



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

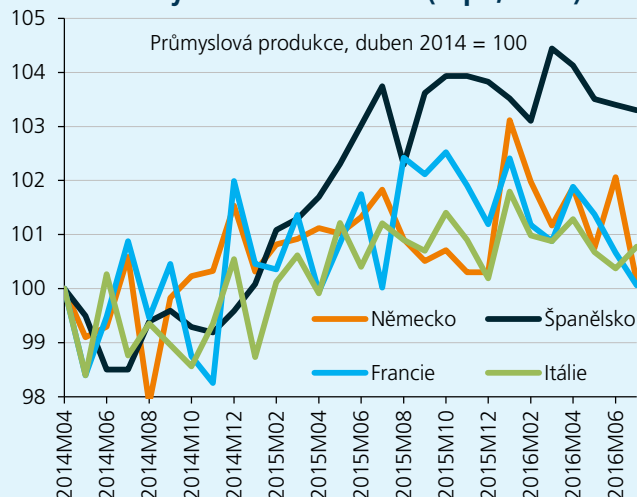
Záříjová data potvrdila, že růst Eurozóny zůstává na tempu kolem 0,3 % q/q. Návrat inflace na hodnoty, na které cílí ECB, stále není na dohled, a proto není na dohled ani brzké ukončení současného programu odkupu aktiv ECB.

Růst Eurozóny byl i po finálních datech potvrzen na tempu 0,3 % q/q (tj. 1,6 % r/r), tedy na tempu polovičním ve srovnání s prvním čtvrtletím a shodném s průměrem posledních 12 čtvrtletí. **Struktura byla zvláštní**, byť s ohledem na to, že data za velké ekonomiky byla známá již předtím, se samozřejmě nejednalo o překvapení pro trh: na jedné straně k mezičtvrtletnímu růstu nejvíce přispěl čistý export (0,4 p.b.), překvapivě málo pak poptávka domácností (0,1 p.b.). Z měsíčních dat se přitom zdálo, že tomu bude spíše naopak.

Oživení v Eurozóně podle dalších záříjových dat tak sice pokračuje, ale neurychluje. Spotřebitelská důvěra se v září oproti srpnu mírně zlepšila (z -9 bodů na -8), podobně jako celkový ekonomický sentiment (tj. sentiment ve všech sektorech ekonomiky, nejenom u domácností) však v posledním roce pouze stagnuje. Ani z hlediska disponibilního příjmu domácností nic nenaznačuje, že by poptávka domácností měla urychlit: kreditní aktivita (mimo půjček vládám) zůstává slabá, z inflace pomalu vypadne efekt cen zlevnění ropy v minulém roce a vysoká nezaměstnanost (která od dubna stagnuje na 10,1 %) také nevěští růst nominálních mezd. Maloobchodní tržby tak v květnu-červenci rostly průměrným meziročním tempem zhruba 2 % (v červenci 2,9 % r/r), z právě uvedeného se těžko dá očekávat rychlejší růst ve druhé polovině tohoto roku.

A pro výraznější optimismus není důvod ani z dalších předstihových indikátorů. **Nevýrobní index PMI se v září poprvé od dubna 2014 propadl pod výrobní PMI a celkový index PMI tak stáhnul na nejnižší úroveň za 20 měsíců.** Hlavní podíl viny na tom má německý sektor služeb, který se propadl na nejnižší hodnotu od června 2013, nevedlo se však dobře ani zemím mimo Německo a Francii, kde růst ochladl na 21měsíční minimum. Výrobní PMI v Německu se sice dále zlepšil (54,3) a optimisticky vyzněl i index IFO (skok v očekáváních ve zpracovatelském průmyslu o 11 bodů nebyl zaznamenán od krize), jak však ukazuje vývoj v letošním roce, zlepšení výrobního PMI se ne nutně projevuje ve zlepšení tvrdých dat z německého průmyslu.

