



Akciové Indexy		Dluhopisové indexy Bloomberg Effas		Měny (pokles = oslabení)		Komodity	
USA – S&P 500	- 1,51 %	USA	- 0,06 %	EUR/USD	- 2,21 %	Ropa Brent	- 5,64 %
Evropa – DJ Stoxx 600	- 1,72 %	Evropa	0,94 %	CZK/USD	- 3,01 %	Zemní plyn	- 13,90 %
Japonsko – Nikkei 225	3,03 %	ČR	- 0,05 %	CZK/EUR	- 0,82 %	Koks. uhlí	- 0,86 %
MSCI Emer. Markets	1,43 %	Polsko	0,37 %	PLN/EUR	- 0,51 %	Sil. elektřina	2,38 %
ČR – PX	- 5,20 %	Maďarsko	- 1,59 %	HUF/EUR	- 1,30 %	Zlato	- 3,08 %
Polsko – WIG30	- 3,65 %	Turecko	0,29 %	TRY/EUR	1,02 %	Stříbro	- 2,83 %
Maďarsko – BUX	- 5,83 %					Měď	1,24 %

HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Růst ve 2. čtvrtletí dle očekávání zpomalil na polovinu tempa ze čtvrtletí prvního. Z předstihových indikátorů neplyne, že by měl ve druhé polovině roku zrychlit, byť se referendum v Británii na reálné ekonomice EMU moc nepodepsalo.

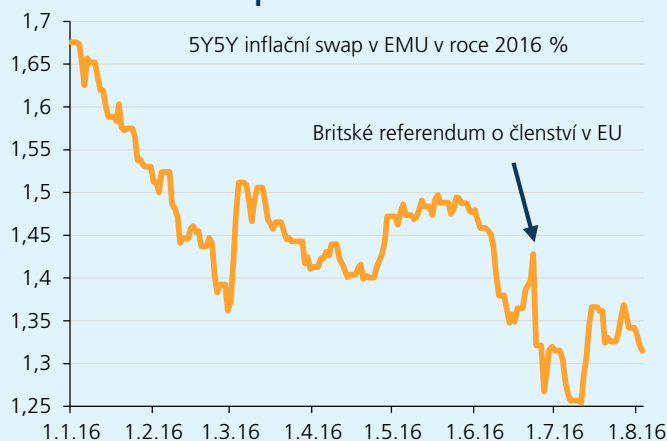
Růst eurozóny dle očekávání proti prvnímu čtvrtletí citelně zpomalil. Ve druhém čtvrtletí totiž ve srovnání s prvním dosáhl dynamiky poloviční (0,3 % q/q), když se výrazně zhoršila hlavně Francie (z +0,7 % na 0 % q/q). Španělsko růstovou dynamiku minulých kvartálů udrželo (+0,7 % q/q), v Německu a v Itálii lze z měsíčních dat usuzovat také na zpomalení, byť ne tak velké jako ve Francii (data za tyto země k dispozici ještě nebyla). Ačkoliv struktura růstu není ještě známá, z dat o maloobchodních tržbách v EMU, jejichž dynamika se ve 2Q16 v podstatě vrátila na úroveň z roku 2014 (tj. před kolapsem cen ropy) usuzujeme, že poptávka domácností ve druhém čtvrtletí zvolnila.

Stejně tak se ve druhém čtvrtletí nevedlo nijak dobře průmyslu, takže čekáme i nižší vliv exportů. **Průmysl v EMU v květnu totiž v podstatě vymazal (-1,2 % m/m) celý dubnový přírůstek (1,5 % m/m)** a za celé druhé čtvrtletí tak očekáváme stagnaci (nejvýrazněji klesla produkce kapitálového zboží, za březen - květen kumulativně o 1,5 %). Společně se slabými německými objednávkami nedávají předstihové indikátory (PMI, IFO) důvod domnívat se, že se slabá dynamika průmyslu (meziročně +0,5 % r/r) ve zbytku roku zlepší.

