



Akciové indexy		Dluhopisové indexy Bloomberg Barclays		Měny (pokles = posílení)		Komodity	
USA – S&P 500	-2,69 %	USA	0,94 %	USD/EUR	1,07 %	Ropa Brent	6,83 %
Evropa – DJ Stoxx 600	-2,31 %	Evropa	1,60 %	CZK/USD	-1,32 %	Zemní plyn	2,47 %
Japonsko – Nikkei225	-2,78 %	ČR	0,27 %	CZK/EUR	-0,29 %	Sil. elektřina	6,54 %
MSCI Emer.Mark.	-2,03 %	Polsko	0,99 %	PLN/EUR	0,90 %	Zlato	0,37 %
ČR – PX	0,31 %	Maďarsko	0,89 %	HUF/EUR	-0,51 %	Stříbro	-0,34 %
Polsko – WIG30	-5,39 %	Turecko*	-2,28 %	TRY/EUR	5,01 %	Měď	-3,09 %
Maďarsko – BUX	-2,24 %	* BofA Merrill Lynch index					

BŘEZEN V KOSTCE

Klíčové události ve světě

- Americká centrální banka (Fed) podle očekávání zvýšila klíčovou úrokovou sazbu – Fed funds rate – o čtvrt procentního bodu (0,25 %) na úroveň pásma 1,50 až 1,75 %.
- Americký prezident Donald Trump oznámil zavedení cel v oblasti dovozů oceli a hliníku, potažmo výrobků z nich. Následovalo oznámení o dovozních clech na vybrané produkty z Číny v objemu až 60 mld. dolarů ročně. Čína podle očekávání tyto kroky opětovala.
- Akcie společnosti Facebook zaznamenaly dramatický propad poté, co vyšly najevo zásadní úniky osobních údajů. Akcie za celý měsíc ztratily 11 %.
- Především kvůli zvýšenému riziku obchodní války mezi USA a Čínou a objevujícími se náznaky mírně zpomalující dynamiky světové ekonomiky byl březen v rámci rizikových aktiv v čele s akciemi po únoru dalším vesměs negativním měsícem.

Vývoj na finančních tržích

- Americký dolar v březnu oslaboval. Dolarový index DXY, jenž měří výkonnost dolaru vůči koši hlavních světových měn, oslabil o 0,7 %. Vůči euru dolar oslabil o 1,1 % na 1,232 dolaru za euro (resp. euro posílilo vůči dolaru).
- Za celé první čtvrtletí dolarový index DXY odepsal 2,3 %. Vůči euru dolar ztratil 2,7 % (resp. posílení eura vůči dolaru).
- Koruna vůči euru zůstala v březnu beze změny na úrovni 25,43 CZK/EUR a vůči dolaru posílila o 0,8 % na úroveň 20,64 CZK/USD.
- Za celé první čtvrtletí koruna vůči euru posílila mírně o 0,4 % a výrazněji o 3,1 % vůči dolaru.
- Globální akciové trhy pokračovaly v březnu v poklesu, když dle indexu MSCI All Country World ztratily 2,4 % (v dolaru). V korunovém vyjádření globální akciové trhy odepsaly 3,2 % (vyšší ztráta z důvodu posílení koruny vůči dolaru).
- Za celé první čtvrtletí globální akciové trhy oslabily o 1,4 % (v dolaru). V korunovém vyjádření globální akciové trhy odepsaly 4,4 % (vyšší ztráta z důvodu posílení koruny vůči dolaru).
- Z regionálního hlediska se v březnu nedařilo akciím jak na rozvinutých tržích (MSCI World -2,4 %), tak ani akciím na rozvíjejících se tržích (MSCI Emerging Markets -2,0 %).
- Za celé první čtvrtletí skončily akcie rozvinutých trhů v nepatrném minusu (MSCI World -1,7 %), naopak akcie rozvíjejících se trhů v mírném plusu (MSCI Emerging Markets +1,1 %).
- Co se konkrétních akciových trhů týče, v březnu se nedařilo především akciím v Polsku (WIG 30 -5,8 %), Indii (Sensex -3,6 %) a Turecku (BIST 100 -3,4 %). Pozitivní výkonnost naopak zaznamenaly rumunské akcie (BET +3,1 %).
- Za celé první čtvrtletí poklesly zejména akcie v Polsku (WIG 30 -9,5 %), Velké Británii (FTSE 100 -8,2 %) a Japonsku (Nikkei -5,8 %). Na druhou stranu se dařilo akciím v Rumunsku (BET +12,4 %), Brazílii (Bovespa +11,7 %) a Rusku (RTSI +8,2 %).
- Index pražské burzy PX v březnu nepatrně posílil o 0,3 % na úroveň 1 124 bodů. Za celé první čtvrtletí český akciový index posílil o velice slušných 4,2 %.



BŘEZEN V KOSTCE

Vývoj na finančních tržích

- České státní dluhopisy v březnu v průměru mírně posílily o 0,3 % (dle indexu českých státních dluhopisů Bloomberg Barclays), tzn. výnosy do doby splatnosti mírně poklesly. Za celé první čtvrtletí nicméně české státní dluhopisy oslabily o 0,9 % (tj. nárůst výnosů do doby splatnosti).
- Polské a maďarské státní dluhopisy si v březnu připsaly solidní zisky ve výši 1,0 %, respektive 0,9 %. Turecké státní dluhopisy naopak poměrně výrazně, o 2,3 %, oslabily.
- Za celé první čtvrtletí polské státní dluhopisy posílily o 1,7 %, maďarské státní dluhopisy oslabily o 0,6 % a turecké státní dluhopisy připsaly nulovou výkonnost.
- Korporátní dluhopisy v březnu velice nepatrně oslabily, eurový index korporátních dluhopisů investičního stupně poklesl o 0,1 % a eurový index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně (high-yield) oslabil o 0,2 %. Za celé první čtvrtletí pokles činil -0,3 %, respektive -0,5 %.
- Ropa Brent v březnu silně rostla, cena vzrostla o 6,8 % na 70 dolarů za barel. Za celé první čtvrtletí cena ropy Brent vzrostla o 5,1 %.
- V souvislosti s propady na globálních akciových tržích jsme byli rovněž svědky nárůstu volatility neboli kolísavosti cen finančních aktiv. Nejsledovanější americký index volatility VIX, někdy také označovaný jako index strachu, se na konci března dostal na úroveň 20 bodů, což je oproti konci minulého roku nárůst o celých 81 %.

Co jsme dělali v našich investičních portfolích?

