň 56 bodů, poklesla nejvýrazněji od ledna 2009 (!); celková agregátní produkce se tímto v prosinci dostala na úroveň září 2013. Pokles byl viditelný napříč všemi sektory vyjma sektoru spotřebního zboží dlouhodobé spotřeby (+5,4 % m/m). Jakkoliv to byl špatný výsledek, byl to výsledek, který je zcela nekonzistentní s tím, co indikují další ukazatele, a jsme přesvědčení, že lednová data, která budou zveřejněna 8. 3., budou určitě nesrovnatelně lepší.

Francie zkraje roku 2017 výrazně ožívá



HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Zaprvé, produkce automobilů v lednu vzrostla meziročně dvouciferným tempem. Zadruhé, průmyslové objednávky v prosinci vzrostly o více než 5 % m/m, čímž se jejich kvartální růst ve 4. čtvrtletí dostal skoro k 7 % q/q. **Zatřetí, důvěra v německé ekonomice, jako i v celé Eurozóně, se ještě dále zlepšila.** Předstihový indikátor IFO se v únoru dostal na 111 bodů, což je společně s prosincem 2016 nejvýše od léta 2011, přičemž tento růst byl důsledkem zlepšení hodnocení stávající situace, nikoliv zlepšení (nutně nehmatatelných) očekávání budoucího vývoje. Zlepšil se také výrobní index PMI, který v únoru dále vzrostl na skoro šestileté maximum; sub-index nových objednávek rostl nejsilnějším tempem za 3 roky.

Podobně se zlepšily předstihové indikátory v celé Eurozóně. Celkový index PMI vzrostl na nejvyšší hodnotu za 70 (!) měsíců, přičemž ale na rozdíl od Německa, kde se zlepšení celkového indexu PMI odehrálo primárně díky zlepšení jeho průmyslové komponenty, v Eurozóně se stejným tempem zlepšují jak služby, tak průmysl. Navíc, růst v obou sektorech je hnán silným růstem nových objednávek, což ukazuje na zlepšující se agregátní poptávku. A aby dobrých zpráv z měkkých indikátorů nebylo málo: sub-index zaměstnanosti se dostal nejvýše od srpna 2007 a Francie, dosavadní chorý muž Evropy, se probrala k životu a celkový index PMI byl v únoru dokonce vyšší (56,2) než v Německu (56,1). **Hospodářský růst Francie i Německa začátkem roku 2017, odpovídající těmto úrovním PMI indexů, představuje mezikvartální tempo zhruba 0,6-0,7 %.**

Nezaměstnanost zůstala v lednu 2017 na úrovni z prosince 2016, tj. 9,6 %, což je míra meziročně o 0,8 p.b. nižší. Navzdory tomu a skutečnosti, že spotřebitelská důvěra byla v lednu nejvýše od května 2015, však lednové maloobchodní tržby meziročně vzrostly o pouhých 1,2 %. I to naznačuje, že s poptávkovou inflací to zatím nijak horké nebude.

Celková inflace se sice v únoru v Eurozóně vrátila na 2 % (z lednové hodnoty 1,8 %), podobně jako měsíce předtím to však byl výlučně důsledek nepoptávkových faktorů. Z nich nejvýznamnější byl samozřejmě meziroční růst cen energií, který oproti lednovým 8,1% r/r (a prosincovým 2,6 % r/r) zrychlil na 9,2 %. K tomuto efektu se pak přidal pokračující růst cen potravin, který zrychlil z 1,8 % r/r v lednu na 2,5 % r/r v únoru. Nepřekvapí tak, že jádrová inflace, tj. inflace očištěná o vlivy cen potravin a energií, se potřetí v řadě udržela na 0,9 % a je tak stále jenom o 0,1 p.b. vyšší než v únoru 2016.

ECB se tak nadále tváří k volání po úpravě měnové politiky směrem k alespoň mírnému zpřísnění velmi zdrženlivě. Tyto hlasy však sílí. Primárně jde samozřejmě o hlasy z Německa, během února však zazněla podobná volání i z Nizozemí či Lucemburska. I když zápis z lednového zasedání vyzněl ještě ve velmi holubičím tónu, dle nás nakonec ECB bude muset německou kritiku vzít seriózně v potaz.

USA

I druhý odhad růstu americké ekonomiky v posledním čtvrtletí roku 2016 potvrdil, že růst v minulém roce byl nejpomalejší za pět let. Silný trh práce, oživení investic a vyhlídky fiskální expanze by však měly růst v roce 2017 urychlit. FED se kvapem blíží k dalšímu utažení, i když ani inflace ani makro data se výrazněji nezměnila.

Druhý odhad tempa růstu za 4. čtvrtletí minulého roku nepřinesl oproti odhadu prvnímu žádnou změnu celkového tempa růstu, které tak zůstalo na 1,9 % q/q anualizovaně. Jinými slovy, nezměnil se ani růst americké ekonomiky v roce 2016 (1,6 %), což bylo nejenom nejpomalejší tempo za posledních pět let, ale i tempo pomalejší než v (zatracované) Eurozóně. Ve druhém odhadu růstu se mírně změnila struktura: příspěvek spotřeby domácností se zvýšil o 0,4 p.b.na více než 2 p.b., naopak příspěvek fixních investic i příspěvek spotřeby vlády se snížil, dohromady o 0,3 p.b.

