



Akciové Indexy		Dluhopisové indexy Bloomberg Effas		Měny (pokles = oslabení)		Komodity	
USA – S&P 500	- 5,07 %	USA	2,26 %	EUR/USD	- 0,22 %	Ropa Brent	- 6,81 %
Evropa – DJ Stoxx 600	- 6,44 %	Evropa	1,93 %	CZK/USD	- 0,24 %	Zemní plyn	- 1,67 %
Japonsko – Nikkei 225	- 7,96 %	ČR	- 0,45 %	CZK/EUR	0,00 %	Sil. elektřina	- 11,35 %
MSCI Emer. Markets	- 6,52 %	Polsko	0,37 %	PLN/EUR	- 3,55 %	Zlato	5,30 %
ČR – PX	- 3,69 %	Maďarsko	1,84 %	HUF/EUR	1,39 %	Stříbro	3,19 %
Polsko – WIG30	- 4,69 %	Turecko	1,25 %	TRY/EUR	- 0,89 %	Měď	- 3,05 %
Maďarsko – BUX	0,32 %						

HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Finální růstová data za vybrané velké ekonomiky potvrdila, že v Eurozóně ve 4Q15 pokračoval pouze anemický růst. Předstihová data pak navíc naznačila, že se v 1Q16 situace k lepšímu neobrátí, spíše naopak.

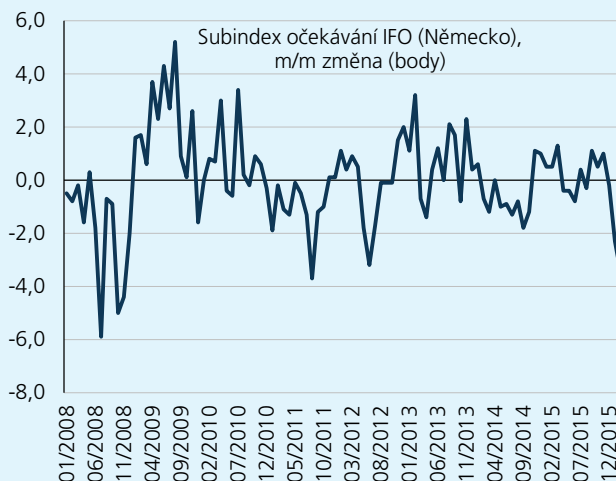
Španělsko dle finálních dat uhájilo pověst nejrychleji rostoucí velké ekonomiky EMU, když ve 4Q15 přidalo 0,8 % q/q, a to zejména díky procentnímu mezikvartálnímu růstu poptávky domácností; za celý rok tak ekonomika vzrostla o 3,2 %, přičemž hlavním faktorem byla právě poptávka domácností a poptávka vlády (strukturní bilance se v minulém – předvolebním – roce zhoršila o 1 p.b.). Německo, naopak, rostlo stejně slabým tempem jako ve 3. čtvrtletí (tj., o necelých 0,3 % q/q), když se propadl (čistý) export.

Bohužel, ani předstihové ukazatele nedávají naději na obrat – naopak, ztelně se zhoršily, byť (zatím hlavně) v průmyslu a ve složce očekávání. Německý index IFO se ve složce očekávání zhoršil nejvíce od srpna 2011, ve zpracovatelském průmyslu dokonce od roku 2008. Podobně si vedly i PMI indexy, když se sesunuly na více než roční minima. Růst EMU v 1Q16 tak vypadá pouze na tempo zhruba 0,1-0,2% q/q. Domníváme se však, že se jedná primárně o reakci na tržní turbulence, nikoliv o projev skutečně výrazného zpomalení.

Měsíční data byla vzhledem k tomu, že je již k dispozici odhad za celé 4. čtvrtletí, méně zajímavá nežli obvykle. **Průmyslová produkce propadla v prosinci o další procento (po -0,7 % m/m v listopadu), takže slabost exportu v datech HDP tolik nepřekvapila. Částečně to bylo způsobeno teplotami (po poklesu o 2,6 % listopadu klesla produkce energií v prosinci o dalších 3,8 %), ale bohužel se nejrychlejším tempem (-0,8 % m/m) od srpna 2014 smršknul i zpracovatelský průmysl, což reflektuje slabší (i když určitě ne tak slabé, jako v roce 2008) vnější prostředí. Vzhledem k tomu, že vývoj průmyslových objednávek byl v prosinci nevalný, bude celé první čtvrtletí 2016 z hlediska průmyslu slabé.**