- V rámci asset alokace investičních portfolií jsme v březnu dále mírně snížili váhu akciové složky na relativní bázi vůči srovnávacím indexům portfolií neboli benchmarkům, z minus 5 % na minus 10 %. Snížení z neutrální váhy na 5 % podvážení jsme přitom provedli v průběhu ledna.
- Toto podvážení akciové složky momentálně považujeme za tzv. strategické, neboť se domníváme, že v rámci aktuálního globálního hospodářského cyklu již bylo dosaženo na konci loňského roku vrcholu a v příštích dvou letech bude světová ekonomika postupně mírně zpomalovat, stejně jako dynamika růstu korporátních zisků.
- Dále jsme na relativně atraktivních cenových úrovních dokupovali české státní dluhopisy středních a delších splatností. Přesto i nadále v rámci dluhopisové složky zůstáváme vůči srovnávacím indexům (benchmarkům) na duraci, tzn. na úrokovém riziku, poměrně výrazně podvážení, neboť stále očekáváme, že ve střednědobém horizontu budou výnosy do doby splatnosti českých státních dluhopisů růst, respektive ceny klesat.
- V dluhopisových portfoliích jsme dále snižovali kreditní riziko prostřednictvím prodeje vybraných korporátních dluhopisů a to především investičního stupně. Důvodem byly rekordní cenové úrovně korporátních dluhopisů, resp. výnosové prémie nad výnosy relativně bezrizikových státních dluhopisů na cyklických minimech (tzv. kreditní spready neboli kreditní marže).
- Celkově jsme v rámci asset alokace investičních portfolií vůči srovnávacím indexům (benchmarkům) mírně podvážení v akciích, podvážení v dluhopisech a nadvážení v hotovosti.
- V rámci akciové složky stále preferujeme rozvíjející se trhy (emerging markets) oproti trhům rozvinutým (developed markets).

Jaký je náš investiční výhled na následující období?

- Naše očekávání pro zbytek roku 2018 jsou v rámci našeho základního scénáře budoucího vývoje opatrně pozitivní.
- Globální ekonomické oživení pokračuje a je silně synchronizováno napříč světovými regiony. Aktuálně tak probíhá nejsilnější globální ekonomický růst od globální finanční krize z let 2007–2009. Růst světového HDP by se měl přitom letos pohybovat kolem 3,4 % po loňských 3,3 %.
- Na druhou stranu se ovšem domníváme, že dynamika neboli tzv. momentum světové ekonomiky je již momentálně v rámci aktuálního hospodářského cyklu za svým vrcholem a i v následujících měsících bude dále mírně zpomalovat.
- Podle předstihových indikátorů sentimentu (zejména indexy nákupních manažerů PMI – Purchasing Managers Index a indexy důvěry spotřebitelů) přitom dynamika světové ekonomiky dosáhla svého maxima na konci loňského roku a od začátku letošního roku mírně zpomaluje. A právě primárně kvůli tomu zaznamenaly globální akciové trhy v uplynulých dvou měsících nemalé propady.
- Inflace zůstává z globálního hlediska poměrně slabá, byť mírně rostoucí, pod inflačními cíli klíčových centrálních bank, a to i přes velice nízkou míru nezaměstnanosti napříč světovou ekonomikou. Klíčové centrální banky proto zůstávají opatrné, měnovou politiku budou normalizovat velice pomalu a graduálně.



BŘEZEN V KOSTCE

Jaký je náš investiční výhled na následující období?

- Co se globálního akciového výhledu týče, domníváme se, že po devíti letech globálního býčího trhu již akciové trhy pravděpodobně mají to nejlepší za sebou. Dynamika světové ekonomiky a růst korporátních zisků budou velice pravděpodobně v následujících dvou letech z cyklického vrcholu postupně mírně zpomalovat, což bude pro akciovou výkonnost představovat negativní faktor. Dalšími rizikovými faktory jsou pokračující třenice v mezinárodním obchodě a riziko rychlejší než aktuálně očekávané normalizace měnových politik klíčových centrálních bank v čele s americkým Fedem a evropskou ECB. Z tohoto důvodu jsme již v akciové složce našich portfolií strategicky podvážení, byť prozatím jenom mírně.
- Za celý rok 2018 tak v našem základním scénáři očekávaného vývoje počítáme pouze s mírně kladnou výkonností globálních akciových trhů.
- Co se týče ocenění globálních akciových trhů neboli valuací tržních cen akcií ve vztahu k fundamentálním veličinám jako zisky (P/E), tržby (P/S) či cash flow (P/CF), ty jsou již momentálně z historického srovnání již mírně nadprůměrné, proto u valuací v letošním roce očekáváme postupný mírný pokles.
- Na trh českých státních dluhopisů máme i nadále poměrně opatrný výhled, neboť výnosy jsou stále poměrně blízko historických minim, respektive ceny poměrně blízko historických maxim. Ve střednědobém horizontu tak stále očekáváme nárůst výnosů do doby splatnosti, respektive pokles cen, a to zejména u emisí delších splatností. Proto jsme na duraci, tzn. úrokovém riziku, vůči srovnávacím indexům (benchmarkům) stále poměrně významně podvážení. Tento výhled vychází z našeho výhledu na německé státní dluhopisy, jež jsou s českými protějšky velice úzce spjaty.
- Co se týče korporátních dluhopisů investičního i neinvestičního stupně, domníváme se, že po výrazném cenovém růstu z minulých let, včetně roku 2017, již pravděpodobně mají to nejlepší za sebou.
- V každém případě musíme i nadále počítat se zvýšenou krátkodobou volatilitou neboli kolísavostí tržních cen všech rizikových aktiv v čele s akciemi.
- Mezi klíčová rizika našeho opatrně pozitivního základního scénáře očekávaného vývoje globálních finančních trhů v roce 2018 patří: 1) zásadní vyostření situace v mezinárodním obchodě, zejména ve vztahu mezi dvěma největšími světovými ekonomikami, USA a Čínou, 2) rychlejší než aktuálně očekávané postupné zpomalování globální ekonomiky z cyklického vrcholu, jehož bylo dosaženo na přelomu loňského a letošního roku, 3) neočekávané a výrazné zvýšení inflace a inflačních očekávání, 4) oproti aktuálnímu očekávání výrazně rychlejší normalizace monetárních politik klíčových centrálních bank (Fed, ECB, BOJ), 5) oproti aktuálnímu očekávání výraznější zpomalení čínské ekonomiky, případně kreditní krize (v rámci stínového bankovníctví).

HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Ani strukturální data za čtvrté čtvrtletí minulého roku, ani data z maloobchodu a předstihové indikátory z prvního čtvrtletí tohoto roku nenaznačují, že by inflace měla brzy urychlit. Centrální banka sice ze svého vyjádření odstranila zmínku o možnosti rozšíření kvantitativního uvolnění, od skutečného utažení měnové politiky je však stále stejně daleko, jako před měsícem.

Finální strukturální data za čtvrté čtvrtletí opět ukázala, proč poptávková inflace v eurozóně zůstává bez trendu.

Kvartální růst HDP o 0,6 % q/q byl stejný jako v prvním čtvrtletí roku 2017 (a tedy o 0,1 p. b. pomalejší než ve druhém i třetím čtvrtletí), struktura však byla hodně neinflační. Kvartální růst byl totiž hnán primárně čistým exportem, což bylo stejné jako ve všech čtvrtletích minulého roku kromě čtvrtletí třetího. Příspěvek poptávky domácností byl jenom 0,1 p. b., což bylo nejméně od prvního čtvrtletí roku 2014. I když to část pozorovatelů připisovala teplejšímu počasí, které ovlivnilo prodeje energií a oblečení, dle nás je to jenom část vysvětlení – poptávka domácností je prostě obecně a dlouhodobě slabá, a to i v Německu, kde je nezaměstnanost již dva roky na úrovni přirozené míry. Problémem je dle nás stále velmi pomalý růst mezd. Ten ostatně vysvětluje i divergenci mezi měkkými indikátory (spotřebitelská důvěra) a tvrdými indikátory (maloobchodní tržby) – domácnosti by, jak tvrdí, klidně utrácely více, ale nemohou. Tato divergence zřejmě přetrvávala i v únoru – první data ze Španělska ukázala, že meziroční růst maloobchodních tržeb se v eurozóně nejspíš udržel jen lehce nad 2 %.



HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

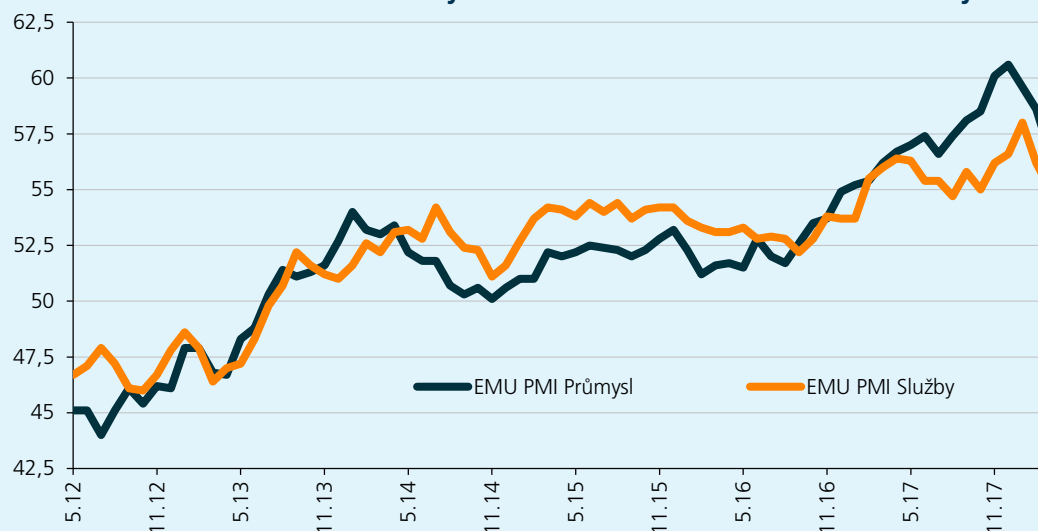
Tempo hospodářského růstu navíc zřejmě již dosáhlo svého maxima. Předstihové indikátory totiž v březnu dále citelně zpomalily. Index PMI ve zpracovatelském průmyslu v eurozóně poklesl na 56,6, tzn. nyní je již o 4 body níže než v prosinci 2017. U dominantního sektoru služeb byla březnová hodnota oproti prosinci nižší o 3 body a celkový index PMI tak byl nyní nejnižší za posledních 14 měsíců. Podobný vývoj měl i index IFO v Německu – složka hodnotící stávající situaci sice zůstala velmi vysoko (125,6 bodu, o 2,2 bodu níže, než je maximum z letošního ledna), složka očekávání však klesla nejnižší (104,4) od ledna 2017. Hodnota podnikatelské důvěry v eurozóně dle indexu ESI rovněž poklesla, zejména v sektorech průmyslu a maloobchodu (a to na nejnižší úroveň od srpna 2017). A tak i když u spotřebitelů zůstala důvěra beze změny na únorových 0,1 bodu (tj. stále jen kousek pod lednovým historickým maximem), zdá se, že růst ve druhém čtvrtletí letošního roku bude přinejlepším stejný, pravděpodobně však slabší, než v předcházejících dvou.

Z pravidelných měsíčních dat překvapila slabší data z průmyslu i z maloobchodu. Lednová průmyslová produkce poklesla o 1 % m/m, ale bylo to hlavně kvůli poklesu produkce v sektoru energií a veřejných služeb. Dynamika zpracovatelského průmyslu zůstala velmi dobrá – v únoru sice zpracovatelský sektor jen stagnoval, průměr v posledních třech měsících (prosinec–únor) však dosáhl velmi dobrých 1,2 % m/m. **Lednový maloobchod rostl jenom o 2,3 % r/r, což se asi těžko projeví v akceleraci poptávkové inflace** – dá se tak čekat, že ani v prvním čtvrtletí tohoto roku nebyla poptávka domácností hlavním faktorem růstu.

Trh práce se dále zlepšuje, byť nadále jenom tempem –1 p. b. ročně u míry nezaměstnanosti. V únoru dosáhla její sezonně očištěná míra 8,5 % (před rokem tedy 9,5 %) a byla tak sice nejnižší od krize, od stavu plné zaměstnanosti nadále zůstává trh práce daleko. Takový vývoj pak reflektuje **inflace. Ta v únoru dle finálních dat klesla na 1,1 %, což byla nejnižší hodnota od prosince 2016.** Jádrová inflace v celé eurozóně zůstala beze změny na 1 %, což je skoro přesně její průměrná hodnota v letech 2013–2017 (0,9 %) – poptávkové tlaky tak stále nejsou nijak patrné. Dle předběžných dat se celková inflace sice v březnu díky potravinám vrátila na 1,4 %, jádrová inflace však opět podstřelila očekávání a zůstala na únorovém jednom procentu r/r.

ECB na svém březnovém zasedání nastavení tempa nákupů aktiv ani úrokových sazeb samozřejmě neprovedla. Učinila však první krok směrem k normalizaci měnové politiky v eurozóně, když ze svého vyjádření po zasedání odstranila zmínku o tom, že je v případě potřeby připravena upravit rozsah, objem nebo trvání programu odkupu aktiv. Tato věta se v zápisu nacházela od roku 2016 a ukazovala, že ECB vnímá inflační rizika spíše směrem dolů. Vzhledem k tomu, že se dle ECB deflační hrozbu podařilo zažehnat, není již tento „easing bias“ měnové politiky potřeba. I tak však zůstává měnová politika ECB velmi uvolněná – program odkupu aktiv (tzv. PSPP) bude dle ECB pokračovat minimálně do září 2018 a v každém případě pak tak dlouho, jak bude nutné k zajištění návratu inflace na cíl udržitelným způsobem, sazby dle příslibu ECB zůstanou velmi nízké velmi dlouho atd. Na jakékoliv explicitní utažení měnové politiky si tak ještě musíme počkat.

Předstihové indikátory v EMU se koncem 1. čtvrtletí dále zhoršily



Zdroj: Bloomberg



HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Revize růstu v posledním čtvrtletí minulého roku, pozitivní měsíční data i zlepšená dynamika jádrové inflace znamenají, že letos Fed svému slibu – trojímu utažení sazeb – skoro jistě opět dostojí.

Po růstu o 3,2 % (q/q, anualizovaně) ve třetím a o 3,1 % ve druhém čtvrtletí 2017 vzrostla ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí dle finálního odhadu o 2,9 %, což bylo přece jen zdatně lepší než první (2,6 %), respektive druhý odhad (2,5 %); změna byla primárně důsledkem nahoru revidované poptávky domácností a menšího negativního vlivu zásob. Zpomalení v posledním čtvrtletí oproti předchozímu čtvrtletí tak bylo nakonec pouze kosmetické a bylo důsledkem vysokého růstu dovozu, který oproti pozitivnímu příspěvku (+0,1 p. b.) k růstu ve 3Q17 růstu ve 4Q17 ubral 2 p. b.