Předstihové indikátory na jedné straně na žádnou katastrofu po britském referendu neukazují: index PMI klesl jenom marginálně (o 0,2 b na 52,7), žádné zhoršení po britském referendu nepozorujeme ani u indexu IFO či u spotřebitelské důvěry. Na druhé straně ale také nelze čekat urychlení dynamiky růstu ekonomiky: kupř. hodnota 52,7 u indexu PMI je pouze 1 ½ leté minimum. Ke slabé zahraniční poptávce ze zemí mimo Evropu se přidává i neakcelerující poptávka domácností. U té je problém, že trh práce je nadále slabý - nezaměstnanost v červnu 2016 dosáhla 10,1%, což je meziročně oproti červnu 2016 pokles o pouhých 0,9 p.b. (pro srovnání: v ČR je dle Eurostatu nezaměstnanost 4,1 %, po Maltě druhá nejnižší).

Vnější vztahy EMU zůstávají výborné, 12měsíční přebytek obchodní bilance se v květnu vyšplhal na historické maximum, podobně jako u běžného účtu (347 mld. EUR).

Tržní inflační očekávání jsou pro britském referendu bezprecedentně nízká





HLAVNÍ UDÁLOSTI

Celková inflace se v červenci 2016 sice zvedla na nejvyšší hodnotu v tomto roce, v podmínkách eurozóny to však znamená pouze +0,2 % meziročně. Navíc, růst oproti červnu byl způsoben primárně růstem cen potravin, jádrová inflace zůstala bez změny na 0,9 %. Nejpregnantněji o absenci poptávkových tlaků pak vypovídá fakt, že jádrová složka inflace nebyla nad 1 % ani jednou za poslední skoro 3 roky.

ECB sice na svém červencovém zasedání žádnou změnu politiky neuskutečnila, zopakovala nicméně, že se s nízkou inflací smířit nehodlá a že zasedání v září bude zajímavější. Jednak bude totiž již známo, jak se Brexit podepsal na reálné ekonomice (z předstihových indikátorů se zatím zdá, že nepříliš) a jednak bude zveřejněna nová prognóza. Malý efekt britského referenda na reálnou ekonomiku nahrává stabilitě měnové politiky, naproti tomu ale stojí tržní inflační očekávání, která po referendu propadla na nová historická minima.

USA

Americký růst ve 2. čtvrtletí zklamal, táhla ho totiž jen poptávka domácností a negativně ovlivnily zásoby. Inflace stále navzdory silnému trhu práce zatím neurychluje.

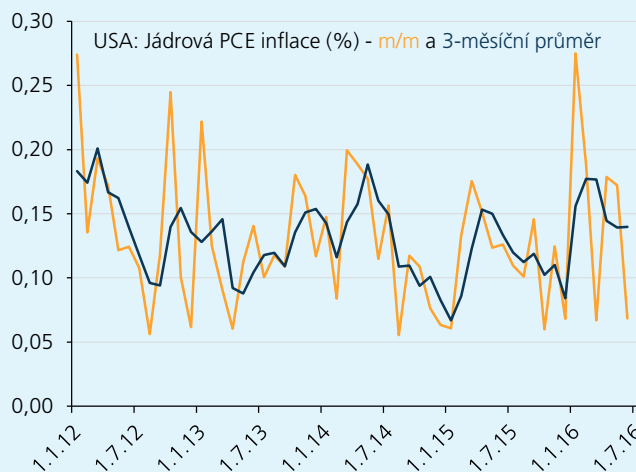
Růst HDP ve 2. čtvrtletí dle prvního odhadu zklamal, když dosáhl pouze 1,2 % q/q anualizovaně, což bylo pod tržním očekáváním. Struktura však byla relativně optimistická: 1) poptávka domácností dále urychlila, když růstu přidala skoro 3 p.b. a 2) na růst negativně, podobně jako v předchozích 4 kvartálech, působily hlavně zásoby. Takový vývoj zásob tak dle nás vytváří podmínky pro rychlejší růst v dalších čtvrtletích.