Měsíční data zveřejněná v únoru nebyla ničím zvláštní, na hlavním příběhu americké ekonomiky se kvantitativně ani kvalitativně nic nezměnilo. **Vedoucí úlohu poptávky domácností v růstu ekonomiky potvrdila data o maloobchodu** – tržby v něm (bez aut a paliv) vzrostly v lednu o (nad očekávání) silných 0,7% m/m. Naopak, **zklamaly objednávky zboží dlouhodobé spotřeby** bez letadel a vojenské techniky, které po silném růstu o více než 3 % ve 4. čtvrtletí (v samotném prosinci o nahoru revidovaných 1,1 % m/m) klesly o 0,4 % m/m. V tomto případě však byla očekávání nejspíš vzhledem k silnému růstu ve 4. čtvrtletí příliš optimistická. Průmyslová produkce v lednu o 0,3 % m/m poklesla, nadále tak – jako celý rok 2015 a 2016 – bez trendu stagnuje. Lépe si vede zpracovatelský průmysl, který se ve 4. čtvrtletí vrátil k růstu anualizovaným tempem zhruba o procento, a v tomto tempu vydržel i v lednu 2017. I to je však jen nevalný výsledek. Totiž: ačkoliv se globální předstihové indikátory v průmyslu ve druhé polovině 2016 zlepšily (a v lednu 2017 si globální zpracovatelský PMI udržel úroveň z prosince, 52,7), v případě amerického průmyslu se to prozatím neprojevilo.

HLAVNÍ UDÁLOSTI

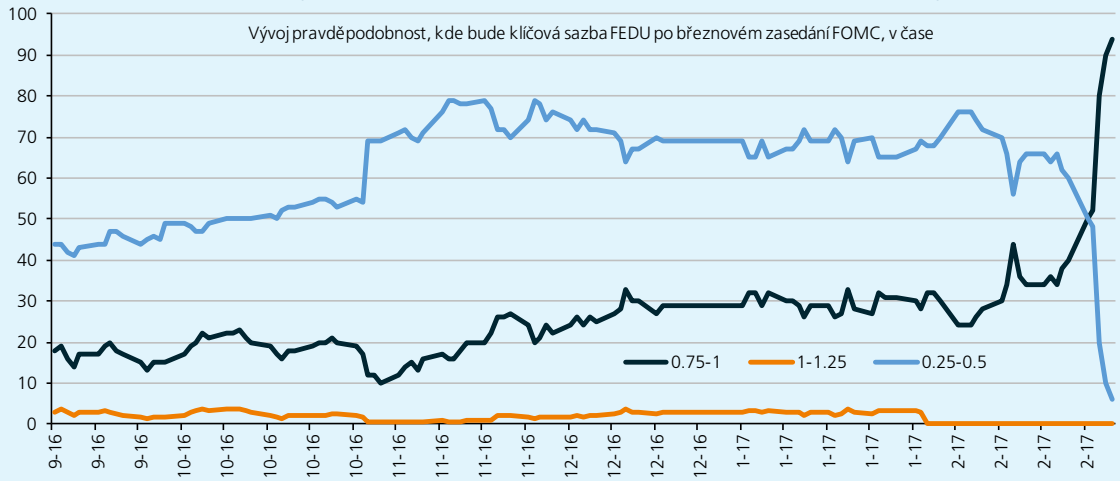
USA

Trh práce si z hlediska dynamiky tvorby pracovních míst nadále vede solidně. V lednu v soukromém sektoru vznikl nejvyšší počet pracovních míst (237 tis.) od července minulého roku a i další indikátory (míra „podzaměstnanosti", nové žádosti o podporu v nezaměstnanosti) ukazovaly na výborné zdraví trhu práce.

Jádrová PCE inflace meziměsíčně zrychlila o 0,3 %, to však vzhledem k pomalému prosinci i listopadu znamenalo, že meziroční tempo jádrové inflace zůstalo neměnné (1,7 %). Vlivem růstu cen energií se pochopitelně zvýšila celková inflace, a to o 0,3 p.b. na 1,9 %.

Zasedání FEDu na začátku února samozřejmě žádnou změnu sazeb nepřineslo, vzrostla však po něm pravděpodobnost, že se tak stane již v březnu (byť tato pravděpodobnost byla v té době stále mírně pod 50 %). Hlavním argumentem posunu směrem k jestřábímu postoji, jak ukázal ve druhé polovině měsíce zveřejněný zápis z tohoto zasedání, byla obava z plánů D. Trumpa. Někteří členové FOMC se dokonce už v lednu domnívali, že bude na místě sazby zvýšit již na dalším zasedání (v polovině března), většina se však spokojila s konstatováním, že nejlepší je vyčkat na další data, zejména o inflaci a trhu práce. Během měsíce února však hlasy těchto jestřábů, ke kterým se přidala i prezidentka Yellenová, znovu zesílily (byť z makroekonomického hlediska se toho moc nezměnilo), což se projevilo dalším výrazným růstem pravděpodobnosti zvýšení sazeb na březnovém zasedání, a samozřejmě také na kurzu eura proti dolaru a na krátkém konci dluhopisové výnosové křivky (viz níže).

Pravděpodobnost zvýšení sazeb na březnovém zasedání koncem února výrazně vzrostla



CEE 3

ČR

Česká ekonomika v posledním čtvrtletí rostla o 0,4 % q/q, prosincová data za průmysl i maloobchod byla slabá. Výhled, zejména v průmyslu, se však během února výrazně zlepšil.

Česká ekonomika vzrostla v posledním čtvrtletí roku 2016 dle finálních dat o 0,4 % q/q (první odhad byl 0,2 % q/q), za celý rok tedy růst dosáhl 2,3 %, tj. tempa rychlejšího než v EMU i v USA. Ve struktuře celoročního růstu dominovala spotřeba domácností, následována čistým exportem, opačným směrem působily fixní investice. V posledním čtvrtletí tomu nebylo jinak: poptávka domácností i čistý export přispěly k růstu největší měrou.