Maloobchod v prosinci poprvé od srpna 2015 vzrostl (o 0,3 % m/m), meziroční tempo zůstalo na 1,4 %. Zvedla se zejména Francie (+1,3 % m/m), kde byl listopad (ale i říjen) slabý. V prosinci se ještě neprojevil v maloobchodu efekt cen ropy, v lednu a v únoru by se ale už projevit měl. Navíc, v prosinci **dále klesla – na nejnižší úroveň (10,4 %) od září 2011 – nezaměstnanost**, což by mělo společně se zmiňovanou ropou během 1Q16 nakonec převážít nad **vcelku rychlým únorovým propadem spotřebitelské důvěry (pravděpodobně důsledek tržních turbulencí).**

Očekávání ve výrobním sektoru se - nejspíš vlivem tržních turbulencí - ztelně propadla





Jádrová inflace v únoru klesla na nejnižší úroveň (0,7 %) od dubna minulého roku, celková inflace se díky propadu cen ropy znovu dostala do záporu (-0,2 %). Nejloubeji se propadla inflace ve Španělsku (-0,9 %), ani Německo však nezůstalo kladné (-0,2 %). Protože se dále sesunula inflační očekávání (pětiletý inflační swap, tj. průměrná očekávaná inflace během pěti let v období začínajícím za pět let, se poprvé v historii dostal pod 1,4 %), ECB v březnu nejspíš přikročí k dalšímu uvolnění měnové politiky.

USA

Ačkoliv finanční turbulence ani v únoru zcela neustaly, reálná ekonomika k nim nedává moc důvodů.

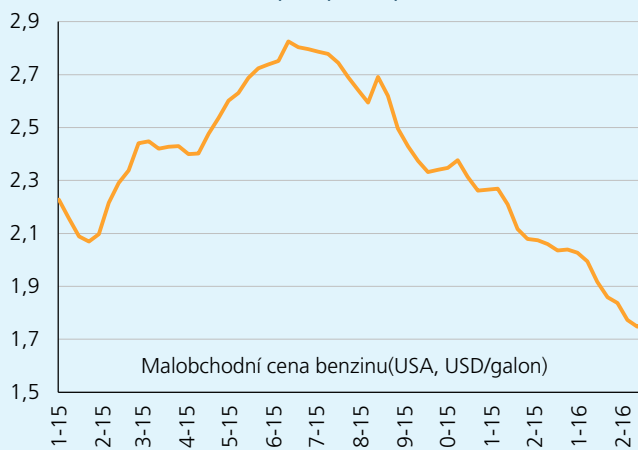
Růst amerického HDP ve 4Q15 byl sice dle druhého odhadu pouze o tři desetiny p.b. (anualizovaně) vyšší než v hodně slabém odhadu prvním (0,7 % q/q), další pravidelně zveřejňovaná data však již byla veskrze pozitivní.

Průmyslová produkce v lednu konečně po slabém roce 2015 vzrostla, když přidala 0,9 % m/m. To bylo jak díky zpracovatelskému průmyslu (+0,5 %), tak hlavně - po minulých měsících, ve kterých bylo nadprůměrně teplo - díky produkci energií (5,4 % m/m). Maloobchod bez prodejů aut a bez prodejů paliv v lednu vzrostl o 0,6 % m/m, nahoru byla revidována i data za prosinec: protože nezaměstnanost v lednu dále klesla na 4,9 %, není důvod, proč by se měl motor americké ekonomiky hned tak zadrhnout. Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby (bez letadel a bojové techniky), které v prosinci klesly o výrazných 3,7 %, se v lednu skoro o 4 % zvedly (což bylo nejrychlejší tempo od června 2014). Trh práce sice v lednu vytvořil méně míst (158 tis.) než v minulých měsících (v průměru 278 tis. míst ve 4Q15), stále je to však velmi solidní tempo – navíc, vzhledem k tomu, jak nízko nezaměstnanost je, nelze čekat třístatisícová měsíční tempa donekonečna.

