



Aktiové Indexy	Dluhopisové indexy Bloomberg Effas	Měny (pokles = oslabení)	Komodity	
USA – S&P 500	- 0,42%	USA 0,15%	EUR/USD - 2,84%	Ropa Brent - 18,28%
Evropa – DJ Stoxx 600	- 1,36%	Evropa 0,84%	CZK/USD - 3,02%	Zemní plyn - 29,33%
Japonsko – Nikkei 225	- 0,05%	ČR 0,72%	CZK/EUR - 0,28%	Koks. uhlí 0,45%
MSCI Emer. Markets	- 4,82%	Polsko - 0,41%	PLN/EUR - 2,38%	Sil. elektřina - 7,36%
ČR – PX	- 6,00%	Maďarsko - 0,37%	HUF/EUR - 3,16%	Zlato 0,76%
Polsko – WIG30	- 3,44%	Turecko - 0,54%	TRY/EUR - 2,13%	Stříbro 0,49%
Maďarsko - BUX	- 4,13%			Měď - 0,94%

HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

V průběhu prosince se v reálné ekonomice nic nezměnilo – data, která byla v průběhu měsíce zveřejněna, byla slabá a ačkoliv se (v předstihových indikátorech) dají najít záblesky pozitivního, celkový obrázek stále více připomíná japonskou ztracenou dekádu. Proto (a z důvodu, že ani druhá aukce likvidity ECB 11.12.2014 se nesetkala s dostatečným zájmem) se v průběhu měsíce zintenzivnila komunikace ECB ohledně rozšíření / změny programu kvantitativního uvolňování (QE).

Díky vánočním svátkům nebylo za poslední měsíc zveřejněno mnoho dat. **Průmyslová produkce zůstala slabá:** kromě Španělska, kde produkce v říjnu vzrostla o 1,8% r/r a meziroční průměr za poslední 3 měsíce byl 1%, je zbytek slabý. Posuďte sami: Německo za srpen až říjen v průměru -0,3% r/r, Francie -0,4% r/r, Itálie dokonce -2,8% r/r (v říjnu samotném -3%). Jistou nadějí do budoucna mohou být předstihové indikátory, zejména v případě Německa. V jeho případě je totiž faktem, že index IFO v prosinci podruhé v řadě vzrostl (hlavně díky očekáváním, které se vrátili na úroveň srpna 2014), a také že se lehce zvedl index PMI (na 51,2 z listopadových 49,5). Proti celoevropskému optimismu (byť mírnému) však působí to, že 1) průměr výrobního PMI byl ve 4Q14 jenom 50,4, tj. na hranici oddělující kontrakci od expanze a 2) Itálie, Francie zůstaly (výrazně) pod 50, přičemž v Itálii se situace dále zhoršila.

Slabá ekonomika, nízká inflace (0,3% za listopad, francouzská jádrová poprvé od roku 1990 záporná atd.) a nevalný (byť lepší než zářijový) výsledek prosincové (letošní druhé) aukce likvidity (tzv. TLTRO) zintenzivnily tlak na ECB, aby podnikla další kroky. Druhá aukce likvidity 11. prosince sice dopadla lépe než v září, když poptávka po ní ve srovnání se zářijovou aukcí vzrostla o 47 mld. EUR, i tak však (hrubá) poptávka 130 mld. v prosincové aukci byla podstatně níže než očekávání trhu (170 mld. EUR) i maximální možný objem (317 mld.). Vzhledem k tomu, že nákupy aktiv (zajištěných dluhopisů a ABS) postupují pomalu (k 26.12. koupila ECB pouze 29,7 a 1,7 mld. EUR těchto aktiv) a k tomu, že jenom v prosinci banky vrátily cca 20 mld. EUR z předchozích likviditních operací z konce roku 2011 / začátku roku 2012, je zřejmé, že jenom aukce likvidity o 1000 mld. EUR rozvahu ECB rychle nezvýší. Protože čistý růst bilance ECB je velice pomalý, bude, dle očekávání, potřeba program odkupu aktiv modifikovat.