Průmysl v Eurozóně zůstává nadále slabý, navzdory mnoha stimulům (ropa, euro)





HLAVNÍ UDÁLOSTI

Německý průmysl se v červenci propadl o 2 % m/m (průmysl EMU pak o 1 % m/m). To sice asi zčásti lze připsat kalendářnímu efektu (časování dovolených), který sezonní očistění nepostihuje dokonale, problém však je, že se zdaleka nejedná o izolovanou slabost: **německá průmyslová produkce byla v červenci 2016 toliko na úrovni prosince 2015 a v posledních 2 letech skoro nevzrostla (i proto je silný příspěvek čistého exportu ve 2. čtvrtletí překvapením)**. Nejedná se ale ani pouze o německý problém: v červenci kromě Itálie klesla průmyslová produkce i ve zbylých 2 velkých ekonomikách, kromě Španělska pak od dubna 2014 (tedy od doby, kdy začal posilovat dolar proti euru) produkce ve zbylých třech velkých zemích skoro nevzrostla. I proto zůstáváme opatrní v hodnocení jednoho lepšího čísla z indexu IFO.

Celková inflace sice v září vzrostla na nejvyšší hodnotu (0,4 % r/r) od října 2014 (tj. od doby, kdy začal pokles ropy), ale bylo to pouze díky cenám energií, jejichž meziroční pokles zvolnil na 3 %. Jádrová inflace je stále pod 1 % (v září zůstala na úrovni srpna, tj. 0,8 %).

ECB v září měnovou politiku nezměnila, naznačila ale, že se tak může stát. Jednak byly znovu směrem dolů revidovány predikce růstu i inflace, jednak Draghi dále zmínil, že rizika pro tuto prognózu jsou, jako obvykle, směrem dolů. Draghi také řekl, že „byly pověřeny jednotlivé komise, aby zajistily implementaci letošních rozhodnutí i v situaci poklesu výnosů“, což přeloženo do normální řeči znamená, aby zajistily, že bude co kupovat (ECB má totiž výnosový limit na aktiva, která v rámci QE programu může kupovat, a to na úrovni depozitní sazby, tj. na -0,4 %). Protože dosavadní program odkupů aktiv (tzv. PSPP) má končit za 6 měsíců a vzhledem k tomu, kde se inflace stále nachází, lze očekávat, že nejméně k prodloužení programu PSPP (vč. úprav tak, aby bylo co kupovat i v situaci, kdy je podstatná část dluhopisů pod depozitní sazbou) dojde.

USA

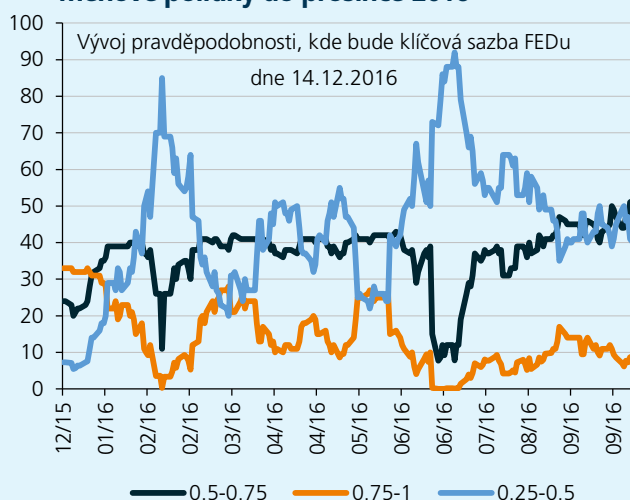
Záříjová data nepřinesla nic, co by FED mělo odradit od toho, aby letos, podobně jako loni jednou, úrokové sazby přeci jen zvýšil. Po dlouhé době se dokonce ke 2 % přiblížila i inflace.

Tempo růstu HDP ve 2Q16 bylo dle finálního odhadu nakonec 1,4 % q/q anualizovaně, což je lepší než minulé dva odhady, byť pouze o pár desetiny p.b. Oproti předchozímu odhadu (1,1 % q/q anualizovaně) byl pouze zmírněn pokles zásob, dominantní vliv poptávky domácností zůstal zachován. To je však již minulost, která trh příliš nezajímá.

Záříjová data, která už pokrývají 3. čtvrtletí, byla smíšená, ani v těch horších datech ale nebylo nic, co by mělo FED odradit od toho, aby letos, podobně jako v roce 2015, jedno utažení měnové politiky nakonec přece uskutečnil. **Maloochod** byl sice pod očekávání slabý (-0,3 % m/m), rozdíl proti očekávání však byl malý (0,2 p. b.), a trend silného růstu poptávky domácností tak zůstává nedotčen.