A to i navzdory tomu, že prosincová data byla slabá. Zklamaly jak průmyslová produkce, tak maloobchodní tržby. **Český průmysl se po vzoru německého průmyslu v prosinci propadl**, když poklesem o 2,2 % m/m vymazal silný listopad (1,7 % m/m) a způsobil, že produkce ve třetím čtvrtletí mezikvartálně poklesla.

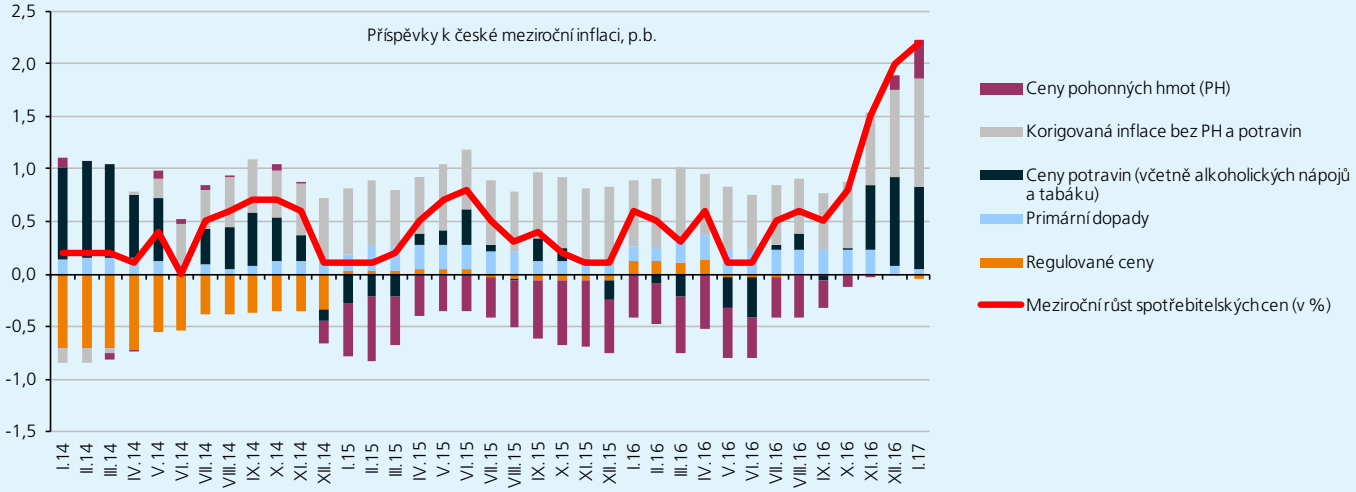
HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

Výhled se však výrazně zlepšil: podobně jako v Německu vyskočily objednávky (o více než 9 % r/r), zejména kvůli růstu objednávek ze zahraničí (+12,6 % r/r). Výrobní PMI se po zlepšení v lednu dále výrazně zlepšil i v únoru, když se dostal na nejvyšší hodnotu (57,6) od dubna 2011; relativně vysoko (byť zdaleka ne na předkrizových hodnotách) se nachází i důvěra v průmysl dle Českého statistického úřadu. Jinými slovy, všechno ukazuje na tempo růstu průmyslu kolem 5 - 6 % r/r v 1. pololetí letošního roku. **Maloobchodní tržby sice v roce 2016 vzrostly o 5,6 %, v samotném prosinci však byly překvapivě slabé.** To by sice jako první mohlo být připsáno na vrub růstu cen v restauracích kvůli zavedení EET, bližší pohled na strukturu dat však odhalí, že tím to nebylo: tržby v sub-sektoru restaurace a ubytování, jehož se první fáze dotkla, vzrostly o 8,2 % r/r (z listopadových 5 %). Solidní růst spotřeby domácností lze čekat i pro další měsíce, byť proti minulému roku její růst neurychlí: spotřebitelská důvěra je vysoko, ale z lednového maxima v únoru poklesla, inflace vzrostla, trh práce je z hlediska nezaměstnanosti poblíž svých maxim nebo na nich.

Inflace v lednu překonala tržní očekávání a vzrostla na 2,3 %, druhý měsíc v řadě tak byla nad 2 %. Tento meziroční růst inflace je z 90 % způsoben čtveřicí faktorů: jídlo, doprava, náklady spojené s bydlením a restaurace. První dva z těchto faktorů jsou způsobeny globálními faktory, na které ČNB nemá dosah ani vliv, zbylé dva také neukazují na poptávkové tlaky (v případě restaurací pak jenom na EET). Ačkoliv tedy z ročních dat je vidět, že většina růstu je nepoptávkového charakteru, z měsíčních dat už to tak jisté není: jádrová i poptávková inflace se v prosinci silně zvedly o 0,8 % resp. 0,5 % m/m. To sice může být jenom šum (i) kvůli EET - nárůst jádrové inflace po očištění o sezonnost byl jenom 0,3 % m/m, tj. o 0,1 p.b. rychlejší než v lednu 2016 – ale také být nemusí. Ačkoliv je i vzhledem k vývoji inflace v EMU a tedy dovozních cen nepravděpodobné, že by se česká poptávková inflace chystala vystřelit nahoru, potvrdí to až další data.