Největším únorovým překvapením byl nečekaně rychlý růst inflace. Ta se po dlouhé době konečně zvedla, když v celkové složce poskočila až na 1,3 %, v jádrové složce o 0,3 p.b. na 1,7 %. Meziměsíční růst jádrové inflace (0,26 %) byl nejrychlejší za 4 roky. Zda je to začátek přibližování se inflace ke 2 %, které FED již nějakou dobu prognózuje, se uvidí v dalších měsících - podobně silné m/m růsty však nejsou v lednu neobvyklé a málokdy po nich následuje stejně silný únor. V následujících měsících se navíc v dalších cenových okruzích projeví nedávný pokles cen pohonných hmot.

Než inflace však centrální banku, která v únoru nezasedala, dle vyjádření její představitelů zaměstnávaly tržní turbulence. Ty vesměs vedly k opatrnějšímu postoji členů FOMC k prognózovanému růstu sazeb v letošním roce - např. dle Lael Brainardové turbulence již „dodaly ekvivalent zhruba 75-bodového utažení sazeb“, rizika směrem dolů pro inflační prognózu přiznal i další vlivný (a stálý) člen FOMC William C. Dudley. **Zápisky z lednového zasedání tento vývoj potvrdily** - odhodlání FEDu k tomu tempu utahování, které v prosinci prezentoval (4 zvýšení sazeb do konce roku), vlivem turbulencí na trhu zesláblo.

Pokles cen pohonných hmot
v dalších měsících podpoří spotřebu i utlumí inflaci





CEE3

Česká ekonomika rostla i ve 4Q15, růst byl nejspíš tažen poptávkou domácností.

Dle prvního odhadu růstu sice HDP poklesl o 0,1 % q/q, to však bylo způsobeno pouze sezonním očištěním – přidaná hodnota (lepší a stabilnější ukazatel skutečné ekonomické výkonnosti) vzrostla o 0,5 %. Struktura dat zatím zveřejněna nebyla, dá se ale vzhledem k maloobchodu čekat, že prim hrála poptávka domácností.

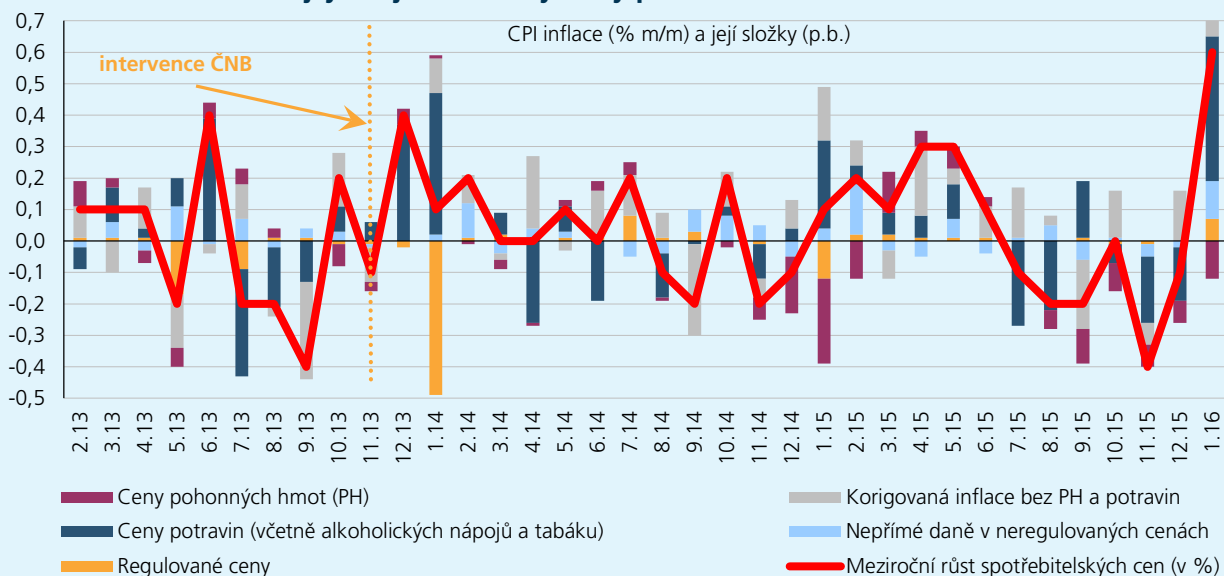
Maloobchod totiž v prosinci vzrostl o 8,7% r/r, když druhým nejrychlejším tempem po roce 2008 vzrostly prodeje paliv (12,5 %). V lednu tak možná rostl dvouciferným tempem, což naznačuje důvěra domácností – ta v lednu poskočila na historické maximum, v únoru vlivem turbulencí prodělala jenom mírný pokles (ovšem stále se udržela na historicky 2. nejvyšší hodnotě).