Že se taková změna chystá a že se ji nejspíš dočkáme už na dalším zasedání (22.1.2015) lze vytušit ze slov dalších členů ECB, vč. arcijestřába J. Weidmanna. Ten v prosinci zopakoval, že i když odhlédneme od otázky legálnosti odkupu státních dluhopisů, je celá řada ekonomických důvodů proti odkupu státních dluhopisů, které jsou v souvislosti s touto modifikací nejčastěji zmiňovány. Proti tomu je ale důležité, že naznačil, že by nebyl tolik proti, pokud by odkupy zahrnovaly pouze státní dluhopisy s nejvyšším ratingem (AAA) resp. že by případné ztráty z odkupů nesly lokální centrální banky Eurosystemu.

ECB rozvaha mil. EUR





Netvrdíme, že dává QE zelenou, je však zřejmé, že existuje prostor pro dohodu na ose Draghi-Weidmann, zejména pokud bude Weidmann osamocen. Že tomu tak může být, ukazuje i B.Coeuré, další významný člen ECB a donedávna celkem odpůrce odkupů státních dluhopisů. Ten v prosinci také udělal krok směrem k rozšíření QE, když řekl, že „není ani tak otázkou, zda něco dalšího udělat, ale jakým nejhodnějším způsobem“. Po V. Constanciovi a M. Draghim (vyjádření na přelomu listopadu a prosince) se tak zdá, že se již zformovala kritická masa vlivných členů ECB požadujících rozšíření programu QE.

USA

Ve Spojených státech byl prosinec měsícem velice dobrých dat, která dále zvýraznila rozdíl mezi výkonností USA a EMU a projevila se, jak uvidíme níže, výrazně v kurzu EUR proti USD.

Maloobchodní tržby (bez aut) v listopadu vzrostly nejrychlejší tempem (+0,4% m/m) od června 2014, přidala pak i auta – evidentně první důsledek klesajících cen ropy. Nejrychleji od roku 2010 vzrostla i průmyslová produkce (+1,3% m/m), přičemž produkce spotřebitelského zboží rostla nejrychleji od léta 1998. Jak u spotřebitelského tak u investičního zboží přitom dominovala produkce transportní techniky, což je také možná důsledek cen ropy. Využití kapacit v průmyslu vzrostlo na 80,1, tj. přesně na dlouhodobý průměr (1972-2013), solidní výkonost zachoval i trh práce (první žádosti o podporu v nezaměstnanosti zůstaly kolem 290 tis.). Slabší byl pouze index filadelfského FEDu (to však bylo v souladu s očekáváním), negativně překvapil pouze trh nemovitostí, kde jak stavební povolení, tak zahájené stavby domů i prodeje domů byly slabší, než se čekalo.

Třetí odhad HDP za 3Q14 v USA však tyto statistiky spolehlivě překryl – přinesl totiž další revizi tempa růstu nahoru na silných 5,0% (q/q anualizovaně). To bylo nejenom o 1,1 p.b. nad druhým a o 1,5 p.b. nad prvním odhadem, ale také vůbec **nejrychlejší tempo růstu od 3Q03**; růst HDP ve 2Q14 byl ponechán na 4,6%. Růst byl hnán spotřebou domácností a fixními investicemi, pomohla ale i vláda a (vzhledem k silnému dolaru) překvapivě i čistý export, který přidal skoro 0,8 p.b. Data jsou o to pozitivnější, že nezahrnují ještě efekt slabé ropy.

I když se ekonomice dařilo, cenová hladina nerostla. Celková inflace klesla na nejnižší úroveň (1,2%) od února minulého roku, jádrová inflace na nejnižší úroveň od března. V celkové inflaci se už začíná zřetelně projevovat pokles cen ropy, ovšem ani jádrová inflace, která ceny energií nezahrnuje, nerostla (1,4%).