Meziroční inflace roste dále nad cíl ČNB, stále hlavně díky potravinám a ropě



POLSKO

Růst ekonomiky v roce 2016 proti roku 2015 zpomalil, zkraje roku 2017 však dále klesá nezaměstnanost a rostou mzdy, což předznamenává silný růst poptávky domácností.

Růst ve 4Q16 dosáhl 2,7 % r/r (mezikvartálně pak 1,7 %), což pro celý rok 2016 znamenalo tempo růstu o 2,8 %. Ve čtvrtém čtvrtletí byla, podobně jako v předchozích kvartálech, hlavním přispěvatelem poptávka domácností, jejíž růst dosáhl 4,2 % r/r. Zrychlení oproti třetímu čtvrtletí (3,9 %) bylo odrazem fiskální expanse polské vlády (500 zlotých pro rodiny) a zlepšující se situace na trhu práce. Jako jinde v regionu zůstaly negativním přispěvatelem samozřejmě fixní investice, byť se jejich meziroční dynamika díky bazickému efektu zlepšila z -7,7 % r/r ve 3Q16 na -5,8 % r/r. Za celý rok 2016 se fixní investice propadly o 5,5 %. V letošním roce by růst ekonomiky měl dle očekávání trhu i centrální banky být o něco málo rychlejší.

V první polovině roku, jak naznačují **maloobchodní tržby**, bude růstu vládnout poptávka domácností. V lednu 2017 vzrostly maloobchodní tržby reálně o 9,6 % r/r, což výrazně překonalo očekávání, a odráží pokračující zlepšování trhu práce, a to jak na straně zaměstnanosti, tak na straně mezd.

HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

Nezaměstnanost se sice zvýšila na 8,6 %, ale tento růst byl dán pouze sezonností: sezonně očištěná nezaměstnanost klesla poprvé v historii pod 8 % (na 7,9 %). Mzdy nadále rostou solidně, v lednu tempem přes 4 % r/r nominálně. **Silný začátek roku měl i průmysl**, když vzrostl o 9 % r/r, což však bylo z velké části dáno vyšším počtem pracovních dní v lednu 2017 oproti lednu 2016. Po očištění o tento efekt dosáhlo meziroční tempo růstu „jenom" 4,2 %, což je shodné s tempem, které jsme viděli v prosinci (nicméně o poznání rychlejší, než co jsme pozorovali v Německu či ČR). V nejbližších měsících to tak zřejmě zůstane: výrobní index PMI si v únoru sice oproti lednu mírně pohoršil (z 54,8 na 54,2), ale i tak zůstává vysoko a na úrovních konzistentních s tempem růstu průmyslu kolem 4-4,5 % r/r.

Podobně jako jinde v regionu pokračovala zkraje roku 2017 i v Polsku akcelerace inflace. Ta poskočila z 0,8 % v prosinci na 1,7 % v lednu a poprvé od začátku roku 2013 se tak dostala do cílovaného pásma polské CB (přesněji řečeno, těsně nad jeho spodní hranici 1,5 %). Jako jinde v regionu to bylo primárně odrazem růstu cen energií (ceny v segmentu doprava vzrostly o 9 % r/r) a cen potravin (+3,3 % r/r).

Měnový výbor centrální banky (MPC) ponechal i v únoru sazby beze změny na 1,5 %. Vyjádření centrálních bankéřů po únorovém zasedání i komentáře po zveřejnění inflačních dat nenaznačují, že by se na měnově-politické zdrženlivosti mělo cokoliv měnit. Centrální banka (správně) říká, že stávající růst cenové hladiny nereflektuje poptávkové tlaky a tudíž že na svém očekávání, že se první utažení odehraje až v roce 2018, nemá teď žádný důvod cokoliv měnit. My dodáváme, že pokud by se k těmto faktorům přidaly poptávkové tlaky, pak by se tento postoj mohl změnit relativně rychle, zatím to však i vzhledem na proti-inflační prostředí v EMU tak nevypadá.

MAĎARSKO

Maďarská ekonomika vzrostla v roce 2016 dle předběžných dat pouze o dvě procenta, což bylo ve srovnání s rokem 2015 (3,1 %) citelné zpomalení. Ve čtvrtém čtvrtletí růst dosáhl 1,6 % r/r (0,4 % q/q). Struktura dat nebyla do uzávěrky tohoto vydání zveřejněna, statistický úřad však řekl, že brzdou meziročního růstu ve 4. čtvrtletí byly fixní investice a že stagnoval i průmysl. Zatímco to první ve světle vývoje v okolních zemích nepřekvapí, to druhé už mírně ano, protože dynamika průmyslové produkce ve 4. čtvrtletí nebyla nakonec – po revizi listopadových dat – špatná. Průmyslová produkce totiž ve 4Q16 v Maďarsku nakonec vzrostla, v samotném prosinci dosáhl její růst 0,5 % m/m, v meziročním vyjádření pak 1,9 %. Celoroční výsledek průmyslu však byl podobně jako v ČR slabý, a to růst o pouhých 0,9 % r/r.

Maloobchodní tržby nadále rostly za pokračujícího zvolňování tempa. Z meziročních temp růstu kolem 5,5 % v roce 2015 zvolnily v minulém roce na průměrné tempo o procentní bod nižší. V lednu 2017 pak jejich tempo dosáhlo 3,7 %, což samozřejmě stále není špatný výsledek, zpomalení v dynamice to však potvrzuje. Je to zřejmě důsledek vyšších cen, protože jak trh práce (další pokles nezaměstnanosti v lednu na 4,3 %), tak růst mezd (v listopadu 8,2 % r/r, v prosinci 5,7 % r/r) ukazují, že trhem práce to není.