Průmysl naopak dle očekávání (zpomaluje německý průmysl, vypadáva investiční boom z minulého roku) zpomaluje, byť výrazný prosincový pokles (o 2,6 % m/m) je nejspíš zkreslen jednorázovým efektem – to indikuje jak vysoký prosincový, lednový i únorový index PMI (55,6; 56,9; 55,5), tak 41% m/m pokles v segmentu „jiné dopravní prostředky“, který ČSÚ připisuje pouze abnormálně vyššímu čerpání dovolených.

Celková inflace v prosinci poskočila nejrychlejším tempem (0,6 % m/m) od ledna 2013, ovšem jenom díky růstu cen potravin a tabákové daně (růst složky „potraviny, alkohol a tabák“ vysvětluje 5/6 lednového růstu cenové hladiny). Ceny paliv klesly o 3,7 % m/m (a celkový pokles za poslední 4 měsíce tak dosáhl 12 %). Měnově-politická inflace se mírně zvedla (na 0,3 %), poptávková inflace naopak ze sedmiletého maxima v prosinci (1,5 %) o 0,3 p.b. klesla.

Z hlediska měnové politiky se v únoru dle očekávání nic nestalo, představená prognóza ČNB oficiálně odsunula očekávaný exit z kurzového režimu do první poloviny roku 2017. ČNB také dle guvernéra znovu otevřela debatu o negativních sazbách – důvodem je evidentně obava z eskalace programu kvantitativního uvolňování ECB a z toho vyplývajícího rizika spekulativního přílivu eur z Eurozóny.

Měsíční inflace nejrychlejší za 3 roky, díky potravinám a tabáku



V Polsku prvotní šok z vlády PiS již, zdá se, pomínul. Ekonomika jede stále stejně dobře, nově nominovaní členové bankovní rady centrální banky zatím překvapují rozumným postojem k měnové politice.

HDP dle zpřesněných informací vzrostl ve 4Q15 nejrychlejším mezikvartálním tempem v roce 2015 (1,1 % q/q, 3,9 % r/r); meziroční tempo dosáhlo 3,6 % r/r. Hlavním faktorem tohoto růstu byla domácí poptávka, zejména poptávka vlády (přidala +1,3 % q/q, což byl nejrychlejší růst od poloviny roku 2014); čistý export jako jediný přispěl k růstu (mírně) negativně.



CEE3

Průmysl i maloobchod po dobrém prosinci v lednu očekávání nenaplnily - **průmyslová produkce vzrostla o 1,4 % r/r** (slabý PMI v lednu – 50,9 – však tento nevalný lednový výsledek předznamenával), **maloobchodní tržby pak o 3,1 r/r**, což není špatné, ale ve srovnání s tempem růstu např. v ČR nebo Maďarsku to není žádná sláva. PMI se v únoru odrazil z lednového 16-měsíčního dna a poskočil na 52,8 – únorová i březnová průmyslová data by tak měla být lepší než v lednu.

Inflace zůstala i v lednu záporná, když prohloubila svůj pokles z prosincových -0,5 % na -0,7 %. O to více **překvapuje zdrženlivost polské centrální banky**, resp. jejího nového osazenstva dosazeného stranou PiS. Tito členové jsou, jak už naznačilo slyšení v Sejmu / Senátu v lednu, zatím **překvapivě více jestřábí, než se původně čekalo**. Na březnovém zasedání, které bude první v novém složení, tak nejpravděpodobněji zůstanou sazby bez změny. Proti poklesu sazeb stále mluví slabý zlotý i silný hospodářský růst, pro pokles „pouze“ stále trvající deflace. Nová inflační prognóza, která bude představena a která určitě odsune konec deflace, však může otevřít debatu o (a poskytnout novým členům analytické krytí pro) snížení sazeb v dalších měsících.

V Maďarsku ekonomika překvapila nad očekávání silným růstem v posledním čtvrtletí 2015. První odhad HDP ve 4Q15 (3,2 % r/r) byl znatelně vyšší než tržní očekávání, mezikvartální růst dosáhl 1 % q/q, za celý rok 2015 pak 2,9 % r/r. Struktura byla prozatím neznámá, jako jinde v regionu však určitě nejvíce přispěla poptávka domácností.