Průmysl sice v srpnu poklesl (o 0,4 % m/m), to však byla pouze částečná korekce předchozích dvou silných měsíců, kdy přidal 0,5 % a 0,6 %. Navíc, vzhledem k tomu, že ropný sektor se zdá být z nejhoršího venku (navíc, Saudská Arábie, zdá se, vzdává svůj boj s americkými producenty, viz níže) a že dolar už na žádné velké posílení nevypadá, není ani makroekonomický důvod domnívat se, že by se měla opakovat jeho slabost posledních dvou let. **Předstihové indikátory** však ani nenaznačují urychlení dynamiky jeho růstu: index PMI ve zpracovatelském sektoru zpomalil ze srpnových 52 na záříjových 51,4. Naopak, polepšil si jeho výrobní protějšek, který vzrostl ze srpnových 51 na 51,9. Po dlouhé době se konečně také zlepšuje slabé místo americké ekonomiky posledních let, fixní investice: **objednávky zboží dlouhodobé spotřeby** totiž v srpnu vzrostly potřeť v řadě, jejich kvartální dynamika tak je nejlepší od začátku roku 2015.

Očekávání trhu na utažení americké měnové politiky do prosince 2016





HLAVNÍ UDÁLOSTI

Inflace také dává FEDu důvod k tomu, aby mohl nakonec aspoň jedno slibované utažení měnové politiky letos uskutečnit. Celková srpnová inflace sice stále zůstává na 1 % (podobně jako v dubnu či květnu), **jádrová inflace se však v srpnu zvedla na nejvyšší hodnotu (1,7 %) od září 2014**, a dává tak naději, že se konečně vyplní teze FEDu o postupném návratu inflace ke dvěma procentům.

FED sice v září sazby nezvýšil, ale z komunikace je zřejmé, že ho k tomu musely vést hlavně mimoekonomické důvody: nejenom, že disidentů, požadujících okamžitou změnu sazeb, bylo nejvíce (3) v tomto utahovacím cyklu, ale i celý FED se podepsal pod prohlášení, že „důvody k utažení zesílily“. V podstatě jediným oficiálním důvodem odkladu bylo to, že FED chce více „důkazů o pokroku k cíli“, tj. o tom, zda inflace skutečně míří ke 2 %. Protože to zřejmě nezjistí z těch dvou údajů, které ještě budou zveřejněny do prosincového zasedání (a pokud ano, znamená to, že je FED již pozadu) a protože Brexit jako hlavní faktor, proč nedošlo ke zvýšení již v srpnu jak Yellenová avizovala, vyprchal, usuzujeme na mimoekonomické faktory zářijové rozhodnutí. Trh tak nyní utážení sazeb do prosincového zasedání očekává zhruba s poloviční pravděpodobností – my se domníváme, že je mnohem vyšší.

CEE 3

ČR

V ekonomice nebyla během září žádná překvapení, růst nadále zůstává tažen poptávkou domácností. ČNB odsunula svůj tvrdý kurzový závazek na 2. kvartál příštího roku.

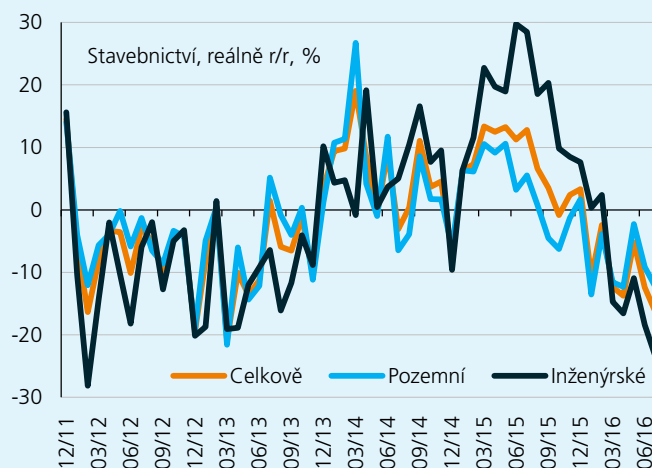
Ekonomika ve 2. čtvrtletí dle finálního odhadu přidala silných 0,9 % q/q (2,5 % r/r), což bylo nejrychlejší tempo od 3Q15. Hlavním faktorem růstu byly zásoby, překvapivě slabým pak poptávka domácností. Vzhledem k povaze zásob (které v systému národních účtů fungují jako residuum vyrovnávající stranu poptávky a stranu nabídky) však lze čekat, že v dalších revizích se struktura změní tak, že se část příspěvku zásob přesune do spotřeby. Největším negativem zůstaly fixní investice, které se po propadu o 2,1 % q/q v prvním čtvrtletí propadly o 4,1 % q/q ve druhém. Zde se jedná o propad způsobený jak menším objemem peněz z EU než v roce minulém (kterému vévodilo dočerpávání zdrojů z předchozího rozpočtového období), tak neschopností ČR tyto peníze adekvátně využít (např. kvůli propadlým studiím EIA); meziroční propad inženýrského stavitelství dosáhl v létě skoro 25 %.