Celková inflace se v lednu 2017 podobně jako v okolních zemích dále zvedla, když z 1,8 % r/r v prosinci vzrostla na lednových 2,3 %. Toto urychlení má samozřejmě na svědomí rostoucí cena energií a potravin a nikoliv silná poptávka, což je evidentní z toho, že poptávková inflace (tj. bez cen ropy a cen potravin) byla v lednu letošního roku dokonce o desetinu p.b. nižší (tj. 1,5 %) než v prosinci roku minulého.

Maďarská centrální banka (MNB) ponechala v únoru sazby podobně jako v lednu a v předcházejících měsících beze změny, a to jak O/N zápůjční a depozitní sazbu, tak i tříměsíční repo sazbu (na 0,9 %). Centrální banka se nadále nenechává ovlivňovat růstem (celkové) inflace a zůstává ve velmi uvolněném měnově-politickém postoji. Nadále např. tvrdí, že je připravena uvolnit měnové podmínky, a to nekonvenčními instrumenty, pokud taková potřeba vyvstane, a očekává, že efekty, které inflaci v posledních měsících zvedly, v nadcházejících měsících vyprchají (což je minimálně u ceny ropy pravda).

Ropa

Ropa (WTI) zažila velmi nudný měsíc: po celý únor vlivem absence výraznějších informací či událostí oscilovala v úzkém pásmu kolem 53 dolarů za barel.

AKCIOVÉ TRHY

MSCI World Index

MSCI Emerging Markets

Akciové trhy pokračovaly v růstovém trendu započatém prezidentskými volbami v USA. Americké akcie (index S&P 500) si meziměsíčně připsaly 3,7 %, evropské (index DJ STOXX 600) pak 2,8 %. Zprávám nadále dominovaly titulky ohledně očekávaných kroků nového amerického prezidenta, přičemž k pozitivní náladě přispěly i zveřejněné výsledky hospodaření společností za poslední čtvrtletí uplynulého roku nebo příchozí makroekonomická data. Právě dobrá data ve spojení se zvyšujícími se inflačními tlaky přiměly zástupce FEDu k několika jestřábím komentářům o možném blížícím se zvyšování základních úrokových sazeb. Slušnou ochranou před inflací jsou, vedle komodit, právě akcie. Evropské akcie se svezly na globálním pozitivním sentimentu. K růstu, i přes blížící se prezidentské volby ve Francii, přispěla silná čísla z ekonomik a solidní výsledky hospodaření společností.

CECE Composite

Středoevropským trhům se také dařilo. Nejvyšších zisků opět dosáhl polský trh (index WIG 30 +6,2 %), který dohání propady z loňského roku zapříčiněné vládní stranou PiS a jejími netržními kroky. Hlavním důvodem k růstu polských akcií je také výrazné podvážení mnoha zahraničních fondů, které tak neutralizují pozice ve svých portfoliích. Dvouciferných zisků, na základě dobré kondice polské ekonomiky a utrácejícího spotřebitele, dosáhly akcie společností ze spotřebitelského (LPP, CCC, CD Project) a ropného sektoru (PKN Orlen, Lotos). Zajímavý dvouprocentní růst předvedly také české akcie (index PX +2,3 %). Premiantem byly po dobrých hospodářských výsledcích akcie Unipetrolu (+10,4 %), jež byly následovány akciemi mediální skupiny CME (+8,6 %), Fortuna (+5,9 %) a O2 Czech Republic (+5,4 %). Menší výběr zisků proběhl u akcií Erste Bank (-2,6 %). Bez výrazných zpráv pak ve ztrátě skončily maďarské akcie (index BUX -1,3 %).

Únor byl pro akcie rozvíjejících se trhů úspěšný. Index MSCI Emerging Markets navázal na lednový růst a připsal si 4,53 % v korunovém vyjádření. Velice se dařilo asijským akciím, kdy index MSCI Emerging Asia vzrostl o 5,43 % v korunovém vyjádření. Latinskoamerické rozvíjející se trhy také rostly a statečně konkurovaly svým asijským protějškům. Index, který latinskoamerické rozvíjející se trhy sleduje, konkrétně MSCI Emerging Markets Latin America vzrostl o 4,88 % v korunovém vyjádření.

DLUHOPISOVÉ TRHY

Dluhopisy USA a EMU

Podobně jako leden byl i únor na trhu vládních dluhopisů v Americe poměrně stabilní. V segmentu krátkodobých dluhopisů vlivem jestřábích vyjádření představitelů FEDu koncem února a tím způsobeného následného růstu (trhem vnímané) pravděpodobnosti zvýšení sazeb již na březnovém zasedání došlo k růstu výnosů o zhruba 10 bps. Výnosy dluhopisů delších splatností proti tomu zůstaly ukotvené, respektive i mírně klesly, v rozsahu cca 5 - 10 bps; desetiletý výnos končil únor pod úrovní 2,40 %.

V Evropě se na radary investorů dostala opět politika, tentokrát francouzské prezidentské volby. Vzhledem k posilujícím preferencím Le Penové a vzhledem ke skandálům provázejícím její protikandidáty se dluhopisoví investoři znovu en masse „nahrnuli" do německých dluhopisů, které tak klesly na dlouhém konci až na 20 b.b. (letos nejníže) a na krátkém konci až na historická minima na dohled -1 %. Že se jednalo primárně o politiku je zřejmé i z toho, že došlo k rozšíření rizikové prémie francouzských desetiletých výnosů nad německými na nejvyšší hodnoty za více než 4 roky. Holubičí zápis z lednového zasedání ECB, který byl zveřejněn v únoru, však také přispěl svou částí k poklesu německých výnosů. Na samém konci února pak růst evropské (a německé) inflace na (resp. nad) cíl ECB („poblíž ale pod 2 %") znovu vyvolal spekulace, že ultra uvolněná měnová politika ECB, která dlouho podporuje ceny dluhopisů, se nebude dát dlouho udržet. Výnosy tak zamířily opět nahoru, v měsíčním úhrnu nicméně v Německu skončily o 10-15 bps níže oproti lednu.