To však FEDu nezabránilo posunout se o krok blíže zvednutí sazeb. FED (v podstatě) odstranil z vyjádření zmínku o „značné době (considerable time)“, která má uplynout mezi koncem QE (v říjnu 2014) a prvním zvýšením sazeb a kterou si trh vysvětloval jako 6 měsíců, na druhé straně však (poněkud „lišácky“) řekl, že jeho nový závazek (možnost zvednout sazby kdykoliv dle pokroku – očekávaného či skutečného – ke splnění jeho mandátu) není neslučitelný se závazkem minulým. Jinými slovy: cokoliv, kdykoliv. Na tiskovce po zasedání J. Yellenová alespoň trochu situaci zpřehlednila, když dodala, že do začátku 2. čtvrtletí 2015 růst sazeb nevidí. I když v komentáři po zasedání byly patrné i holubičí znaky (redukce očekávaného tempa růstu sazeb), to, že FED ignoroval nejenom skutečnost, že inflace je pod cílem (je to jenom „přechodný efekt“), tak i pokles cen ropy a ekonomicky se trápící Eurozónu, zanechalo celkově jestřábí dojem ze zasedání. Podobně to koneckonců viděl i trh EUR/USD: společná evropská měna po zasedání oslabila pod 1,23.

US HDP, % q/q, anualizovaně





CEE3

Data zveřejněná v ČR v prosinci potvrdila, že ekonomika roste čtvrtletním tempem zhruba 0,3% a že hlavním faktorem růstu zůstává poptávka domácností.

Říjnové maloobchodní tržby překvapily silným meziročním růstem o 7,5%, což společně s revizí za září (na 6,7% r/r) ukazuje na to, že za růstem ekonomiky ve 4Q14 byla (a díky nejvyšší spotřebitelské důvěře od začátku roku 2007, nízké inflaci, expansivní fiskální politice vlády i v roce 2015 bude) primárně poptávka domácností. Naopak, další data (průmysl a obchodní bilance) už byla zklamáním; obojí naznačuje, že čistý export kvůli pokračující slabosti německé ekonomiky a silnému dovozu (efekt silné domácí poptávky) pozitivním faktorem růstu ve 4Q14 nebyl. Tomuto obrázku odpovídá i prosincový pokles indexu PMI (na 17-měsíční minimum 53,3); index PMI se tak po delší době přiblížil, jak je historicky obvyklé, svému německému protějšku.

Inflační výhled se dále snížil. Spotřebitelská inflace listopadu klesla dle očekávání o 0,2% m/m na 0,6% r/r, a to díky cenám ropy a cenám potravin. Vzhledem k dalšímu poklesu cen ropy, který v datech za listopad ještě není a k vyprchávacímu bazickému efektu devizové intervence z konce roku 2013 klesne inflace v dalších 2 měsících směrem k nule, dost možná i lehce pod ní. Že se blíží desinflaci naznačují i ceny výrobců – ceny zemědělských producentů i ceny průmyslových producentů klesly v listopadu nejrychleji od počátku roku 2010, ceny tržních služeb, které nejvíce reflektovaly uměle oslabenou korunu, již třetí měsíc za sebou stagnovaly.

Blížící se desinflace si je vědoma i ČNB. To je evidentní z jejího posledního letošního zasedání (17.12.) – ČNB se shodla, že rizika její listopadové prognózy (která vidí exit z intervenčního režimu v 1Q16) jsou protiinflační, a že jsou zejména v důsledku vývoje v externím prostředí. Možnost posunutí kurzového závazku na slabší úroveň dle zápisů evidentně diskutovala, prozatím se však k žádné akci neodhodlala, argumentující měnově-politickou doktrínou, která ji velí nereagovat na primární dopady pozitivních nabídkových cenových šoků (jako je nedávný pokles cen ropy), ale pouze na jeho sekundární efekty. Rovněž připustila, že kurzový nástroj je nástroj hrubý a tedy nevhodný na příliš časté zásahy.

Ani v Polsku nedoznala makroekonomická situace změny – ekonomika je v deflaci, mzdy rostou pomaleji a průmysl také neoslabil, polská centrální banka však stále trvá na tom, že růst deflaci zažene a tudíž se do žádné akce nehrne.

Deflace se v listopadu dále prohloubila (CPI -0,6% r/r), a i když je zřejmé, že je to kvůli cenám ropy a potravin, obecná absence poptávkových tlaků je evidentní i z toho, že klesla (na +0,4%) i jádrová inflace. Situace se navíc jen tak nezlepší – podobně jako v ČR výrazně klesly ceny výrobců (-1,6% r/r). Nominální mzdy vzrostly v listopadu pouze o 2,7% r/r, což bylo 1 p.b. pod tržním očekáváním, podobně zklamala i průmyslová produkce, která se jen s obtížemi drží nad nulou (+0,3% r/r v říjnu).