Další měsíční data, která byla během července 2016 zveřejněna, již před zveřejněním dat o HDP naznačovala, že 2. čtvrtletí bylo rychlejší než čtvrtletí první a že se tak stalo pouze díky poptávce domácností. **Maloobchod** (bez aut a paliv) v červnu totiž zopakoval dubnový silný růst o 0,8 % m/m, což čtvrtletní tempo růstu poptávky domácností zvedlo na hodnoty neviděné od první poloviny roku 2014. Růstu poptávky domácností totiž pomáhá nízká inflace i dobrý trh práce, který se po květnové mizérii vzpamatoval a **v červnu v soukromém sektoru vytvořil nadprůměrných 287 tis. pracovních míst. Pozitivní byla i průmyslová produkce,** která v květnu vzrostla o 0,6 % m/m, díky čemuž je tříměsíční tempo poprvé za rok kladné.

Na inflačním obrázku se však ani v červnu nic nezměnilo. Jádrová inflace nadále roste tempem zhruba 0,10 - 0,15 % m/m, dynamika nijak neurychluje. Meziroční jádrová inflace se tak drží na 1,6 %, celková inflace pak osciluje kolem 1 %.

Americká centrální banka však nadále (podobně, jako ta česká a také podobně dlouho) **vyhlíží inflaci.** Po červnovém zasedání, na kterém kvůli britskému referendu jestřábí nálada uvnitř vedení Fedu znatelně opadla, vrátil na svém červencovém zasedání Fed možnost letošního utažení měnové politiky znovu na stůl. Hodnocení ekonomické situace se sice moc nezměnilo (nadále trvá víra, že trh práce inflaci nakonec přinese), odpadla však vzhledem k relativně pohodové tržní reakci zmínka o rizicích spojených s britským referendem. Že se jestřábí naladění přece jen marginálně zvýšilo je vidět i z toho, že Esther Georgeová, prezidentka kansaského Fedu a známý jestřáb, znovu volala po utažení měnové politiky (v červnu přitom na takovém kroku poprvé za dlouhou dobu netrvala).

Americká inflace stále ignoruje silný trh práce





HLAVNÍ UDÁLOSTI

CEE3

ČR

Česká ekonomika nadále roste tažená poptávkou domácností.

Na rozdíl od eurozóny a USA zatím nebyl zveřejněn ani první odhad růstu HDP ve 2. čtvrtletí. Červencová data ale byla v souladu s naším dlouhodobým očekáváním: slábnoucí průmysl, proti tomu stále silná poptávka domácností. Průmysl poklesl o 0,4 % m/m, meziroční růst tak dosáhl pouze 1 %. Nadále zde pokračují dvě protichůdné tendence: na jedné straně se dobře vede výrobě dopravní techniky (dvouciferný meziroční růst), na druhé straně však produkce chemikálií pokračuje v poklesu o skoro 20 %.

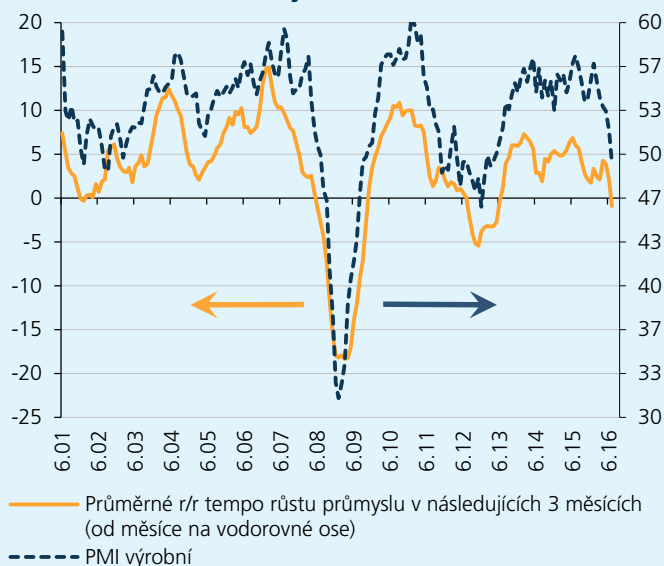
Maloobchod v květnu vzrostl o 11,1 % r/r, což je sice číslo uměle nafouklé vyšším počtem pracovních dní v květnu 2016 ve srovnání s květnem 2015, ale i pokud se podíváme na tříměsíční průměr meziročních temp (kde efekt rozdílného počtu dní v podstatě neexistuje), zjistíme, že maloobchodní tržby rostou stále tempem 7 - 8 %, tj. tempem stejným jako v podstatě neustále od počátku minulého roku. **Důvěra domácností se sice v červenci zhoršila na nejnižší úroveň od října 2014, ale stále je vysoko nad historickým průměrem.** Navíc, vláda začíná s předvolebním „nakláněním si“ elektorátu: mzdy učitelů vzrostou o 8 %, dalších veřejných zaměstnanců o 5 % atd.