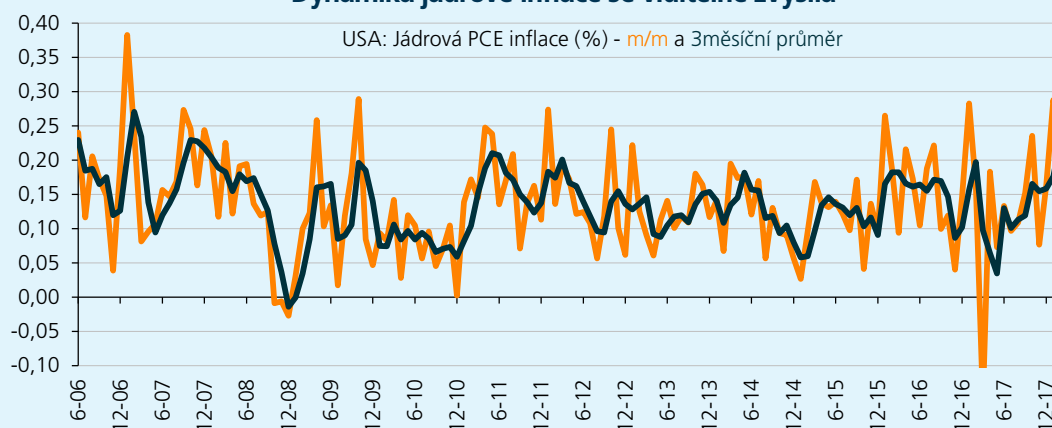
Měsíční data zveřejněná během března byla dobrá. **Průmyslová produkce** se v únoru po krátkém lednovém zakolísání (−0,2 % m/m) vrátila k růstu a přidala skoro procento m/m. Zpracovatelská složka průmyslové produkce si pak vedla ještě lépe, když oproti prvnímu měsíci letošního roku přidala silných 1,3 %. Po lednovém zakolísání (první pokles od srpna) se tak růstová dynamika průmyslu vrátila k solidním hodnotám a je výrazně lepší než v letech 2015, 2016 či v prvních měsících roku 2017. **Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby** bez letecké a vojenské techniky zastavily trend zpomalování, který trval od září minulého roku a který v prosinci minulého roku i v lednu letošního roku vyústil v meziměsíční kontrakci (−0,5 %, resp. −0,4 %). Meziměsíční růst v únoru o 2 % je slibným začátkem, bude však potřeba, aby i březnová a dubnová data tento trend potvrdila. **Maloobchodní tržby** (bez aut a bez paliv), které v posledním měsíci minulého a v prvním měsíci letošního roku výrazně ztratily na dynamice, se v únoru také zlepšily – poté, co v prosinci i v lednu klesly o revidovaných 0,2 % m/m, je jejich únorový růst pozitivní, a vzhledem k trhu práce rovněž očekávanou zprávou. Byť musíme dodat, že jsme očekávali jejich růst ještě o něco výraznějším tempem, než bylo zveřejněných +0,3 % m/m.

Trh práce je nadále ve výborném stavu, v únoru vytvořil v soukromém sektoru 287 tisíc míst. Oficiální míra nezaměstnanosti zůstala na úrovni 4,1 %, tj. nejnižší od listopadu 2000, ostatně, jako každý měsíc od října minulého roku. Alternativní míra U6 (zahrnující oficiálně nezaměstnané, pracovníky k trhu práce připojené pouze částečně, pracovníky od hledání práce odrazené či pracující nedobrovolně na částečný úvazek) zůstala na lednových 8,2 %, což je zhoršení oproti pokrizovému minimu (7,9 %) dosaženému v říjnu 2017. Je tak evidentní, že trh práce je sice nadále proinflační, ale jeho „proinflačnost“ se již dále neprohluje.

Jádrová PCE inflace se pozvolna sune k cíli Fedu. Od minima v srpnu 2017 (1,3 %) je nyní již o 0,3 p. b. výše (1,6 %), oproti předchozím 4 měsícům (kdy dosáhla shodně 1,5 %) se tak v únoru zvedla o 0,1 p. b. I měsíční dynamika naznačuje, že očekávání Fedu, že se letos inflace k jeho cíli vrátí, je vcelku realistické. Meziměsíční růst jádrové PCE inflace dosáhl v posledních 3 měsících průměrného tempa 0,23 %, tj. nejrychlejší kvartální dynamiky od listopadu 2007.

Fed na svém březnovém zasedání přistoupil k obecně očekávanému zvýšení sazeb (Fed Funds je tak nyní v pásnu 1,50–1,75 %). Bylo to první zasedání pod vedením nového prezidenta Fedu J. H. Powella. Prohlášení po zasedání ani prognóza nebyly nijak rozdílné oproti nedávné minulosti – i když se na trhu spekulovalo, že Fed posune očekávanou trajektorii sazeb pro letošní rok nahoru (na celkové utažení o 100 b. b.), nestalo se tak. Mírného nárůstu se dočkala trajektorie sazeb pro rok 2019 (+25 b. b. oproti předchozí prognóze).

Dynamika jádrové inflace se viditelně zvýšila





HLAVNÍ UDÁLOSTI

CEE 3

ČR

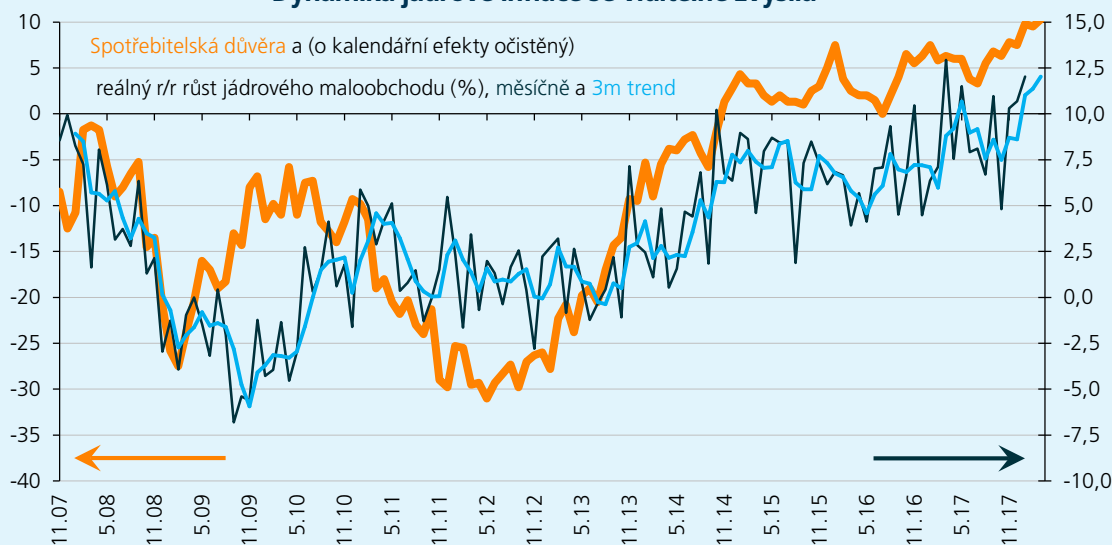
I začátkem roku 2018 pokračuje ekonomika v silném růstu. Zatímco u průmyslu je na obzoru zpomalení, u poptávky domácností žádné podobné signály – alespoň z maloobchodu – zatím nepozorujeme.