Měsíční červencová data (tj. maloobchod a průmysl) byla ovlivněna o tři nižším počtem pracovních dní v letošním červenci ve srovnání s červencem roku 2015. Zatímco však po očištění o tento vliv byl reálný meziroční růst maloobchodu přes 5 %, tj. lehce pod průměrem posledních dvou let (7,5 %), u průmyslu tomu tak nebylo. Produkce se propadla o skoro 10 % meziměsíčně, a to po očištění o kalendářní i sezonní vlivy. Evidujeme propad o skoro 35 % r/r v produkci aut, což indikuje (sezonním očištěním nepostížený) efekt nestálého termínu závodních dovolených, ale i po zohlednění tohoto faktoru je celkový pokles příliš velký. Počkáme si na srpnová data, ovšem PMI index, který si i navzdory definitivnímu návratu nad 50 v září (52) za 3Q16 zapsal nejslabší výsledek za tři roky, zpomalení dynamiky v létě potvrzuje.

Inflace v červenci vzrostla na 0,6 % r/r, měnově-politická pak na 0,4 % r/r. Poptávková inflace dále zpomalila, meziročně tak nyní vzrostla už jenom o procento a od začátku roku její dynamika jenom zpomaluje (na rozdíl od očekávání ČNB).

Zářijové zasedání ČNB bylo bez zajímavosti. ČNB nadále čeká, že růst mezd a růst dovozních cen posune inflaci v roce 2017 na cíl, a umožní tak exit. Vzhledem ke znovuobnoveným spekulacím, které spustila správa ING Bank očekávající exit již v 1.čtvrtletí 2017, posunula ČNB tvrdý závazek na 2Q17: jinými slovy, zatímco doposud tvrdila, že k ukončení používání kurzu koruny jako nástroje měnové politiky nedojde „před rokem 2017“, nyní ČNB říká, že se tak nestane před „2. čtvrtletím 2017“.

Fixní investice táhne dolů slabá aktivita ve stavebnictví





HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

Měsíční data potvrzují stejný příběh jako v ČR nebo v Maďarsku, tj. růst tažený poptávkou domácností a slabší průmysl.

Poptávka domácností zůstala i ve třetím čtvrtletí největším pozitivním faktorem růstu. **Maloobchodní tržby** v srpnu přidaly reálně skoro 8 % r/r, další pokles nezaměstnanosti (na nové historické minimum 8,9 %) a další růst nominálních mezd, který od počátku roku urychluje (z 3,5 % r/r), a který v srpnu dosáhl 4,7 % r/r, ukazuje na pokračování tohoto vývoje.

Průmyslová produkce vzrostla v srpnu o sezonně očištěných 2,1 % m/m, to však pouze kompenzovalo červencový propad (1,6 %). Měsíční dynamika v posledních třech měsících tak dosáhla v průměru 0,3 % m/m. To není špatný výsledek (maďarský průmysl je na tom hůř), primárním přispěvatelem k růstu je však jasně poptávka domácností. Ani to, že se výrobní PMI dostal z 51,5 v srpnu na 52,2 v září na tom nic nemění.