Z důvodu předpokládané silné poptávky domácností, z důvodu, že německé indexy IFO a PMI vzaly Brexit vcelku bez újmy a také z důvodu, že ani důvěra českých firem, měřená Českým statistickým úřadem, se v červenci nijak nezhoršila, vnímáme **slabý červencový PMI** (první pokles pod 50 za více než tři a půl roku) pouze jako jednorázovou a pomíjivou záležitost.

Inflace je nadále velmi nízká, v červnu vzrostla pouze o 0,1 % meziměsíčně i meziročně. Poptávková inflace poklesla na 1 %, nejnižší od března 2015. Navzdory víře ČNB, že vyšší mzdy přinesou inflaci, k žádné akceleraci poptávkové inflace v posledních dvou letech nedošlo, a to navzdory silnému růstu reálných mezd. Nadále totiž pokračuje dovoz desinflačních tlaků z EMU i nulové poptávkové tlaky z výrobní sféry, kde klesají ceny jak průmyslových, tak zemědělských producentů.

ČNB v červenci nezasedala, v zápisu ze zasedání v červnu nepřímou (v části o tom, proč koruna po ukončení kurzového režimu neposílí) naznačuje, že intervence nefungují tak, jak čekala. První vyjádření V. Bendy od nástupu do funkce pak potvrdilo, že je skoro identickou názorovou kopií guvernéra Rusnoka a že ČNB vedená Rusnokem bude zachovávat kontinuitu s ČNB vedenou Singerem.

Výrobní PMI v pásnu kontrakce poprvé od dubna 2013, další indikátory však žádné drama nenaznačují





HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

Data o růstu HDP ve 2. čtvrtletí 2016 prozatím zveřejněna nebyla, vzhledem k dobrému konci čtvrtletí je však růst o alespoň 3 % r/r velmi pravděpodobný. **Průmysl** totiž přidal v červnu v souladu s tržním očekáváním meziročně 6 %, primárně díky expanzi zpracovatelského sektoru (+7,2 %). Maloobchod vzrostl reálně o 6,5 % r/r, což z poptávky domácností dělá nadále (a stejně jako v ČR) faktor č. 1 růstu. **Nezaměstnanost** dále klesla na 8,8 %, což je jako jinde v regionu historické minimum a prohlubující se deflace dále zvýšila růst reálných mezd k 5 %. To společně s fiskálním stimulem vlády udrží poptávku domácností v rychlém růstu i v dalších měsících.

Polsko je nyní přesně dva roky v deflaci (poprvé byla inflace záporná v červenci 2014, -0,2 %): v červenci 2016 dosáhla meziroční inflace dle předběžného odhadu -0,9 %. Záporná je, byť jenom půl roku, i jádrová složka inflace. Navzdory tomu se však poptávce domácností, jak bylo uvedeno výše, vede velmi dobře.

Z tohoto důvodu zůstává polská centrální banka stále v klidu - ani v červenci žádnou změnu měnové politiky neprovedla (klíčová repo sazba je stále na úrovni 1,5 %). Prognóza byla revidována dolů, a to jak u růstu, tak u inflace. Bankovní rada se však nemá ke snížení sazeb a drží se úvahy „pokud deflace neškodí ekonomice, nevádí“. V tomto duchu se v červenci vyjádřilo několik členů Bankovní rady, např. Ancyparowicz („deflace je statistický fenomén“).

MAĎARSKO

Podobně jako v ČR nebo v Polsku nebyla data o ekonomické aktivitě ve 2. čtvrtletí prozatím známá ani v Maďarsku, i zde je však vzhledem k měsíčním údajům jasné, že 2. čtvrtletí bylo mnohem lepší než mezikvartální pokles ze čtvrtletí prvního.