Finální data o růstu ekonomiky v posledním čtvrtletí přinesla revizi již tak silného údaje směrem nahoru. Ekonomika tak ve 4Q18 rostla o 0,8 % q/q, meziročně přidala 5,5 %, a za celý minulý rok tedy 4,6 %, což bylo druhé nejrychlejší tempo růstu od roku 2007. Revize směrem nahoru byla důsledkem revize spotřeby vlády, která oproti třetímu čtvrtletí vzrostla o 1,7 %, tj. nejrychlejším tempem od prvního čtvrtletí roku 2013. Poptávka domácností naopak rostla nejpomaleji za celý minulý rok (0,6 % q/q), což částečně vysvětluje absenci inflační hrozby.

Měsíční data zveřejněná v březnu byla dobrá. Průmyslová produkce sice v lednu poklesla (-0,6 % m/m), ale tento pokles byl způsoben jen poklesem ve (volatilním) sektoru produkce energií. Zde totiž – podobně jako v prosinci, kdy jsme zde zaznamenali pokles o 7 % – došlo v lednu k výraznému poklesu, a to o 10 % m/m. Naopak zpracovatelská složka průmyslu silně rostla: v lednu přidala 1,5 % m/m a její kvartální růst byl nejrychlejší od října 2016 (v listopadu totiž přidal zpracovatelský průmysl 3,2 % m/m, v prosinci pak 1,1 % m/m). Ačkoliv index PMI zvolnil v dubnu na šestiměsíční minimum (57,3), stále jsou to hodnoty, které ukazují na silný růst průmyslové produkce, zejména její zpracovatelské složky. **Maloobchodní tržby** začaly rok 2018 také velmi dobře. Jádrový maloobchod, tj. bez aut, paliv a potravin, vzrostl v lednu o 12 % r/r, což znamená, že v posledních 10 letech jsme viděli rychlejší tempo růstu jen jednou (v březnu 2017). Není to však překvapení – pokračuje silný růst reálných mezd (ve 4Q17 5,3 % r/r a nezdá se, že by v letošním roce docházelo ke zpomalení), spotřebitelská důvěra je na historických maximech (v březnu dosáhla nejvyšší hodnoty vůbec) a nezaměstnanost je stále nejnižší v EU.

Spotřebitelská inflace však přesto v únoru dále zpomalila. Měnověpolitická inflace klesla na 1,8 %, tj. nejnižší od listopadu 2016 (kdy, pro připomenutí, ČNB ještě stále intervenovala proti koruně za účelem odvrácení údajné hrozby deflace). Poptávková (jádrová) inflace zůstala na 1,7 %, tj. nejnižší od prosince 2016, a její měsíční dynamika je o hodně slabší než touto dobou v minulém roce. Zatímco průměrné meziměsíční tempo růstu jádrové inflace v posledních třech měsících (únor a leden 2018, prosinec 2017) dosáhlo 0,2 % m/m, před rokem to bylo 0,5 % m/m. Navíc nebýt toho, že ČSÚ opět zvýšil váhu imputovaného nájemného ve spotřebitelském koši (z 8,7 % na 10,4 %), klesla by jádrová inflace v únoru ještě více. Dezinflační tlaky pak znovu potvrdily i dovozní ceny – v lednu poklesly o 0,6 % m/m a o 5,8 % r/r. Dovozní ceny spotřebitelského zboží klesly o 7 % r/r a klesly tak kromě jednoho měsíce ve všech z 13 posledních měsíců. Žádnou inflaci si tak ze zahraničí nedovážíme, právě naopak.

Dynamika jádrové inflace se viditelně zvýšila

Zdroj: www.czso.cz



HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

ČNB na svém posledním zasedání proto ponechala sazby beze změny, trhům pak vyslala mírně holubičí poselství. Guvernér sice mluvil o tom, že koruna neposiluje tak, jak si ČNB představuje, což je prý rizikem pro větší růst sazeb v letošním roce (pro připomenutí, ČNB 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), ale v zápisu se zároveň objevilo, že skutečná inflace je navzdory tomuto neposilování „výrazně pod prognózou centrální banky“. A to je pak jasné antiinflační riziko poslední, tedy únorové prognózy. Celkově se tyto dva efekty do určité míry kompenzují, ne však úplně ČNB hodnotila celková rizika únorové prognózy jako mírně protiinflační.

POLSKO

Polská ekonomika je nadále v nejlepší možné kondici – nezaměstnanost atakuje nová a nová historická minima, mzdy silně rostou a průmyslu se vede dobře. Inflace však přitom překvapivě klesá.

Měsíční data zveřejněná během března se od lednových či únorových nijak nelišila. Průmyslová produkce vzrostla v únoru o silných 7,4 % r/r, což odpovídá úrovni, na které se v únoru nacházel index PMI (53,7). Silný růst stejným tempem by měl pokračovat i v dalších měsících – index PMI se v březnu totiž nezměnil a nadále se tak nachází na stejné úrovni (53,7). **Maloobchodní tržby** pokračovaly i v únoru v silném růstu, jehož tempo dosáhlo 7,9 %, tj. jen o 0,3 p. b. méně než v lednu (a rovněž o 0,3 p. b. méně, než je průměrné tempo jejich růstu od začátku roku 2017). Dynamika poptávky domácností tak zůstává nadále velmi silná a je to tak odůvodněně – silně rostou mzdy (v únoru +6,8 % r/r), sezonně očištěná míra nezaměstnanosti poklesla na další historické minimum (6,1 %). Jinými slovy, ani pro zbytek prvního pololetí letošního roku není vidět důvod, proč by poptávka domácností měla zpomalit.

Navzdory silnému růstu ekonomiky, nízké nezaměstnanosti a vysokému růstu mezd se inflace oproti lednu dále snížila. Zatímco v lednu dosáhlo tempo růstu cenové hladiny 1,9 %, v únoru jen 1,4 %. Absenci poptávkových tlaků potvrdil i pokles jádrové inflace (na 0,8 %). Dle předběžných dat za březen to nebyla náhoda – březnová inflace opět podstřelila očekávání (1,7 %), oproti únoru dokonce ještě o 0,1 p. b. klesla (na 1,3 %).

Měnový výbor centrální banky (MPC) ponechal v březnu 2018 sazby beze změny na 1,5 %. Nová prognóza sice přinesla vyšší očekávaný růst ekonomiky (zejména v letošním roce, 4,3 % vs. předchozí očekávání 3,6 %), ale také mírně nižší inflaci. Ta by dle prognózy měla dosáhnout v letošním roce 2,1 % (minulá prognóza očekávala 2,3 %), v letech 2019 a 2020 pak 2,7 % a 3 %. Rétorika centrální banky byla opět holubičí. Jádrová inflace je dle ní stále velmi nízká, vnější prostředí antiinflační, a tak nepřekvapí, že guvernér Glapinski znovu zopakoval, že sazby zůstanou letos neměnné. Překvapením však bylo, když řekl, že nelze vyloučit, že se sazby nebudou měnit ani v roce 2019.

MAĎARSKO

Maďarská ekonomika se nachází v podobné situaci jako ekonomika polská nebo česká – silný růst průmyslu i maloobchodu, nízká nezaměstnanost, silný růst mezd, to vše za trvajících velmi nízké inflace.