Alespoň se to zdá ze stále silného růstu maloobchodu – v prosinci vzrostl o 4,5 % r/r, za celý rok 2015 pak o 5,6 %, což je nejrychlejší tempo od roku 2004. **Průmysl vzrostl v prosinci o 6,9 % r/r, měsíční dynamika se ale už dále nezlepšuje.**

Inflace zůstala v lednu bez změny proti prosinci (0,9 %), mírně nahoru poskočila její jádrová a poptávková složka. Inflace však i tak stále zůstává výrazně pod cílem centrální banky. **Centrální banka (MNB) tak nepřekvapivě ponechala v únoru klíčovou 3M sazbu na 1,35 %**, řekla však – na rozdíl od ledna, kdy tvrdila, že bude v případě nutnosti dále uvolnit měnovou politiku nejspíš používat „existující nekonvenční nástroje“ – že „**může v březnu dále uvolnit měnovou politiku i skrze sazby pokud se to ukáže nevyhnutelné z hlediska nové inflační prognózy**“. Vzhledem k inflačnímu vývoji taková potřeba asi vyvstane.

Ropa

Ropa byla v únoru velmi volatilní. Během první poloviny měsíce otestovala nová (dvanáctiletá) minima, když se propadla až na dohled 25 dolarů za barel. Z těchto úrovní ji nahoru katapultovaly zprávy o jednáních o nezvyšování produkce mezi Ruskem a Saúdskou Arábií, a pak také spekulace, pramenící z komentářů ropného ministra SAE, že se OPEC možná domluví i na omezení nabídky. Prozatím k takovému kroku nedošlo, cena ropy však velmi citelně reaguje na jakékoliv zprávy o takovém omezení - koncem měsíce tak uzavřela na úrovních kolem 35 dolarů za barel.



AKCIOVÉ TRHY

MSCI World Index



MSCI Emerging Markets



Po prosinci a lednu se americkým akciím nevedlo dobře ani v únoru, byť se jejich pokles již téměř zastavil – zatímco v prosinci a lednu poklesl index S&P 500 celkem o 6,8 %, koncem února byl ve srovnání s koncem ledna nižší jenom o 0,4 %. V Evropě byl vývoj podobný, jenom ztráty indexů byly větší – německý index DAX, který během ledna a prosince ztratil skoro 14 %, v únoru odepsal další 3,1 % (v první dekádě měsíce však atakoval i hranici 8750 bodů, tj. měsíční pokles koncem první dekády února byl znovu skoro 10 %). Dominantním tématem byla stále obava z vývoje čínské ekonomiky a měnová politika – v Americe akciím pomohl co do příštího utažení měnové politiky opatrnější FED, v Evropě naopak stále trhy stresují oživlé obavy z dopadu negativních sazeb a špatné hospodářské výsledky některých bank za poslední čtvrtletí uplynulého roku.

CECE Composite



Rozvíjející se trhy ztrácely o poznání méně. Index MSCI Emerging Markets odepsal 0,3 procenta. Překvapivě nejvíce rostl akciový trh v Brazílii. Místní index Bovespa připsal 5,9 procent, když se rozpočet vyvíjel o něco lépe, než se čekalo a většina analytiků uznala, že centrální banka nebude muset dále zvyšovat úrokové sazby. V černých číslech skončily rovněž turecké a ruské akcie.

Z regionu se v černých číslech udržela pouze Varšava (2,4 %); Praha a Budapešť skončily v únoru v číslech červených (-6,9 % a -2,8 %). Ve Varšavě se trh vzpamatoval z lednového snížení ratingu, když některým investorům se začaly líbit některé dříve propadlé akcie. Komentáře ohledně zmírnění řešení švýcarských půjček tak nejvíce nahrálo akciím polských bank. Překvapivě se dařilo i těžaři mědi KGHM, který oznámil rekordní odpisy svých aktiv. Ztrácely převážně polské utility, které budou v příštích letech trpět pod tíhou nízkých cen silové elektřiny a vysokých investičních výdajů. V Maďarsku se dařilo pouze akciím Magyar Telekom, který se po dvou letech vrací k výplatě dividendy, zbylé akcie obchodované na burze v Budapešti již ztrácely. V rámci české burzy se dařilo akciím Fortuny, Unipetrolu a Pegas Nonwovens. O jedenáct procent klesla hodnota Komerční banky, Erste Bank a Čezu.