Průmysl dle očekávání po extrémním dubnovém růstu (+5,5 % m/m) v květnu mírně poklesl (-0,7 % m/m), meziroční růst je ale solidních 4,2 %. **Maloobchod** po dubnovém růstu o skoro procento přidal mírně (0,1 %) i v květnu a stále se tak meziroční tempo drží mezi 5 - 6 %. Nezaměstnanost je na historickém minimu (5,5 %), poptávka domácností tak podobně jako v ČR nebo v Polsku zůstane i ve 2. polovině roku faktorem č. 1 růstu.

Podobně jako v ČR či Polsku ani v Maďarsku solidní **poptávka domácností negeneruje inflaci**. V červnu zůstala inflace negativní a na stejné úrovni (-0,2 %) jako v květnu. Bez trendu a nízké jsou i poptávková a jádrová složka inflace.

Maďarská centrální banka v červenci ponechala sazby bez změny (tříměsíční sazba na 0,9 %), na tiskové konferenci nesdělila nic dalšího, pouze zopakovala, že sazby zůstanou takto nízkou velmi dlouhou dobu.

Ropa

Ropa (WTI) v červenci znovu sestoupila k úrovni 40 dolarů za barel, kde nebyla od poloviny dubna letošního roku. Za poklesem stála kombinace zpráv o růstu zásob, produkce (Irák) i počtu těžebních souprav (USA), která více než kompenzovala zprávy o poklesu produkce v Nigérii.



AKCIOVÉ TRHY

MSCI World Index



MSCI Emerging Markets



Titulky novin již neplnily hlavně zprávy ohledně červnového referenda o vystoupení Velké Británie z EU, což se pozitivně promítlo do zisků akciových trhů. Jak **akcie obchodované v Evropě** (index DJ STOXX 600), **tak USA** (index S&P 500), **si připsaly pěkných 3,6 %**. K dobrým výkonnostem akcií přispěla také probíhající výsledková sezóna za druhé čtvrtletí letošního roku. Jak je již zvykem americkým společnostem se dařilo překonávat odhady analytiků, zvláště pak na úrovni čistých zisků. Nejpozitivnější údaje vykazovaly především společnosti ze sektoru zdravotnictví a technologií.

Akciové trhy v rozvíjejících se zemích výkonnostně opět překonaly trhy vyspělé. Hodnota jejich indexu MSCI Emerging Markets posílila v dolarovém vyjádření o 4,7 procenta, když **se nejvíce dařilo brazilskému trhu**. Místní index Bovespa vylétl o 11,2 procenta, když jak index nákupních manažerů, tak i důvěra spotřebitele naznačují obrát v ekonomice. Naopak ztrácel turecký trh v důsledku proběhlého pokusu o puč.

Výborně se rovněž dařilo středoevropským akciím, které zřejmě těžily i z odsunu finančního kapitálu z Turecka, ve kterém se prezident Erdogan vypořádával s, dle jeho názoru, příznivci proběhlého puče. Nejvyšší zisky si tak připsala domácí pražská burza (index PX +7,9 %). Pobrexitová rally vytáhla akcie Erste bank o vysokých 18,6 % nahoru, druhá nejvyšší výkonnost pak patřila energetické společnosti ČEZ, jež se vezla na vlně rostoucích cen uhlí. Solidními zisky se mohla pochlubit také maďarská burza (index BUX +4,95 %). I zde se dařilo akciím banky OTP a, i při klesajících cenách surové ropy a rafinérských marží, ropné společnosti MOL. Solidní meziměsíční výkonnosti dosáhly také polské akcie (index WIG30 +2,3 %). Těžce uvěřitelné meziměsíční zhodnocení 50 % dosáhly, v indexu málo zastoupené, akcie těžařů uhlí Bogdanka a JSW. V mínusu, před oznámením chystané konverze půjček ve švýcarských francích, skončila drtivá většina polských bank.

CECE Composite





DLUHOPISOVÉ TRHY

Dluhopisy USA a EMU

Po výrazných poklesech výnosů (růstu cen), které jsme viděli po britském referendu koncem června, se v červenci situace stabilizovala a pohyby během měsíce byly minimální. V USA se tak desetiletý výnos ustálil na úrovni kolem 1,5 %, u dvouletého došlo vlivem zasedání FEDu, které vrátilo letošní utažení sazeb do hry, k růstu na 0,7 % (v reakci na britské referendum jsme zaznamenali hodnoty pod 0,6 %).