Růst ekonomiky byl ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku ze všech regionálních ekonomik nejrychlejší právě v Maďarsku. Tempo čtvrtletního růstu dle finálních dat dosáhlo 1,3 %, meziroční tempo pak 4,4 %; za celý rok ekonomika vzrostla přesně o 4 %. Dle strukturálních dat meziročnímu růstu nejvíce pomohla (stále urychlující) poptávka domácností, která ve čtvrtém čtvrtletí přispěla příspěvkem 2,6 p. b. Ještě více pak růstu pomohla investiční aktivita firem (+2,9 p. b.), to však není takové překvapení, jelikož v minulém roce to byla jeho největší brzda. A překvapivý vzhledem k této síle domácí poptávky není ani fakt, že čistý export růstu ubíral (-0,5 p. b.).

Měsíční data, která byla během března zveřejněna, byla velmi dobrá. **Maloobchodní tržby rostly v lednu tempem 7,3 % r/r** a pokračovalo tak urychlování jejich meziroční dynamiky, které pozorujeme již od počátku druhé poloviny minulého roku (meziroční tempo jejich růstu bylo ještě v srpnu 2017 jenom 4,5 %). K silnému meziročnímu růstu v lednu přispěla hlavně (a podobně jako u nás) jádrová komponenta – prodeje potravin vzrostly o 4,4 % r/r, paliv o 8,1 % r/r, tržby za věci mimo tyto okruhy však až o 11,6 % r/r. Tempo růstu celkových tržeb tak sice stále, jako po celý minulý rok, neodpovídá růstu mezd (13,8 % r/r v lednu), stavu trhu práce ani inflaci, ale výsledek to je výborný.



HLAVNÍ UDÁLOSTI

MAĎARSKO

Nezaměstnanost za prosinec až únor (3,9 %) setrvala poblíž historických minim (3,8 %), což je hodnota výrazně pod přirozenou mírou nezaměstnanosti. **Průmyslová produkce** v lednu oproti prosinci překvapivě silně urychlila (+1,5 % m/m), což v meziročním vyjádření znamenalo, že růst dosáhl 6,7 % r/r. Díky zpomalení indexu PMI (v únoru na 57,4 z lednových 60,9, v březnu pak dále na 57) očekáváme v dalších měsících mírné zvolnění tempa růstu.

Celková inflace se v únoru 2018 dostala na nejnižší úroveň (1,9 %) od června 2017, což je podobný obrázek jako v jiných zemích regionu. Důvodem bylo zpomalení růstu cen potravin a pokles cen paliv. Poptávková inflace zůstala na stejné úrovni (1,7 %) jako v lednu 2018, tj. jenom o 0,1 p. b. výše než byla v únoru minulého roku. Je tak evidentní, že viditelné poptávkové tlaky v maďarské ekonomice přítomné nejsou.

Maďarská centrální banka (MNB) na konci března žádnou změnu měnové politiky neprovedla, tříměsíční sazba tak zůstala na 0,9 %, O/N depozitní sazba na -0,15 %. Zápis se nesl v holubičím duchu. Dle MNB se inflační cíle nepodaří dosáhnout před polovinou příštího roku, což dle banky odůvodňuje setrvání na stávajících velmi uvolněných měnově-politických pozicích. Ohledně netradičních nástrojů měnové politiky (nákupy hypotečních ZL, program úrokových swapů) centrální banka pouze řekla, že fungují dobře, že vedly ke zlepšení finanční stability a k udržení uvolněných měnových podmínek. Nová prognóza nepřinesla žádnou změnu v očekávané inflaci (2,5 %, 2,9 % a 3 % pro 2018–2020), prognóza HDP se mírně zvýšila (4,2 % pro letošek a 3,3 % pro rok 2019, tj. +0,3 p. b. a +0,1 p. b. oproti prosincové prognóze).

Ropa

Ropa (Brent) se během března vrátila na úroveň 70 dolarů za barel (což byly hodnoty naposledy viděné v lednu). Důvody byly jen technické – korekce po výprodejích způsobených tržními turbulencemi v únoru.

MĚNOVÉ TRHY

Dolar proti euru během března pouze osciloval kolem hodnoty 1,23, žádných výraznějších pohybů jsme se navzdory zasedáním obou centrálních bank, slabé evropské inflaci (a naopak pomalu se zlepšující dynamice té americké) či slabším předstihovým indikátorům v eurozóně nedočkali.

Podobně nudný vývoj byl i na trhu koruny proti euru. Zde se po celý měsíc kurz držel v extrémně úzkém pásmu 25,40–25,45, a to navzdory tomu, že zasedání centrální banky bylo poměrně holubičí.

U **polského zlotého** jsme během března zaznamenali výrazné oslabení, které ve druhé dekádě dostalo kurz EUR/PLN až na úroveň 4,24 (tj. od počátku března o 1,6 %). Do konce měsíce sice zlotý posílil až k úrovni 4,21, i tak však byl oproti počátku března slabší. Důvodem březnového oslabení byla nízká inflace a s tím související přehodnocení tržního výhledu na utažení měnové politiky.

U **maďarského forintu** jsme v první polovině března viděli mírné posílení k hranici 311, ve druhé polovině kurz oslabil na dohled 313. Všechno to však byly pohyby zanedbatelné

DLUHOPISOVÉ TRHY

Dluhopisy USA a EMU

Americké výnosy v březnu žádný výraznější pohyb nezaznamenaly. Během celého měsíce výnosy na dlouhém konci oscilovaly kolem hranice 2,85 % a až v jeho samém závěru se vlivem zavedení cel a s tím související hrozby obchodní války sesunuly ke 2,75 %. Na krátkém konci v prvních dvou dekádách března výnosy rostly a dostaly se až na 2,35 %, hlavně v očekávání jestřábího zasedání Fedu; po něm se však opět rychle vrátily do okolí 2,25 %.

U německých výnosů pokračoval sestupný trend z února, živený slabšími inflačními daty i horšími předstihovými indikátory. Desetiletý německý výnos se tak z hodnot kolem 65 b. b. koncem února dostal až na 50 bazických bodů koncem března, což byla jeho nejnižší hodnota od poloviny ledna. Na krátkém konci byl vývoj kvalitativně podobný, kvantitativně byl ale pokles pochopitelně menší (o zhruba 5 b. b. z -55 počátkem března na -50 b. b. na jeho konci).



DLUHOPISOVÉ TRHY

Firemní dluhopisy

Firemním dluhopisům se v březnu příliš nedařilo, kreditní marže se zvyšovaly v podstatě ve všech segmentech a zejména v Evropě, v menší míře pak v USA. Hůře na tom byly firemní emise v rámci investičního stupně, vysoce úročeným spekulativním dluhopisům se dařilo v relativním vyjádření o něco lépe. Negativními faktory tohoto vývoje byla mj. rostoucí riziková averze pramenící z obav z důsledků možné eskalace protekcionistických opatření prezidenta Trumpa vůči zahraničním obchodním partnerům v čele s Čínou. Průměrná kreditní marže indexu EUR iBoxx Corporate IG za březen vzrostla o 15 bodů na 59 bodů, v případě indexu spekulativního stupně (EUR iBoxx HY) pak o 25 bodů na 273 bodů. O něco mírněji se zvyšovaly také kreditní marže dané CDS kontrakty. I zde byl odolnější segment spekulativního stupně, kde byl relativní nárůst marží mírnější.