DLUHOPISOVÉ TRHY

Dluhopisy USA a EMU

Výnosová křivka amerických vládních dluhopisů v únoru sice prodělala vcelku volatilní vývoj, čisté změny proti začátku února však byly nakonec minimální - na krátkém konci se v polovině měsíce výnosy dostaly až na 0,6 % s tím, jak trh přehodnocoval výhled na utažení americké měnové politiky, aby se koncem měsíce s vyšší inflací a solidními makroekonomickými daty vrátily na 0,8 %; na střední části a na dlouhém konci výnosy klesly o zhruba 15 b.b.

V EMU se vlivem nízké inflace a slabých předstihových dat výnosy v silných zemích (Německo) dostaly na nová výnosová minima (na krátkém konci), či poblíž historických minim z jara 2015 (na konci dlouhém). Dvouletý německý dluhopis se výnosově propadl až na -55 b.b., desetiletý pak na +10 b.b.

Firemní dluhopisy

Po prosinci a lednu, kdy se korporátním dluhopisům (zejména spekulativního ratingu) nedařilo, došlo v únoru ke stabilizaci situace. V Americe index Bloomberg High-Yield Corporate poprvé od října vzrostl, v únoru meziměsíčně o 0,7 % (za listopad-leden však poklesl o 6 %), a to i navzdory tomu, že pokračuje růst míry selhání v energetickém sektoru (9 % koncem února). V Evropě, kde byly poklesy v listopadu až lednu mírnější (2,9 %), pokračoval v únoru i navzdory zprávám, že politika ECB zůstane ultra-uvolněná, pokles cen – index Bloomberg High Yield Corporate poklesl o 0,7 %. Primárním faktorem byly v Evropě obavy z čínského zpomalení a o zdraví bankového sektoru (kvůli negativním sazbám, jakkoliv je to iracionální: záporné sazby jsou zde již poměrně dlouho).

Kreditní marže na trhu CDS kontraktů neinvestičního stupně ze začátku února pokračovaly v růstu, následně ale došlo k uklidnění situace a k opětovnému zájmu o tento segment. To se projevilo ve více jak sto bodovém poklesu kreditních marží. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů neinvestičního stupně) tak korigoval předchozí překotný nárůst stresu. Kreditní marže emitentů neinvestičního stupně klesly opětovně pod 4 %. V případě dluhopisů v investičním ratingovém stupni klesly kreditní přírůstky z úrovně poblíž 1,3 % zpět pod 1% hranici.

Dluhopisový trh ČR

Vývoj na českém dluhopisovém trhu byl ovlivněn jak vývojem v zahraničí (v Německu), tak domácí aktivitou MFČR. Díky poklesu výnosů v EMU se český dlouhý konec vrátil na výnosová minima z dubna 2015 (desetiletý výnos až k úrovni 0,3 %), zatímco pokračující orientace Ministerstva financí na emise nových dluhopisů zejména krátkých splatností (vedeného snahou využít negativní sazby ke snížení nákladů) držela úroveň požadovaných výnosů v tomto segmentu na uzdě (i když stále v záporném teritoriu), výnosová prémie proti německé křivce na krátkém konci tím stoupla na nejvyšší hodnotu od léta 2013 (43 bps na dvouleté splatnosti). Výnosová křivka českých státních dluhopisů se za únor posunula dolu a zmírnila sklon, výnosy klesly cca o 10 – 25 bps.

Dluhopisový trh Polsko

Nejenom že po snížení ratingu prodělaly polské výnosy jenom malé změny směrem nahoru, během února i tyto zcela vymizely. Křivka prošla mírným snížením sklonu, když na dlouhém konci poklesly výnosy o zhruba 25 bps (pod 3 %), na krátkém o zhruba 10 bps – koncem února tak byly výnosy na úrovních před snížením ratingu v lednu. Fakticky tak převládl efekt uvolněné měnové politiky ECB, respektive globální snížení rizikové averze nad efektem vyšší vnímané požadované rizikové marže vlivem „urbanizace“ Polska.