Vzhledem k situaci v EMU a prohlubující se recesi v Rusku tak dle nás nelze v nejbližší době očekávat samovolné urychlení inflace. Je pravdou, že oslabený zlotý (který pod vlivem ruských problémů atakoval 4,40 vůči EUR) by v případě, že by jeho slabost vydržela, jistý inflační impuls dodal, my však toto oslabení vidíme jenom jako iracionální projev paniky (Polsko zdaleka není tak vázáno na Rusko, aby takové oslabení dávalo smysl), zhoršené slabší likviditou koncem roku. Jinými slovy, prostor pro to, aby PLN zůstal setrvale nad 4,25, je malý.

Polská CB (NBP) od posledního vydání tohoto materiálu nezasedala, komentáře jednotlivých členů NBP však ukazují na ostrý konflikt v rámci Bankovní rady. Jenom pro ilustraci: člen Rady (A. Bratkowski, který požaduje snížení sazeb o 75-100 b.b.) dokonce tvrdí, že zápisky ze zasedání nereflektují skutečné názorové rozložení členů Rady a jako důsledek začal své názory komunikovat i mimo oficiální stanoviska Rady.

V Maďarsku se podobně jako v Polsku prohloubila deflace. V listopadu totiž míra inflace klesla na -0,7%, a to hlavně díky cenám energií. Prohlubující se desinflační tlaky však nejsou jenom důsledek paliv – to potvrzuje i skutečnost, že jádrová inflace i jádrová inflace upravená o vliv nepřímých daní klesly o 0,3 p.b. na 1,2%. Průmyslová produkce za říjen vzrostla pouze o 1,7% r/r, což bylo zklamání, ovšem vzhledem k rychlému růstu v září trochu odůvodnitelné; nedařilo se hlavně exportně orientovaným odvětvím (auta). V posledních měsících je tak zřetelná tendence ke slábnutí – ve 3Q14 klesla produkce oproti 2Q14 o 0,7%. Přirozeně pak zpomalily i exporty. Hlavním růstovým faktorem tak zůstává spotřeba domácností, a to jak díky rychlému růstu reálných i nominálních mezd, tak lepšímu trhu práce (zaměstnanost je skoro o 5% vyšší než před rokem).



Měnová politika nedoznala změn, i když došlo k výraznému přehodnocení inflační trajektorie směrem dolů – zatímco v zářijové prognóze čekala maďarská centrální banka (MNB) inflaci v roce 2015 na úrovni 2,5%, prosincové už jenom 0,9%. Podobně jako v Polsku (a v posledních letech u ECB) se však čeká (doufá?), že v přespříštím roce se už inflace vrátí k cíli.

Ropa

Cena ropy Brent dále klesla, koncem prosince 2014 se obchodovala na nejnižší úrovni od 1. poloviny 2009 (57 USD za barel). Zatímco na straně poptávky se moc nezměnilo, na straně nabídky došlo ke změně s potenciálně velice dlouhodobým, strukturálním dosahem. Saúdská Arábie v prosinci ústy ministra energetického průmyslu Al-Naimiho řekla, že nebude snižovat těžbu ani, kdyby „ceny ropy měly klesnout na 20 dolarů za barel“, čímž v podstatě přestala (a s ní OPEC) plnit svou „historickou“ úlohu „cenového stabilizátora“, tj. toho producenta, který výkyvy ceny omezováním nebo zvyšováním produkce tlumil. Pokud tomu tak skutečně bude a S. Arábie neustoupí (na což má předpoklady - vzhledem k nákladům těžby, rozsáhlým devizovým rezervám a skoro nulovému zadlužení vydrží tlak nízkých cen dlouho), bude se jednat o vpravdě tektonický zlom na trhu s černým zlatem.