Dluhopisový trh ČR

Česká výnosová křivka byla během většiny března bez větších změn. České desetileté výnosy se celý březen, podobně jako měsíc předtím, obchodovaly kolem 1,95 %. V realizovaných primárních aukcích Ministerstva financí však postupně sílil zájem jak domácích, tak zahraničních investorů o nově vydávané vládní dluhopisy. A v samém závěru měsíce zaměřily obligační ceny na sekundárním trhu vzhůru pod vlivem holubičích zasedání ČNB, kde bankovní rada prezentovala odhad pravděpodobného zvýšení úrokových sazeb až závěrem letošního roku. Požadované výnosy tak mírně poklesly a březen desetiletý výnos zakončil na úrovni 1,85 %.

Dluhopisový trh Polsko

Polská výnosová křivka se během března dále mírně zploštila – výnosy ve středních a delších splatnostech tak pokračovaly v klesajícím trendu (ceny dluhopisů rostly). Dlouhý konec poklesl až na 3,12 %, což byla nejnižší hodnota od listopadu 2016, na dvouleté splatnosti se výnosy dostaly poprvé od dubna 2016 pod 1,5 %. Důvodem byla hlavně překvapivě nízká únorová inflace a v reakci vyprchávající tržní očekávání zvyšování úrokových sazeb centrální bankou (která je již delší dobu obecně v holubičím rozpoložení) v letošním roce. Toto inflační překvapení potvrdila i předběžná březnová data, což dluhopisovému trhu dalo další impuls k růstu cen na přelomu března a dubna.

Bloomberg Barclays Czech Index



Bloomberg Barclays Poland



Zdroj: Bloomberg

Dluhopisový trh Turecko

V březnu výrazně zesílil negativní sentiment vůči tureckým aktivům – citelně oslabil měnový kurz a klesly ceny vládních dluhopisů. Důvodem byl jednak obecný vzestup rizikové averze na globálních tržích, jednak obavy investorů z dalšího vývoje klíčových makroekonomických veličin jako inflace a běžný účet platební bilance. Centrální banka zatím na uvedený vývoj nijak zpřísněním nastavení měnové politiky nereagovala, prozatím tak chyběl pádný argument pro stabilizaci situace, přičemž geopolitické riziko (vojenská operace v Sýrii, vyostřené vztahy s USA) zůstávalo zvýšené. Výnosová křivka se tak posunula citelně vzhůru, výnosy vzrostly o 50–100 bps na úroveň 12,25–13,75 %. Měnový kurz TRY v březnu oslabil ke koši měn (EUR, USD) o citelných 4,7 %.



AKCIOVÉ TRHY

MSCI World Index



MSCI Emerging Markets



Globální akciové trhy pokračovaly v březnu v poklesu, když dle indexu MSCI All Country World odepsaly 2,4%. Důvodem pokračujících ztrát bylo jednak zvýšené mezinárodní napětí v mezinárodním obchodě a zvyšující se riziko obchodní války mezi USA a Čínou, jednak objevující se náznaky mírně zpomalující dynamiky světové ekonomiky. Klíčové předstihové indikátory sentimentu jako globální index nákupních manažerů v průmyslu PMI či index globálních makroekonomických překvapení americké banky Citi totiž dosáhly svých cyklických maxim na konci loňského roku a v průběhu prvního čtvrtletí začaly klesat, byť jenom mírně. Podle aktuálních odhadů by měla i v letošním roce světová ekonomika zaznamenat velmi vysokou dynamiku růstu. HDP by měl vzrůst stejně jako v minulém roce o přibližně 3,5%. Investoři již nicméně vycítili určitou změnu trendu směrem dolů, což vývoj cen akcií v březnu plně reflektoval.

CECE Composite



Zdroj: Bloomberg

Poklesy regionálních akciových indexů se přitom pohybovaly na úrovni globálního indexu MSCI All Country World. Americký index S&P 500 ztratil 2,7%, evropský index STOXX Europe 600 poklesl o 2,3%, index akcií ve Velké Británii FTSE 100 poklesl o 2,4% a hlavní japonský akciový index Nikkei odepsal 2,8%.

Středoevropské akcie v průměru následovaly dění ve světě. Vzhledem k největší likviditě trhu a tzv. proxy postavení na středoevropský region pro zahraniční investory největší propady opět zaznamenaly polské akcie, když index WIG 30 odepsal 5,8%. Nejvíce ztrácely akcie polostátních společností, nákladní železniční přepravce PKP Cargo –30%, těžář mědi KGHM –17% a petrochemická jednička PKN Orlen –13%. Maďarský index BUX ztratil 2,2%. Z velkých emisí se nedařilo akciím nákladního kamionového přepravce Waberer se ztrátou 12% a akciím farmaceutické společnosti Richter Gedeon se ztrátou 7%. Naopak český akciový trh nepatrně posílil dle indexu pražské burzy PX o 0,3%. Tahounem byly akcie společnosti O2 se ziskem 5% a dále akcie společností ČEZ a MONETA Money Bank se shodným růstem o 2%.

Akcie na rozvíjejících se trzích taktéž pokračovaly v sestupném trendu, index MSCI Emerging Markets odepsal v březnu 2,03% (v USD). Z významnějších ekonomik se nejlépe vedlo zotavující se Brazílii (index BOVESPA +0,01%), na ostatních trzích se dále projeví rostoucí obavy z obchodní války mezi Čínou a USA (HongKong –2,44%, Čína –3,11%, Indie –3,56%, Mexico –2,77%). I přes zvýšenou volatilitu a mírně horší makroekonomická data nicméně zůstávají rozvíjející se ekonomiky v dobré kondici. Podobný scénář jako v roce 2017 (index MSCI EM rostl 11 měsíců v roce) však můžeme jen těžko očekávat.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Dluhopisový trh ČR

Ohledně krátkodobého vývoje cen českých státních dluhopisů zůstáváme opatrně pozitivní. Inflace v ČR ani v eurozóně nebude takový problém, jak ji nyní ještě stále vidí trh. Březnová čísla potvrdila pokračování klesajícího inflačního trendu a ani v následujících měsících nelze čekat akceleraci, která by vedla k výraznějšímu překonání inflačního cíle ČNB. Ta 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. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž nadále uložena právě v českých dluhopisech – v únoru nerezidenti drželi 33 % všech a 38 % korunových dluhopisů.

Dluhopisový trh Polsko

Výrazné překvapení směrem dolů u polské inflace znamená, že se výrazně snížila pravděpodobnost brzkého utahení měnové politiky. Tento vývoj však již celkem reflektovaly polské výnosy, a to jak na krátkém, tak na dlouhém konci. Protože se nedomníváme, že by inflace měla dále klesat, ale že by se přece jenom měla postupně začít zvedat, vidíme prostor pro další pokles polských výnosů jako omezenější. Nicméně vzhledem k setrvalé holubičí centrální bance, by opatrný růst cen polských státních dluhopisů měl prozatím přetrvat. Potenciál polských aktiv pak ztraktivňuje výhled na posílení zlotého v důsledku solidního ekonomického růstu.