Dluhopisový trh Turecko

V únoru pokračoval pozvolný, opatrný pokles výnosů, který započal ve druhé polovině ledna. Ačkoliv v polovině února na chvíli výnosy pod vlivem eskalace napětí na turecko-syrské hranici vzrostly, ve druhé polovině měsíce se sesunuly na hodnoty neviděné od konce minulého roku (10-letý výnos poklesl na 10,3 %, dvouletý na 10,6 %). Výnosová křivka v měsíčním hodnocení ubrala cca 20 – 40 bps.

Bloomberg Effas Czech Index



Bloomberg Effas Poland



MĚNOVÉ TRHY

Dolar počátkem února oslabil až k 1,14, poté se však - v souladu s naším dlouhodobým názorem a v důsledku vyšší americké a znovu záporné evropské inflace - vrátil pod 1,10.

Koruna se vůči euru během února držela v podstatě non-stop na úrovni 27,025, ČNB tak byla stejně jako v lednu proti ní nucena intervenovat, odhadem zhruba za 1 mld. EUR.

Poté, co v lednu vůči euru výrazně oslabil a dostal se až na nejslabší úrovně (4,50) za 4 roky, posouval se **zlotý vůči euru** během února pomalu na silnější úrovně. Koncem měsíce se tak vrátil až pod 4,35.

Forint během února jenom krátce posílil pod 310, koncem měsíce se však vlivem množících se spekulací na snížení sazeb MNB znovu vrátil nad 310.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Dluhopisový trh ČR

V letošním roce očekáváme postupný vzestup požadovaných výnosů a zvýšení sklonu výnosové křivky, nejvíce by tak měly poklesnout ceny dlouhodobých dluhopisů. Krátkodobé výnosy nejspíš sice ještě nějakou dobu zůstanou v záporu (s ohledem na trvalou intervenční politiku ČNB a probíhající QE program ECB), na druhou stranu – nynější emisní ofenzíva MFČR na krátkých splatnostech limituje pokles hlouběji do záporu. Výnosy středních a zejména dlouhodobých splatností by se měly později v průběhu roku začít posouvat vzhůru jak vlivem externích, tak do určité míry i interních faktorů. Nabídka dluhu v roce 2016 kvůli pomalejší ekonomice a vyčerpání likviditní rezervy v minulých letech vzroste - celková emise bude, vzhledem k maturojícímu dluhu, deficitu a očekávanému předfinancování se z důvodu záporných sazeb okolo 370 – 400 mld. Kč. Pokud by ochladl zájem zahraničních investorů proti roku 2015 (kteří i kvůli sázkám na posílení koruny nakoupili české státní dluhopisy v objemu 100 mld.), domácí investoři tento objem zafinancují velmi pravděpodobně pouze za vyšší nabídnuté výnosy.

Určujícími externími faktory bude vývoj měnových politik hlavních centrálních bank, potažmo globální ekonomický vývoj. Obavy z výraznějšího globálního ochlazení (Čína, potažmo další EM, eventuálně USA) se ukazují jako liché, stejně jako z perzistentní deflace (vlivem propadu cen komodit, ochlazení růstu) a v důsledku očekávání dalších měnověpolitických injekcí ECB/BoJ, respektive přerušení/zastavení nastoupeného cyklu normalizace měnové politiky Fedu. Dle našeho názoru je hospodářský růst v USA široce zakořeněný a směřuje k akcelerující inflaci a pevnějšímu postoji Fedu v nastoupeném cyklu neutralizace uvolněné měnové politiky (zvysování sazeb). V důsledku se opětovně vzhůru posunou výnosy bezrizikových vládních dluhopisů na obou stranách Atlantiku (ceny dluhopisů klesnou), lépe by se naopak mělo dařit rizikovým aktivům (akcie, firemní dluhopisy, aktiva rozvíjejících se zemí).

Dluhopisový trh Polsko / Turecko

V Polsku se v únoru potvrdilo, že politická orbanizace trhům, hladovým po výnosu, v tuto chvíli (příliš) nepřekáží. I když slabý zlotý a silný růst tlumí potenciál na pokles sazeb, dlouhý konec je též pod vlivem trvalé deflace, která prozatím není na ústupu a v neposlední řadě pod vlivem nákupů ECB. I s přihlédnutím k vysokému zastoupení zahraničních investorů ve struktuře držby polského vládního dluhu – téměř 40 % - však nadále vnímáme jako reálné riziko zvýšení sklonu výnosové křivky růstem požadované rizikové přírážky (pokles cen) v segmentu delších splatností.