Firemní dluhopisy

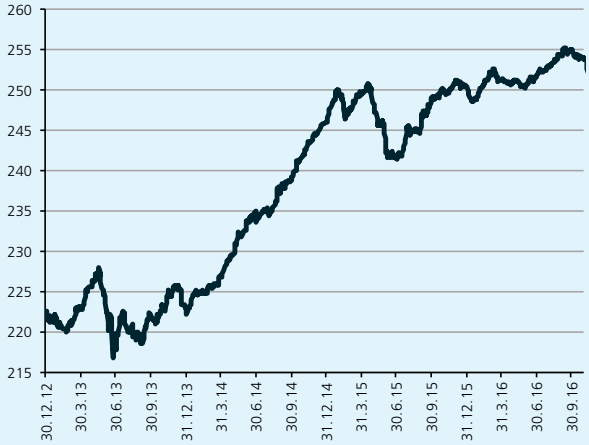
Korporátní dluhopisy neinvestičního i investičního stupně na obou stranách Atlantiku v únoru cenově vzrostly a jejich kreditní marže se dále mírně utahovaly. U investičního ratingu byl na obou stranách Atlantiku růst indexu agentury Bloomberg stejný (1,13 %), u neinvestičního ratingu pak byl růst v Americe vyšší (1,45 %) než u dluhopisů denominovaných v EUR (0,88 %). Pozitivní rizikový sentiment, podporovaný zveřejňovanými solidními firemními výsledky (zejména v USA) a makroekonomickými údaji (jak USA, tak Evropa, ale i většina rozvíjejících se ekonomik) a pokračující nákupy firemních dluhopisů v rámci programu QE Evropskou centrální bankou byly určujícími faktory příznivého vývoje v tomto segmentu.

Kreditní marže na trhu CDS se v únoru ubíraly obdobným vývojem, když zhruba stagnovaly v investičním a klesly ve spekulativním segmentu. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) stagnoval na 73 bodech, zatímco index iTraxx Crossover (spekulativní stupeň v segmentu syntetických kreditních derivátů) ubral 8 bodů na 292 b.

Dluhopisový trh ČR

Po lednovém, spekulacemi (na brzké ukončení intervenčního režimu) hnaném poklesu výnosů se v únoru situace otočila. České výnosy, zejména na dlouhém konci, zamířily nahoru, riziková prémie nad německými se tak výrazně zvýšila – na krátkém konci na 50 bodů (nejvíce od léta 2016), na dlouhém konci na 40 bazických bodů (nejvíce od října). Na konci měsíce se tak český desetiletý výnos vyšplhal nad 60 bps, kde nebyl od ledna 2016. Příčinou uvedeného vývoje byl určitý pokles nákupní aktivity zahraničních investorů při naopak zesíleném zájmu domácích hráčů české státní dluhopisy prodávat. Cenovému sestupu pomohl i poměrně našlapaný aukční kalendář, v rámci kterého se Ministerstvo financí snaží předfinancovat v rámci letošního emisního plánu ještě před exitem ČNB. Únorové aukce se však setkaly pouze s chladným zájmem investorů, což korespondovalo s vývojem na sekundárním trhu. Výsledkem uvedeného byl posun křivky vzhůru při zvýšení sklonu, růst výnosů dosahoval až 30 bps.

Bloomberg Effas Czech Index

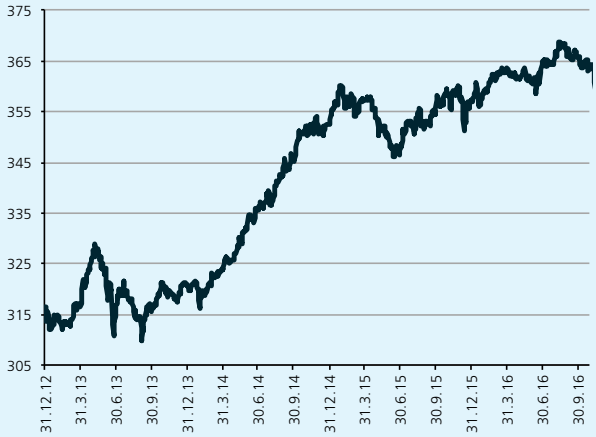


DLUHOPISOVÉ TRHY

Dluhopisový trh Polsko

Že se u českých dluhopisů nejednalo o nějaký regionální pohyb, je zřejmé také z vývoje jejich polských protějšků. Výnosy polských dluhopisů zůstaly na dlouhém konci v podstatě beze změn, když celý měsíc výnosově oscilovaly kolem 3,80-3,85 %. Ani na krátkém konci výraznější pohyby nenastaly: celý měsíc se výnosy držely kolem 2,25 %, až počátkem března klesly lehce pod 2,20 %.