Podobná situace byla v eurozóně. Německé dluhopisy se ještě v první dekádě července na splatnosti 10 let chvílemi obchodovaly i pod -0,2 %. Nad očekávání vysoký přírůstek nových pracovních míst v USA (po předchozím zklamání) však znovu probudil k životu debaty o pokračování cyklu zvyšování úrokových sazeb ze strany Fedu, a poměrně citelně zkorigoval předchozí cenové zisky vládních dluhopisů. Přesto však přetrvávala očekávání dodatečných měnověpolitických stimulů ze strany ECB, Bank of Japan a nově též Bank of England, obligační výnosy se tak do konce měsíce stabilizovaly na nízkých úrovních. Desetiletý výnos skončil za červenec na úrovni -0,1 %, dvouletý na úrovni -0,6 %.

Firemní dluhopisy

Velmi úspěšný měsíc si připsaly k dobru korporátní dluhopisy na obou stranách Atlantiku. Solidní kvartální výsledky firem, pozitivní sentiment v segmentu rizikových aktiv a v neposlední řadě probíhající nákupy firemních dluhopisů ze strany ECB a očekávání dalšího uvolnění měnověpolitických stavidel ze strany centrálních bank – to byly hlavní důvody příznivého červencového vývoje. Obavy z následků Brexitu počátkem měsíce doléhaly na dluhopisy bank, později však i tyto vprchaly a obligace finančního sektoru se přidaly k trendu utahování měnověpolitických stavidel. Ty v segmentu EUR firemních dluhopisů investičního stupně v průměru klesly o 23 bps na 81 bps.

Také na trhu Credit Default swapů kreditní marže v podobné míře klesaly. Index Markit iTraxx Europe (mapující marže CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) klesl o 16 bodů na 67 b. Marže CDS kontraktů na dluhopisy s neinvestičním ratingem dle indexu iTraxx Xover ubraly 43 bodů na 322 b.

Dluhopisový trh ČR

České dluhopisy během července doháněly své německé protějšky poté, co v červnu po britském referendu nenásledovaly výnosový sestup Bundů. V červenci tak české výnosy na krátkém i dlouhém konci přece jenom poklesly, u dvouletého zhruba na -0,15 %, u desetiletého výnosu k úrovni 0,30 %, což bylo dokonce o něco níž než dosavadní historické minimum z března tohoto roku. Vedle příznivého zahraničního vývoje hrála roli přetrvávající omezená nabídka nových státních dluhopisů vlivem (zatím) příznivého rozpočtového plnění a přetlaku volné likvidity v domácím bankovním systému.

Dluhopisový trh Polsko

Polská křivka byla naopak v červenci víceméně nehybná, což nepřekvapí, protože na výsledek referenda na rozdíl od té české reagovala už v červnu. Na desetileté splatnosti tak během celého července výnos osciloval v úzkém pásmu 2,85 % - 2,95 %, aby měsíc skončil v jeho prostředku, na dvouleté splatnosti pak v pásmu 1,65 - 1,7 %, přičemž červenec dvouletý výnos uzavřel na spodním okraji tohoto pásma.

Bloomberg Effas Czech Index



Bloomberg Effas Poland





DLUHOPISOVÉ TRHY

Dluhopisový trh Turecko

Klíčovou událostí v Turecku byl nezdařený pokus o státní převrat v polovině července, provedený částí turecké armády a bezpečnostních složek. To samozřejmě výnosy, které do té doby v podstatě od poloviny května non-stop klesaly, okamžitě vystřelilo vzhůru. Desetiletý výnos se na chvíli dostal až nad 10 % (pohyb vzhůru o více než 100 bps), dvouletý až ke 9,4 %. Poté, co vládě loajální jednotky pokus o puč potlačily, vrátily se výnosy zhruba o 50 bps zpět dolů.