Dluhopisový trh Turecko

Turecký obligační trh se nachází ve složité situaci, domníváme se však, že by postupně mělo dojít k jeho stabilizaci a postupnému ústupu v současnosti zvýšených požadovaných výnosů (12,0–14,0 %) na nižší úroveň. Spouštěčem tohoto vývoje by mohl být deflační 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 nyní krizí procházejícího vztahu Turecka se Spojenými státy. Ohledně tureckých dluhopisů spolu s fundamentálně extrémně slabým kurzem liry zůstáváme opatrně pozitivní.

Měny

U kurzu **eura proti dolaru** nadále v krátkodobém výhledu očekáváme návrat pod 1,20. Pro současné úrovně (1,225), ač rozumnější než 1,25, nenacházíme v současných ani v očekávaných diferenciálních měnových politik na opačných stranách Atlantiku (což je primární faktor kurzu v posledním desetiletí) odůvodnění. Fed letos přistoupí k nejméně dalším dvěma zvýšením sazeb (k prvnímu již došlo na březnovém zasedání), a to s tím, jak se inflace stabilizuje lehce pod 2 % – ostatně k trojímu zvýšení přistoupil Fed i loni, a to se inflace sesunula až k 1,3 %. Naopak ECB se k žádnému utahení politiky nechystá, i když se dluhopisový i měnový trh stále chovají, jako by k němu mělo dojít již velmi brzy. V březnu zveřejněné předstihové indikátory v eurozóně navíc ukázaly, že dynamika růstu již svého vrcholu dosáhla, což je také jisté protiinflační riziko. 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.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Měny

Koruna navzdory našim očekáváním stále nijak výrazně neoslabil. 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 kurzu koruny v únoru a v březnu sice naznačil, že další posílení již nebude tak jednoduché, jako tomu bylo v minulých měsících (a jak to ve své prognóze očekává ČNB), zůstává však nadále nepopiratelným faktem, že k žádnému výprodeji nedošlo, a to ani pod vlivem tržních turbulencí na světových trzích. To naznačuje, že investoři koruně věří, což v případě návratu optimismu na světové trhy může 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 koruna oslabí, ale kdy. Dlouhodobým trendem kvůli vyššímu růstu produktivity v ČR ve srovnání s EMU ale nadále zůstává posilování koruny, tempem zhruba 1,5–2 % ročně.

V případě polského zlotého očekáváme letos pokračování apreciační tendence z roku 2017 – byť aktuální inflační vývoj výrazně snížil pravděpodobnost utážení měnové politiky v letošním roce, ostatní makroekonomické fundamenty hovoří ve prospěch silnější měny. Jde zejména o stabilní solidní vývoj vnější bilance a citelně zlepšenou fiskální situaci v prostředí robustního hospodářského růstu. Domníváme se, že zlotý má ve středoevropském regionu nejlepší pozici k postupnému posilování vůči společné evropské měně.

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

Akciové trhy

Co se globálního akciového výhledu týče, domníváme se, že po devíti letech globálního býčího trhu již mají akciové trhy to nejlepší pravděpodobně za sebou. Dynamika světové ekonomiky a růst korporátních zisků budou velice pravděpodobně v následujících dvou letech postupně mírně zpomalovat, což bude pro akciovou výkonnost negativním faktorem. Z tohoto důvodu jsme již v akciové složce našich portfolií strategicky podvážením, byť prozatím jenom mírně. Za celý rok 2018 v našem základním scénáři očekávaného vývoje počítáme pouze s mírně kladnou výkonností globálních akciových trhů.

Co se týče ocenění globálních akciových trhů neboli valuací tržních cen akcií ve vztahu k fundamentálním veličinám jako zisky (P/E), tržby (P/S) či cash flow (P/CF), ty jsou momentálně z historického srovnání mírně nadprůměrné, proto u valuací v letošním roce očekáváme postupný mírný pokles. Ten by měl být na druhou stranu vyvážen stále velice silným růstem korporátních zisků, jenž by se měl v letošním roce pohybovat kolem 10 %. Když k tomu přičteme globální dividendový výnos kolem 2,5 %, za celý letošní rok to ve výsledku odpovídá očekávané mírně pozitivní akciové výkonnosti.

Z krátkodobého pohledu je investiční nálada na akciových trzích dosti nervózní, a proto další mírnou korekci v následujících měsících rozhodně nemůžeme vyloučit. V každém případě musíme i nadále počítat s výrazně vyšší krátkodobou volatilitou oběma směry s tím, jak budou na trhy postupně přicházet nové významné kurzotvorné zprávy.

Pokud se podíváme na náš investiční názor na klíčové akciové trhy z regionálního pohledu, tak co se týče největšího akciového trhu v USA, americké korporace by dále měly profitovat z reformy Donalda Trumpa (fiskální stimuly, snížení korporátních daní na 20 %). Přesto máme na americké akcie spíše negativní názor, a to zejména kvůli vysoce nadprůměrným valuacím. Na evropské akcie, v západní Evropě i v našem regionu střední a východní Evropy (CEE), máme vesměs neutrální názor. Evropské společnosti by přitom měly těžit ze stále poměrně dobré makroekonomické dynamiky, byť již mírně zpomalující, a stále velice uvolněné měnové politiky ECB. Vesměs neutrální názor máme rovněž na akcie z rozvíjejících se trhů (emerging markets), které budou i nadále těžit ze sílícího spotřebitele a konvergence k vyspělým ekonomikám v podobě přibližně dvojnásobného růstu HDP, a to v čele s Čínou a Indií. Ovšem i zde klíčové makroekonomické indikátory již pravděpodobně dosáhly na konci loňského roku v rámci aktuálního hospodářského cyklu svého maxima.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Akciové trhy

Z akcií na českém trhu se nám líbí akcie většiny finančních institucí. Dobré makroprostředí s rostoucími výnosy by mělo 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.

Mezi klíčová rizika našeho opatrně pozitivního základního scénáře očekávaného vývoje globálních akciových trhů v roce 2018 patří: 1) zásadní vyostření situace v mezinárodním obchodě, zejména ve vztahu mezi dvěma největšími světovými ekonomikami, USA a Čínou, 2) rychlejší než aktuálně očekávané postupné zpomalování globální ekonomiky z cyklického vrcholu, jehož bylo dosaženo na přelomu loňského a letošního roku, 3) neočekávané a výrazné zvýšení inflace a inflačních očekávání, 4) oproti aktuálnímu očekávání výrazně rychlejší normalizace monetárních politik klíčových centrálních bank (Fed, ECB, BOJ), 5) oproti aktuálnímu očekávání výraznější zpomalení čínské ekonomiky, případně kreditní krize (v rámci stínového bankovníctví).

Důležitá upozornění:

Před rozhodnutím investovat do podílového fondu by měl potenciální investor věnovat pozornost sdělení klíčových informací a statutu (prospektu) fondu. Informace uvedené v této zprávě mají pouze informační charakter a jejich účelem není nahradit sdělení klíčových informací nebo statut (prospekt) nebo poskytnout jeho kompletní shrnutí. Údaje o minulých kursech a výnosech uvedené v tomto dokumentu nelze považovat za indikátor budoucího vývoje. Hodnota investice do podílových fondů může s časem jak stoupat, tak i klesat a Conseq Investment Management, a. s., ani jiná osoba nezaručuje návratnost původně investované částky, nepřebírá odpovědnost za jednání učiněná na podkladě údajů v tomto dokumentu uvedených 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