AKCIOVÉ TRHY

MSCI World Index



Akcie hlavních světových trhů byly v prosinci na houpačce. Americký index S&P 500 v první polovině měsíce nejdřív klesnul až pod 200, tažen energetickým sektorem, ve druhé polovině však pod vlivem silného růstu HDP ve 3Q14 (viz. výše) a slibu FEDU nezvyšovat v 1. čtvrtletí 2015 sazby ztráty umazal. Globální výprodej v 1. polovině prosince zasáhl i německý index DAX-30, podobně jako americký index S&P 500 se však do konce prosince vrátil skoro na úroveň z konce listopadu.

Vzhledem k situaci v Rusku a dalších ekonomikách závislých na těžbě ropy se v prosinci samozřejmě nemohlo dařit akciovým indexům těchto zemí – nepřekvapí proto, že index MSCI Emerging Markets, kde jsou v nemalé míře zastoupeny, klesl v prosinci o téměř 5%.

MSCI Emerging Markets



CECE Composite



Region nebyl z tohoto vývoje výjimkou: pražská, varšavská i budapešťská burza v prosinci unisono klesly, a to o 6 %, 3,4% a 4,1%. V Praze se dařilo nejlépe akciím mediální skupiny CETV, tabákovému výrobcí Philip Morris, u něhož se čeká vysoká dividenda, a skupině Pivovarů Lobkowicz. Z důvodu nejisté dividendy v budoucích letech ztrácely akcie O2 a z důvodu negativního sentimentu na rakouské burze také akcie Erste Bank. V Polsku klesala hodnota většiny obchodovatelných společností. Nejvíce těžař koksovateľného uhlí JSW a z důvodu ekonomických problémů v Rusku také prodejce oblečení LPP.



DLUHOPISOVÉ TRHY

Dluhopisy USA a EMU

Už je to obehnaná deska, ale nemůžeme situaci popsat jinak: listopadová cenová maxima na německých dluhopisech v prosinci znovu padla. Začátkem prosince jsme sice ještě viděli krátký růst výnosů (10Y na skoro 0,8%), ten však brzy ustal a po dalším poklesu inflačních očekávání, slabé inflaci, vyjádření některých členů ECB a pod vlivem úprku ke kvalitě v důsledku volného pádu rublu se německé dluhopisy dále výnosově propadly. Koncem prosince tak německá desetiletka klesla až k 0,55%. Tento vývoj samozřejmě reflektovaly i dluhopisy dalších zemí – španělská desetiletka klesla na 1,6%, italská pod 1,9% (vzpomeňme, že touhle dobou před rokem byla první z nich nad 4%, druhá jenom pár bazických bodů pod touto hranicí).

Ve Spojených státech byla situace poněkud jiná. Pod vlivem dobrých makrodat i pod vlivem posledního zasedání FEDu křivka prošla zplošťováním - na krátkém konci vzrostla zhruba o 30 bodů (2-letý dluhopis se v jeden moment dostal až na 0,75%, což je nejvyšší úroveň od 1. čtvrtletí 2011), na dlouhém změnila nedoznala (10-letý výnos stále kolem 2,2%).

Firemní dluhopisy

Vývoj korporátních dluhopisů investičního stupně v Evropě i v USA reflektoval vývoj trhu vládních dluhopisů a, u amerických korporátních dluhopisů neinvestičního stupně, také (hlavně) propad cen ropy. Vzhledem k tomu, že americké vládní dluhopisy na delším konci zůstaly bez změn, téměř bez změn zůstal i index korporátních dluhopisů investičního stupně. Kvůli propadu cen ropy a obavám o schopnost dostát svým závazkům u emitentů spekulativního stupně však proti konci listopadu 2,1% odepsal index amerických korporátních dluhopisů neinvestičního stupně. V Evropě byly pohyby malé: zhruba +0,5% u indexu sledujícího evropské dluhopisy investičního ratingu, -0,4% u jeho neinvestičního protějšku.

Kreditní marže na trhu CDS reagovaly na prosincový vývoj nárůstem požadovaných premií, index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) vzrostl o 5,2 b. na hodnotu 63 bodů. V případě indexu sledujícího vývoj CDS množiny dluhopisů neinvestičního stupně, narostly požadované marže o 27 b. na úroveň 346 b.