Na inflační frontě se nadále neděje nic zvláštního. Polsko je nyní více než dva roky v deflaci: jádrová meziroční inflace v srpnu zůstala na červencové úrovni -0,4 %, celková o 0,1 p.b. vzrostla (na -0,9 %). Polská centrální banka však i v září ponechala sazby beze změny (tj. na 1,5 %), po zasedání dokonce její guvernér řekl, že dalším pohybem sazeb bude nejspíš pohyb nahoru a že deflace se v příštím roce změní na mírnou inflaci (což je i naše očekávání). Ačkoliv Bankovní rada není úplně jednotná (menší část si dokáže představit i pokles sazeb), jako celek nadále akcentuje silný růst před nízkou inflací: nízká inflace bude pro MPC problém až v době, kdy se začne podepisovat na reálné ekonomice, což se zatím neděje.

V politice nadále trvají rizika. Evropský parlament znovu kritizoval Polsko za zasahování do nezávislosti Ústavního soudu, za legislativu o médiích, státním zastupitelství apod. Evropská komise zase pokládá daň ze supermarketů za nelegální, což přinutí Polsko upravit její parametry (byť by to plánovaný dvoumiliardový výnos ohrozit nemělo).

MAĎARSKO

Růst HDP ve 2. čtvrtletí byl potvrzen na tempu 2,5 % r/r, struktura byla identická s tím, co přinesla růstová data v Polsku i v České republice. Jinými slovy, primární pozitivní vliv byl ze strany poptávky domácností a naopak primární negativní vliv ze strany fixních investic, které meziročnímu růstu ve 2Q17 ubraly 4,5 p.b.

Měsíční data sice tržní očekávání zklamala, jenom u průmyslu však lze mluvit o obecné slabosti. Ačkoliv maloobchodní tržby poklesly, bylo to jenom mírně (o 0,1 % m/m) a i navzdory zvolnění dynamiky v posledních měsících se jejich meziroční růst drží kolem 5 %. U průmyslu byl sice červencový pokles také malý (-0,3 % m/m), vzhledem k tomu, že produkce klesla i v květnu (-0,6 % m/m) a červnu (-2,4 % m/m), ale těžko překvapí, že meziročně u průmyslu evidujeme toliko stagnaci.

Podobně jako v ČR či Polsku ani v Maďarsku solidní **poptávka domácností stále negeneruje inflaci. Inflace zůstala v srpnu pod nulou (-0,1 %), cíl MNB je tak stále v nedohlednu.** Bez trendu a nízké jsou i poptávková a jádrová složka inflace (1,2 % resp. 1,4 %).

Maďarská centrální banka v srpnu ponechala sazby beze změny (tříměsíční sazba na 0,9 %), zavedla však kvantitativní limit na depozitní tříměsíční facilitě, což je evidentně motivováno snahou o dodatečné uvolnění měnových podmínek bez nutnosti snižovat oficiální sazbu.

Ropa

Ropa (WTI) během skoro celého září kolísala kolem 44-45 dolarů za barel. Z nudného obchodování ji vytrhla až zpráva organizace OPEC, který se na svém zasedání Alžíru domluvil na potřebě snížit produkci o půlmilionu barelů denně na 32,5 mil. Pokud by k takovému snížení skutečně došlo, bylo by to poprvé od roku 2008. V dohodě však chybí spousta důležitých detailů (kdo a o kolik má snížit, od kdy atd.) i záruka, že to bude dohoda stabilní, ale po dvou letech v podstatě volné konkurence na ropném trhu to signalizuje změnu pozice S. Arábie v jejím boji proti americkým producentům a za ochranu svého tržního podílu. Ropa po této zprávě poskočila nad 48 dolarů za barel.



AKCIOVÉ TRHY

MSCI World Index



MSCI Emerging Markets



Globální trhy jakoby pokračovaly v prázdninovém režimu s typicky malou likviditou a nízkou volatilitou. Meziměsíční výkonnost jak akcií obchodovaných v Evropě (index DJ STOXX 600), tak USA (index S&P 500), se i tento měsíc pohybovala blízko nuly. Ze stran centrálních bank nepřišly žádné překvapivé výroky ohledně jejich budoucích měnových akcí, což platilo i pro hodně očekávané zasedání americké centrální banky FED. Odhadované zvýšení základní sazby FEDem tak trh posunul na poslední prosincové zasedání. Výrazné překvapení nepřinesla ani ekonomická data z jednotlivých ekonomik a tak se pozornost investorů koncem měsíce začala obracet k problémům německé Deutsche Bank.