Bloomberg Effas Poland



Dluhopisový trh Turecko

Posílení (z 3,90 na 3,70) liry proti dolaru v první polovině února s sebou přineslo i stabilizaci výnosů, které během první dvou dekád února klesly z 11 % místy i pod 10,5 %. Hlavním důvodem byla korekce měnového kurzu (rizikové averze vůči tureckým aktivům) a mj. také dlouho neviděná aktivita centrální banky, která na sekundárním dluhopisovém trhu zvýšila nákupní aktivitu a jejíž držba státních dluhopisů se vyšplhala až na nejvyšší hodnotu od roku 2008.

Centrální banka tak na jedné straně (ač v únoru samotném žádnou změnu v tomto směru neudělala) zpřísňuje, skrze O/N sazbu, diskontní okno či likviditní podmínky pro bankovní sektor za účelem podpory liry, na druhé straně se však snaží snížit náklady financování státu na dlouhém konci. V poslední dekádě měsíce však tento efekt na dlouhém konci převážila obava, následně potvrzená daty, z pokračujícího růstu inflace. Ta se v únoru 2017 poprvé od dubna 2012 (11,1 %) vrátila na dvouciferné tempo (10,1 %), a to za současného růstu i jádrové inflace (ze 7,7 na 8,6 %). Další zpřísnění měnové politiky tak je na místě, otázkou je, zda se k němu centrální banka skutečně odhodlá.

MĚNOVÉ TRHY

Dolar vlivem rostoucí pravděpodobnosti zvýšení sazeb na zasedání v březnu během celého února posiloval, dostal se tak z 1,08 na konci ledna až k 1,05 v průběhu února (meziměsíčně vůči euru zpevnil o 1,6 %, čímž odmazal větší část lednového oslabení). **Na spotovém trhu s korunou se jako v minulých měsících nestalo nic**, celý únor se na spotovém trhu kurz koruny proti euru držel hranice 27,025. Po lednových turbulencích na forwardovém trhu se situace v únoru i zde zcela uklidnila: nové spekulace na brzký konec intervencí dle vývoje forwardových bodů přestaly resp. se notně snížily, trh si tedy prozatím našel rovnováhu. Ani u polského zlotého se nic zvláštního nestalo: hned v první únorové dekádě došlo k mírnému posílení na 4,30 z úrovní kolem 4,34-4,35 z konce ledna, ve zbytku měsíce pak kurz kolem této hranice osciloval. U maďarského forintu byl vývoj skoro identický, tj. posílení v první polovině února na 308, poté oscilace kolem této hranice.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Dluhopisový trh ČR

Během února došlo ke znatelnému růstu českých výnosů a tento trend může dle našeho názoru v dalším průběhu letošního roku pokračovat. Hlavní bezprostřední riziko pro český obligační trh spatřujeme v ukončení intervenčního režimu ČNB, po němž můžeme vidět výraznou volatilitu a i výrazný růst výnosů pokud by došlo ke snaze zahraničních investorů, kteří dle posledních dat ČNB za leden 2017 nyní drží již skoro 40 % (čímž se ČR zařadilo na druhé místo v rámci rozvíjejících se trhů!) státních dluhopisů denominovaných v Kč, rychle z těchto pozic alespoň částečně vystoupit.

Na druhou stranu, domácí bankovní trh je v trvajícím přebytku likvidity, ministerstvo financí má nyní díky silně rostoucí ekonomice rostoucí příjmy a tudíž nižší emisní potřebu. Nicméně i přesto je letos emisní kalendář výrazně nabitější a potřeba MF získat na primárním trhu nové financování o poznání vyšší proti roku 2016 (blíží se volby, kapitálové výdaje stejným tempem jako v roce 2016 už klesnout nemohou, sazby z dluhopisů také ne atd.).

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Dluhopisový trh ČR

Důležitým pro české výnosy, samozřejmě, zůstane také vývoj v EMU. Tam v únoru výnosy - u Německa, které je pro nás určující - klesly. Domníváme se však, že vzhledem k růstu inflace a také nad očekávání vysoké ekonomické aktivitě bude ze strany jestřábích členů EMU (Německo, Nizozemí) postupně sílit volání po rychlejší neutralizaci/utažení měnové politiky v podobě ohlášení neprodlužování programu odkupu aktiv za prosinec 2017. To podle nás v průběhu roku povede k trvalejšímu růstu německých výnosů a v důsledku také výnosů českých.

Dluhopisový trh Polsko

Polské dlouhé výnosy jsou na stávajících úrovních nedaleko hranice 4 % atraktivní, a to jak z pohledu nominálního výnosu samotného, tak z pohledu slabého polského zlotého, u kterého čekáme postupné posílení. Ekonomika by letos měla vlivem fiskální expanze urychlit, na polskou vládu a její excesy si už trhy zvykly a neřeší je a povaha nedávného vzedmutí se inflace není poptávková, a tedy per se udržitelná (tj. růst sazeb centrální banky zatím určitě nehrozí, což potvrdil ve svém vystoupení guvernér po březnovém zasedání NBP). Postupně sice výnosy ve vnějším prostředí narostou, prostor ke kompresi rizikové prémie k německým dluhopisům vnímáme však jako dostatečný.

Dluhopisový trh Turecko

Turecké výnosy jsou na dvouciferných úrovních atraktivní, problémem však zůstává (nyní dvouciferná) inflace při relativně křehkém ekonomickém oživení následující citelné ochlazení hospodářského růstu ve 2. pololetí loňského roku. Centrální banka kvůli politickému tlaku (poměrně neochotně) zpřísnila měnové podmínky v posledních měsících o cca 250 bps, s ohledem na turecká rizika a také očekávané zvyšování sazeb FEDu to ale nemusí stačit. Domníváme se nicméně, že centrální banka ve snaze kredibilně zkrotit inflaci přísné měnové podmínky udrží (či dále utáhne) a výnosy tureckých aktiv (i vlivem jejich výrazného podvážení v portfoliích globálních investorů) postupně klesnou. Tomu by měla pomoci i stabilizace a určité posílení kurzu liry, která je nyní fundamentálně nejslabší měnou mezi rozvíjejícími se zeměmi.