MĚNOVÉ TRHY

Dolar byl proti euru v červenci bez výraznějších pohybů, když během celého měsíce osciloval kolem 1,10. Výrazněji (k 1,12) oslabil až po zveřejnění dat o růstu amerického HDP ve 2. čtvrtletí. Slabá (tj. poblíž třicetiletých minim) zůstala proti dolaru anglická libra.

Koruna, zlotý i forint dle očekávání, byť překvapivě rychle, ze sebe setřásly po-Brexitovou slabost. Koruna se již koncem první dekády července vrátila ke 27,025, polský zlotý vůči euru zase posílil ze 4,45 až ke 4,35 a jenom o málo pomaleji proti euru posílil i maďarský zlotý (z 317 na 311). Nejhuře na tom byla turecká lira, kterou o více než 6 % srazil pokus o vojenský převrat v zemi. Po jeho rychlém potlačení TRY z této ztráty zhruba třetinu odmazal, zvýšená nejistota a obavy z dalšího vývoje v zemi (tvrdé represe ze strany vládnoucí AKP a prezidenta Erdogana) však větší korekci neumožnily.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Dluhopisový trh ČR

V delším horizontu nadále očekáváme postupný vzestup požadovaných výnosů a zvýšení sklonu výnosové křivky – nejvíce by tak měly poklesnout ceny dlouhodobých dluhopisů. Pro nejbližší období však důvody pro viditelnější růst výnosů příliš nejsou. Z českého prostředí impuls k růstu výnosů stále nemá proč přijít – domácí bankovní trh je v masivním a rostoucím přebytku likvidity, ministerstvo financí má nyní díky silně rostoucí ekonomice rychle rostoucí příjmy (za prvních 7 měsíců roku byl rozpočet v nejvyšším přebytku od roku 1993, 75,6 mld. Kč), takže jeho emisní aktivita je pochopitelně nízká. I když se dá očekávat zvýšení emisní aktivity s blížícími se volbami v roce 2017, vzhledem k masivní likviditě zde i v zahraničí bude tlak na růst výnosů spíše tlumený. Klíčovým tak zůstává vývoj na hlavních zahraničních trzích – v USA a EMU.

Zde budou hlavními determinanty vývoj měnových politik hlavních centrálních bank, respektive globální ekonomický vývoj (zejména inflace). Obnovený příznivý vývoj zaměstnanosti ve Spojených státech dle nás potvrdil tezi o probíhajícím široce zakořeněném hospodářském růstu v největší ekonomice světa, jež postupně začíná generovat viditelnější inflační tlaky. Spolu s očekávaným urychlením růstu v druhém pololetí by tento vývoj měl přesvědčit dosud váhající Fed opět zvýšit úrokové sazby a zvednout očekávání v tomto směru i do budoucna. Být opačným směrem bude prozatím působit dodatečná měnověpolitická expanze dalších hlavních centrálních bank, výsledný efekt by dle našeho názoru měl být v dalších měsících ve směru rostoucích bezrizikových obligačních výnosů, zejména v segmentu delších splatností (pokles cen dluhopisů).

Dluhopisový trh Polsko

V Polsku také zůstává v platnosti náš výhled stabilní rizikové prémie nad německými dluhopisy. Politická nejistota sice investory netěší, naproti tomu však stojí alternativa záporných výnosů v Německu či jinde v Evropě (ve světě se nyní s negativním výnosem obchodují dluhopisy za zhruba 12 000 mld. EUR). Dokud bude ECB provádět expansivní měnovou politiku (což může být ještě další 2 roky) a tedy dokud se nezvedne inflační výhled v Eurozóně, ani případné nestandardní chování polské vlády, pokud nebude skutečně excesivní, investory hladové po výnosu nevyplaší. Rizikem zůstává možný pokles sazeb, ke kterému se však zatím polská centrální banka staví velice rezervovaně.