Dluhopisový trh ČR

Po vzoru Německa české výnosy v prosinci na střední části křivky a na jejím dlouhém konci dále mírně klesaly. Český 10-letý dluhopis se koncem prosince pohyboval kolem 0,75%. V prosinci nebyla v ČR žádná aukce, podobně jako není žádná plánovaná pro leden 2015, což při setrvalě vysokém přebytku likvidity v domácím finančním sektoru jenom zesiluje efekt klesajících výnosů v Eurozóně.

iTraxx Europe



Bloomberg Effas Czech Index





Dluhopisový trh Polsko

Polské dluhopisy v prosinci výnosově stagnovaly, a to i navzdory relativně výraznému poklesu německých výnosů; 10-letý spread se tak roztáhl na 200 b.b. Na pozadí blížícího se utažení sazeb FEDu se projevila hlavně krize rublu (která se však mnohem více než na dluhopisech odrazila na polském zlotém) a další důkazy, že v rámci centrální banky mají výrazně navrch zástupci jestřábiho křídla, kterým nevdá deflace a o snížení sazeb nechťejí slyšet.

Bloomberg Effas Poland



Dluhopisový trh Turecko

Trend z října a z listopadu, v průběhu kterých se dlouhé výnosy propadly o 220 b.b., krátké dokonce o 250 b.bodů, v prosinci už nepokračoval. Naopak, v první polovině měsíce výnosy, v souladu s naším očekáváním z minulého měsíce, vzrostly, a to zhruba o 100 b.b. na dlouhém a 160 b.b. na krátkém konci. Důvody jsou nasnadě: propad ruského rublu, (obavy o) trable ropných producentů společně s nejistotou ohledně začátku utahování měnové politiky v USA vedly k úprku investorů z rozvíjejících se trhů (Turecko nevyjímaje). Sentiment dále zhoršila přece jen nižší prosincová likvidita a domácí politický vývoj – v Turecku došlo k zatknutí představitelů médií známých svým kritickým postojem k vládě. Prezident Erdogan pak odmítl kritiku EU, která následovala, a naznačil, že se v tažení proti kritickým médiím může pokračovat, což sentimentu také nepomohlo. Skutečnost, že dále klesaly ceny ropy, nebyla vnímána jako jednoznačně pozitivní a tudíž tureckým aktivům moc podpory neposkytla: na jedné straně sice levná ropa pomáhá běžnému účtu, který je v chronickém deficitu, na druhé straně „potápí“ dva významné partnery Turecka (Rusko a Irák); jenom pro zajímavost, dle statistik bylo v roce 2013 více než 10% turistů v Turecku z Ruské federace. S recesí, která Rusko čeká a se slabým rublem, to však v roce 2015 bude mnohem méně.

Ve druhé polovině měsíce byl nicméně tento vývoj částečně zvrácen: rubl se uklidnil a z minim kolem 80 proti dolaru se vrátil lehce pod 60, FED naznačil, že sice v roce 2015 sazby zvedne, obava trhu, že to může být už v 1. čtvrtletí, se však nepotvrdila. Dluhopisy na krátkém konci tak končily prosinec zhruba 60 b.bodů nad hodnotami z konce listopadu (tj. na 7,9%), na dlouhém konci zhruba 35 bodů nad těmito hodnotami (7,85%). Index Merrill Lynch Turecko v prosinci klesl o 0,58 %.

MĚNOVÉ TRHY

Euro pod vlivem dobrých dat z USA, slabých z EMU a holubičích vyjádření ECB kleslo v prosinci na nejslabší hodnotu od července 2012, tj. od období těsně před nyní už notoricky známým londýnským proslavem M. Draghiho o tom, jak je ECB připravena udělat všechno pro záchranu EUR. EUR na samém konci prosince kleslo až na 1,210.

Nejvýraznějším měnovým pohybem však bylo další oslabování ruského rublu, kde situace v první polovině prosince připomínala opravdovou měnovou krizi á la 90. léta – rubl na chvíli proti dolaru oslabil až k hranici 80, po zásahu ruské centrální banky, která zvedla sazby na 17%, se (se zpožděním) stabilizoval na úrovni lehce pod 60 RUB/USD (na začátku 2. pololetí se přitom nacházel pod úrovní 35).