Měny

U kurzu eura proti dolaru stávající hodnoty kurzu eura vůči dolaru stále implikují – podobně jako v listopadu či březnu roku 2015 – příliš velké inflační a úrokové diferenciály mezi USA a EMU, které se dle nás nevyplní. Očekáváme, že se kurz postupně vzhledem k dobrému růstovému tempu EMU v 1. polovině 2017, které naznačují předstihové indikátory, a vzhledem k našemu očekávání, že ECB bude muset alespoň naznačit konec odkupů aktiv, vrátí na úrovně bližší (nicméně pod) 1,10. Rizikem jsou však nadále úrovně výrazně nižší, zejména pokud by politika v roce 2017 (německé, nizozemské a zejména francouzské volby) do hry opět vrátily re-denominační riziko.

U koruny se vzhledem k inflačnímu vývoji v posledních měsících domníváme, že centrální banka přistoupí letos k opuštění kurzového závazku. Je tomu tak i navzdory tomu, že inflační obrázek se moc nezměnil a že růst inflace v posledním čtvrtletí roku 2016 byl hlavně důsledkem cen energií a potravin (a zavedení EET). Dle nás se totiž ČNB bude snažit využít „okénko příležitosti" otevřené nedávným nárůstem inflace a opustit režim, který zdědila po předchozí Radě. Vzhledem k masivnímu přílivu spekulativních peněz před opuštěním režimu, sázejících na posílení koruny po jeho skončení a vzhledem k tomu, že se dá očekávat, že většina exportéru bude v době exitu zajištěná, není automatické, že koruna po exitu posílí, jak většina investorů věří. Dle nás bude po exitu následovat období vysoké volatility a koruna na přechodnou dobu výrazněji neposílí – a může dokonce v případě, že dostatečné množství spekulantů bude chtít své dlouhé korunové pozice rychle uzavřít, oslabit nad stávající úrovně. Dlouhodobým trendem kvůli vyššímu růstu produktivity v ČR oproti EMU nadále zůstává posilování koruny.

U polského zlotého se naše očekávání z minulých měsíců nemění. Dle našeho očekávání se kurz zlotého vůči euru vrátil k hladině 4,30 a nadále čekáme, že se v horizontu půlroku vrátí i pod 4,25.

Maďarský forint dle nás bude profitovat z velmi dobrého makro obrázku – posílení ke hranici 300 je tak dle nás nadále reálné i navzdory stále volné měnové politice centrální banky.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Akciový trh

Na akciové trhy jsme pozitivní, avšak pro tento rok musíme počítat se zvýšenou volatilitou. Jedním z hlavních témat v následujících kvartálech bude realizace ambiciózního programu nového amerického prezidenta Trumpa. Část pozitivních očekávání byla již v amerických akciích zaceněna koncem loňského roku. Avšak možné snížení korporátních daní ze současných 35 % na až 15-20 % by bylo výraznou vzpruhou pro zisky amerických korporací. Zároveň štědrý program na investice do infrastruktury spolu s rostoucí inflací by měla podpořit výkonnost amerických akcií. **Mnohé akciové trhy** tak dle nás nabízejí zajímavé **růstové příležitosti,** jejichž atraktivita vyplývá i z pohledu relativního srovnání s jinými třídami aktiv, jako například dluhopisy. Akcie se jeví levné zvláště v prostředí nízkých úrokových výnosů, kdy by se valuace mohly oproti historickým průměrům pohybovat výše. Velice **nízkých valuačních hodnot** dosahují akciové **rozvíjející se trhy**, nic se dle našeho názoru nemění ani po zvolení prezidenta Trumpa, jehož rétorika se nese v protekcionistickém stylu. 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 prémií, avšak tyto vyšší ceny jsou kompenzovány, ve srovnání s Evropou, vyšším hospodářským růstem 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**, která nás, při současných úrovních akciových indexů, bude v následujících letech provázet. Důležitými událostmi bude vyjednávání podmínek Brexitu s možnými dopady na EU jako celek, smršť parlamentních voleb v Evropě, zavedení nečekaných protekcionistických opatření, možné odpisy čínských bank, popřípadě některé geopolitické události.

Atraktivnost většiny středoevropských akcií nyní vidíme selektivně v některých akciích, růstových i těch dividendových. V Polsku jsou stále rizika spojená s neočekávanými kroky strany PiS, u českých společností pak vidíme potenciál i vzhledem k pravděpodobnému upuštění od intervenčního režimu Českou národní bankou. Pozitivní jsme ve středoevropském regionu především na některé české, rumunské a selektivně některé polské 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 masa Tarczynski nebo leasingová společnost Prime Car Management. V Rumunsku máme pozitivní pohled na akcie rumunského restitučního fondu Fondul Proprietatea, fondu SIF1, plynárenské společnosti Romgaz a Petrom, v Rakousku na akcie pojišťovny Uniqa a realitních společností Atrium a UBM, ve Slovinsku jsou to akcie výrobce domácích spotřebičů Gorenje a přístavu Luka Koper. Naopak negativní výhled máme na většinu bankovního a ropného sektoru, zvláště pak toho polského. Opatrní jsme zároveň na společnosti s vysokým vlivem státu.

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 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**

CONSEQ
JIŽ OD 1994