Dluhopisový trh Turecko

Turecké výnosy poměrně rychle setřásly dopady nezdařeného pokusu o státní převrat. V dalších měsících se tak do popředí znovu dostane stále nedobrá inflační výhled. Celková inflace sice poklesla meziročně o 1,5 p.b. (na 6,6 %), ale je to jenom díky cenám potravin (a částečně energií). Jádrová inflace naopak meziročně o více než 1 p.b. vzrostla a zvýšená nadále zůstávají i inflační očekávání. V této situaci nepokládáme snižování sazeb, ke kterému dochází (O/N záůjční sazba klesla v červenci o dalších 25 bps na 8,75 %) za ideální odpověď měnové politiky. Efekt cen ropy i cen potravin přitom postupně od začátku roku 2017 z čísel vypadne a uvolněná měnová politika (od začátku roku klesla O/N sazba turecké centrální banky o 2 p.b.) se může ukázat jako příliš volná pro tureckou ekonomiku. Proti tomu však prozatím bude působit současná vysoká poptávka investorů po vyšších výnosech, Turecko přitom s ohledem na zvýšená, zejména geopolitická, rizika zůstávalo v poslední době hodně stranou zájmu.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Měny

Euro proti dolaru se v dalších měsících udrží kolem 1,10; vzhledem k tomu, že spíše nečekáme, že Fed zvýší sazby již na zářijovém zasedání a že se domníváme, že ECB zůstane ve svém uvolněném měnově-politickém postoji, neočekáváme výraznější pohyby jedním či druhým směrem.

U koruny bude nadále pokračovat nudný vývoj. Po návratu z po-referendového „výletu“ nad 27,10 zase zpátky ke 27 korunám za euro bude občas nyní nutit ČNB k intervencím. Exit z intervenčního režimu prozatím ČNB stále indikuje kolem poloviny roku 2017, Brexit prozatím tento horizont dále do budoucna neposunul. **Polský zlotý** je i po červencovém posílení příliš slabý, zde očekáváme návrat ke 4,30, trvalé posílení pod 4,20 však vzhledem k politickým poměrům prozatím nečekáme. Maďarský forint dle nás bude pokračovat v oscilaci lehce nad 310, a to i pokud dojde k dalšímu uvolnění měnové politiky skrze nestandardní nástroje, jak naznačila centrální banka.

Aktiový trh

Na akciové trhy jsme zvláště po proběhnuté pobrexítové korekci **pozitivní** a považujeme je za jedny z **nejatraktivnějších finančních aktiv**. Velice nízkých valuačních hodnot dosahují akciové rozvíjející se trhy, které v posledních měsících vzbuzují rostoucí zájem ze strany investorů. Také evropské akciové trhy se nachází zhruba 20 % pod svými historickými průměry, což se P/B, P/E nebo dividendových výnosů týká. Z valuačního hlediska se jako nejméně atraktivní jeví americké akcie. Ty se ve srovnání s historickými průměry obchodují s mírnou premií, avšak tyto vyšší ceny jsou kompenzovány, ve srovnání s Evropou, vyšším hospodářským růstem, vyšší inflací nebo zdravějším pracovním trhem. Z valuačního hlediska mohou být podporou akciím nadále **uvolněné měnové politiky** centrálních bank. Při investování do akcií však musíme počítat se zvýšenou volatilitou jaké jsme nyní svědky, která nás, při současných úrovních akciových indexů, bude v následujících letech provázet. Důležitými událostmi bude vyjednávání podmínek Brexitu, s možnými dopady na EU jako celek, a prezidentské volby v USA.

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

Atraktivnost většiny střeoevropských akcií nyní vidíme selektivně v některých akciích, zvláště pak těch dividendových. Pro polské akcie nadále platí riziko finální podoby konverze půjček ve švýcarských francích, možného dopadu plánované penzijní „reformy“ a dalších neočekávaných kroků strany PiS. Pozitivní jsme ve střeoevropském regionu především na některé české a rumunské akcie. Nyní mezi nejatraktivnější akciové tituly řadíme pojišťovnu Vienna Insurance Group, CETV, Unipetrol nebo Kofolu. Z polských titulů se nám líbí mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, zpracovatel ryb Graal, zpracovatel masa Tarczynski, leasingová společnost Prime Car Management nebo výrobce těžebního zařízení Famur. V Rumunsku považujeme za atraktivně oceněné akcie rumunského restitučního fondu Fondul Proprietatea, fondu SIF1, plynárenských společností Transgaz a Romgaz, 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 webových stránkách společnosti Conseq **www.conseq.cz**