Společně s nejistotou ohledně FEDu a nahoře zmíněným návratem politické nejistoty dopadla slabost rublu i na tureckou liru – ta v polovině měsíce oslabila až přes 2,36 vůči dolaru, což je úroveň ještě slabší než v lednu 2014, kdy následovalo dramatické zvýšení sazeb. Turecká centrální banka reagovala na tento vývoj utažením lirové likvidity (což mělo za následek růst sazeb mezibankovního trhu na horní hranici koridoru), zvýšením objemu denních aukcí na 40 mil. USD a rovněž závazkem poskytovat státním energetickým firmám devizové prostředky za mimotržní kurz. To liru postupně stabilizovalo na úroveň kolem 2,32 TRY/USD.

Ruská krize dopadla i na lokální regionální měny, navíc v prostředí nižší prosincové likvidity – nejvíce to „odnesl“ polský zlotý, který v jednu chvíli proti euru oslabil až na 4,40, přes 317 se však (z cca 306 začátkem prosince) dostal i HUF. Koruna sice také oslabila, zde však byl pohyb ze všech zemí nejmenší – zatímco PLN i HUF ztratily proti konci listopadu 3,5-4%, CZK jenom kolem 0,6%.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Dluhopisový trh ČR

Náš výhled na budoucí vývoj českých dluhopisů se nemění. Domácí faktory (likvidita, rozpočet, uvolněná měnová politika s prvním utažením prozatím v nedohlednu) sice prozatím nadále **působí proti jakémukoliv výraznějšímu růstu výnosů**, extrémně nízká úroveň oblihačních výnosů po celé délce křivky však dle našeho názoru činí dosažitelný výnos naprosto neadekvátní podstupovanému tržnímu riziku. Křivka vládních dluhopisů je již v podstatě po celé délce (hluboko) pod sazbami úrokových swapů, což odráží zmiňovaný nedostatek novým vládních emisí. Byť tato situace prozatím přetrvává (nízký emisní kalendář i začátkem roku, pokračující čerpání likviditní rezervy MF v letošním roce, kterým MF pravděpodobně pokryje větší část letošního vyššího rozpočtového schodku), nečekáme, že by se tento rozdíl měl ještě dále prohlubovat.

Hlavní hybnou silou určující směr vývoje českých dluhopisů zůstane situace na zahraničních trzích. Očekáváme střet protichůdných tendencí z USA (postupující cyklické ekonomické oživení, doprovázené utahováním trhu práce a z něho pramenící silné domácí poptávky a postupně též inflace) a západní Evropy (potáčení na hranici křehkého růstu vzhledem k politické neochotě provést nutné, ale nepopulární strukturální reformy zaměřené na zvýšení konkurenceschopnosti a pružnosti ekonomik eurozóny, snad s výjimkou Německa). Americký Fed s ohledem na příznivý ekonomický vývoj započne příští rok se zvyšováním úrokových sazeb, riziko přitom vnímáme směrem k rychlejšímu růstu, než očekává trh. To povede k růstu výnosů amerických dluhopisů a dle našeho očekávání se přelije i na evropské trhy a ve výsledku by mělo tlačit postupně vzhůru také výnosovou křivku českých státních dluhopisů. Scénář plnohodnotného kvantitativního uvolňování v Evropě by mohl paradoxně dlouhodobé vládní výnosy tlačit vzhůru, tak, jak tomu bylo ve všech kolech amerického QE (podpora inflačních očekávání). Rizikem ve směru nižších výnosů zůstává aktuální dezinflační vývoj v Evropě, podporovaný propadem cen ropy a nízkými cenami potravin.

Dluhopisový trh Polsko / Turecko

Polské dluhopisy sice v prosinci kvůli Rusku nenásledovaly německé, potenciál pro další výnosový pokles však zůstává nezměněn. Domácí likvidita a solidní rozdíl mezi německým a polským dluhopisem (nyní na 10 letech cca 2 p.b.) společně s našim očekáváním, že polská centrální banka nakonec bude muset přistoupit k uvolnění měnové politiky, stále dělá z polských dluhopisů jednu z nejzajímavějších oblihačních investic v regionu.