Turecké dluhopisy jsou na dvouciferných výnosech relativně lákavě oceněny, vysoká rizika nicméně přetrvávají. Inflace je stále vysoko a centrální banka nevypadá na to, že by byla ochotna přijmout razantnější a pro trh jasně čitelné měnověpolitické kroky (výrazné zvýšení úrokových sazeb), navíc v nadcházejících měsících končí mandát některým členům včetně guvernéra Basciho, další směřování měnové politiky tak provází o to větší nejistota. Nadále trvá geopolitické napětí, naproti tomu současné jednání Turecka s EU na řešení uprchlické krize jsou pro Turecko vedle evropských peněz příslibem těsnějších vazeb a urychlení přístupových jednání, což může vylepšit vnímaný rizikový profil.

Měny

Náš názor na vývoj eura proti dolaru se už nějakou dobu nemění – nadále očekáváme, že většinu času bude kurz oscilovat kolem 1,10, rizika vidíme stále mírně asymetricky směrem k dolaru pod touto úrovní; hodnoty pod 1,05 jsou nepravděpodobné, protože předpokládají nepravděpodobně velkou divergenci měnových politik ECB a FED. Tento výhled ponecháváme i vzhledem k tomu, že FED asi letos nedodá 4 utažení měnové politiky, jako prognózoval v prosinci, v platnosti.

Regionální měny, kromě koruny, jsou příliš slabé (slabá je tedy i koruna, ale té brání posilovat ČNB). Fundamentálně pokládáme za podhodnocený polský zlotý, vzhledem k pokračující legislativní „agresi“ PiS (na březen se chystá zavedení daně na supermarketů) se však výraznějšího posílení (pod 4,20) v nejbližších měsících nedočkáme a PLN zůstane nad touto hranicí.

U CZK ani v roce 2016 nedojde k uvolnění prostoru pro další posílení (tj., k odchodu ČNB z trhu nebo ke snížení hranice kurzového závazku), sázky na další posílení CZK tak nyní nedávají smysl. Dlouhodobě jsme však na korunu pozitivní a fundamentálně vidíme prostor k posílení až ke 25 korunám, to však až s odstupem po odchodu ČNB z trhu, který nenastane před druhou polovinou 2017.



Akciový trh

Akciové trhy se po poklesu v prvních dvou měsících letošního roku z hlediska ocenění pohybují blízko nebo pod svými historickými průměry, přičemž došlo k jejich ztraktivnění, zvláště vůči dluhopisům. Investoři jsou v současné době nervózní ohledně některých slabších hospodářských ukazatelů a možných odpisů v těžbařském sektoru, avšak dle nás žádný z uvedených problémů není tak závažný, aby vedl k výrazným propadům na akciových trzích. Srovnání akcií se státními dluhopisy eurozóny nebo Japonska hovoří ve prospěch akcií, když dividendové výnosy výrazně převyšují výnosy dluhopisové. Zároveň zlepšující se trh práce a dobrá důvěra spotřebitele by měly vést k růstu budoucích čistých zisků. Z valuačního hlediska mohou být podporou nadále **uvolněné měnové politiky** centrálních bank. Při investování do akcií však musíme počítat se zvýšenou volatilitou jaké jsme nyní svědky, která nás, při současných úrovních akciových indexů, bude v následujících letech provázet.

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

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

Důležitá upozornění:

Před rozhodnutím investovat do podílového fondu by měl potenciální investor věnovat pozornost sdělení klíčových informací a statutu (prospektu) fondu. Informace uvedené v této zprávě mají pouze informační charakter a jejich účelem není nahradit sdělení klíčových informací nebo statut (prospekt) nebo poskytnout jeho kompletní shrnutí. Údaje o minulých 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, ani za přesnost a úplnost těchto údajů, a doporučuje investorům konzultovat investiční záměry s odbornými poradci. Další informace, sdělení klíčových informací, kopie statutu (prospektu) fondu a poslední výroční a pololetní zprávy můžete (zdarma) získat v sídle společnosti Conseq Investment Management, a. s., nebo na www.conseq.cz.

PODROBNĚJŠÍ INFORMACE ZÍSKÁTE

- na telefonické lince společnosti Conseq 225 988 225
- e-mailem na adrese fondy@conseq.cz
- na webové stránce společnosti Conseq www.conseq.cz