Turecké dluhopisy jsou závislé na dvou hlavních faktorech: 1) časování a následné tempo růstu sazeb americké centrální banky, 2) (očekávaný) pokles inflace. K tomu se samozřejmě můžou přidat externí vlivy (jako v prosinci Rusko) či domácí politika (což zejména v roce 2015 může být faktor, protože budou parlamentní volby).

Nečekáme, že by FED měl utahovat měnové podmínky rychle (i na svém prosincovém zasedání zmínil očekávané tempo růstu sazeb), turecký dluhopisový trh však bude citlivý na jakékoliv změny očekávání ohledně jeho měnové politiky – i navzdory klesajícím cenám ropy zůstávají totiž turecké zahraniční vztahy v nerovnováze a tudíž odvislé od ochoty zbytku světa deficit běžného účtu financovat. Druhým klíčovým faktorem bude, zda se dostaví slibovaná desinflace. Turecká CB ji stále očekává, inflace však zůstává zarputile vysoko (nad 9%) a inflační očekávání jsou stále neukotvená (dokonce se v prosinci dále zhoršila). Nadto oslabilila lira (i když hlavně vůči dolaru, proti euru byla ztráta omezenější), ceny potravin stále rostou a běžný účet (za říjen -2 mld. USD, lehce pod očekáváním, trend se mírně zhoršil) je stále ve výrazné nerovnováze. To vše mluví proti výraznějšímu poklesu výnosů.

Naproti tomu je fakt, že (meziměsíční) dynamika inflace zpomaluje (po výrazném růstu v 1. polovině 2014 kvůli slabé liře se však není čemu divit), ceny ropy dále klesají (což částečně kompenzuje prosincové oslabení liry) a ekonomika stále operuje s negativní mezerou výstupu; zhruba od března by se pak měl dostavit silný bazický efekt.

Situace tak dle nás zůstává nezřetelná, celkový obrázek dále komplikuje politika (nejenom prosincový záťah proti médiím ale i blížící se parlamentní volby v červnu 2015). Dluhopisový trh dle nás zůstane min. v 1. čtvrtletí velmi volatilní; vývoj inflace (zejména cen potravin a to, jak moc se projeví pokles ceny ropy) a FED, respektive globální riziková averze budou hlavními determinanty dalšího vývoje. Pokud inflace skutečně začne klesat a lira zůstane stabilní, otevře se ve 2. polovině roku prostor k poklesu sazeb centrální banky a tedy k růstu cen dluhopisů.



Měny

Pro další posílení dolaru už z fundamentálního hlediska velký prostor není (1,20 vidíme jako odůvodnitelnou úroveň). Vzhledem k trendu, který se vytvořil, je však možné pokračování tohoto trendu, zejména pokud v 1. kvartálu 2015 ECB přistoupí k rozšíření programu QE a FED urychlí utažení měnové politiky. Dle nás se však výrazná většina oslabení eura již odehrála v roce 2014 a pod úrovní 1,20 bude posílení fundamentálně neodůvodněné.

U regionálních měn díky prosincovému výraznému a nedůvodnému oslabení (polská ekonomika sice na Rusko má vyšší expozici než např. Eurozóna, vyšší podíl exportů do Ruska na nominálním HDP má však např. Slovensko i ČR) vidíme výrazný prostor pro (rychlé) posílení PLN. Vzhledem k obnovené reálné konvergenci české ekonomiky a vývoji běžného účtu zůstáváme stále pozitivní na CZK.

Akciový trh

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

Rizika pro akciové trhy spatřujeme ve vysokém zadlužení periferních států eurozóny, síle zotavování jednotlivých ekonomik (především v Evropě), neočekávané kroky centrálních bank nebo **geopolitické konflikty**, jakých jsme nyní svědky například na Ukrajině nebo Blízkém Východě. Pro letošní rok očekáváme zvýšení volatility v podobě krátkodobých korekcí.

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

Důležitá upozornění:

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

PODROBNĚJŠÍ INFORMACE ZÍSKÁTE

- na bezplatné telefonické lince společnosti Conseq **800 900 905**
- e-mailem na adrese **fondy@conseq.cz**
- na webové stránce společnosti Conseq **www.conseq.cz**