CECE Composite



Beze změny skončila také většina střeoevropských trhů. Půl procentního bodu si připsal český trh (index PX +0,5%), když si mírné zisky připsaly všechny Blue chips (ČEZ, Erste Bank, O2, Komerční banka). Za posunem celého trhu do plusu je zřejmě dividendový profil všech společností spolu s možným přihlédnutím k budoucímu posílení české koruny. Velice mírnou korekcí prošly maďarské akcie (index BUX -1,1%). Nejhuře meziměsíčně skončil polský index WIG30, jenž si odepsal téměř čtyři procenta. K záporné výkonnosti nejvíce přispěly utility (PGE, Energa, Enea), jež padaly na základě informací vlády o možném negativním zvýšení nominální hodnoty akcií, jež by se musela danit. Na spekulace o možné koupi části banky Pekao (matkou Unicredit, jež se snaží zlepšit kapitálovou pozici) oslabovaly také ceny akcií pojišťovny PZU a banky Alior.

Akciovým trhům v rozvíjejících se trzích se opět dařilo, když čtvrtý měsíc v řadě překonaly trhy vyspělé. Jejich index MSCI Emerging Markets vzrostl v září o 1,1 procenta, když se nejvíce dařilo ruskému trhu. Ruským akciím pomohla zejména rostoucí cena ropy, jejíž cena se v průběhu září zvýšila o téměř osm procent. Hodnota místního indexu RTSI vzrostla o 4,3 procenta.



DLUHOPISOVÉ TRHY

Dluhopisy USA a EMU

Změny výnosových křivek státních dluhopisů byly v září minimální. U německé křivky jsme zaznamenali proti konci srpna pokles na krátkém i dlouhém konci o zhruba 5-7 bps. Křivka tak zůstala záporná jak na krátkém konci (dvouletý výnos -69 bps na konci září), tak na konci dlouhém (desetiletý výnos -6 bps). Výnosy měly v první polovině měsíce tendenci růst v reakci na fakt, že ECB nijak nezměnila nastavení programu nákupu dluhopisů (trh spekoval na určité zvýšení či prodloužení), později však opět klesly pod vlivem nečinnosti Fedu, kde naopak investoři částečně věřili v čtvrtprocentní zvýšení úrokových sazeb. Výnosy poklesly i ve Španělsku (desetiletý výnos na 98 bps), v Itálii kvůli nejistému výsledku referenda a kvůli problémům bankovního sektoru pak stagnovaly na 1,3 %.

Ani na opačné straně Atlantiku nebyly změny větší. Během celého září se dvouleté výnosy pohybovaly kolem 0,75 %, desetileté pak oscilovaly mezi 1,6 % a 1,7 %; na spodní hranici tohoto pásma měsíc pak i ukončily.

Firemní dluhopisy

Trend utahování kreditních marží firemních dluhopisů jak investičního, tak spekulativního stupně se během září zastavil. Nečinnost ECB (tj. nenavýšení programu odkupů dluhopisů) byla pro řadu investorů zklamáním, rostly také obavy ze zvýšení sazeb FEDu. To sice nepřišlo, pozitivní reakci trhu firemních dluhopisů však posléze utnul nárůst obav z možných vážných problémů Deutsche Bank (mj. i v důsledku hrozící rekordní pokuty ze strany amerických úřadů). Ve výsledku se kreditní marže firemních dluhopisů během září mírně rozšířily – měřeno indexy iBoxx EUR v případě investičního stupně o 8 bps na 81 bps a spekulativního stupně o 30 bps na 390 bps.

Index Markit iTraxx Europe (mapující marže CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) naproti tomu zhruba stagnoval (67 bodů). Marže CDS kontraktů na společnosti s neinvestičním ratingem dle indexu iTraxx Xover vzrostly o 6 bodů na 317 b.

Dluhopisový trh ČR

Vývoj na české dluhopisové křivce, tedy na jejím krátkém konci, byl v září překvapivě bouřlivý. Počátkem měsíce se totiž znovu obnovily spekulace na brzké ukončení kurzového závazku. Tyto měly svůj původ jak ve zprávě české pobočky banky ING, že k exitu dle ní dojde v prvním čtvrtletí roku 2017, tak ve vyjádření guvernéra ČNB, že si umí představit ukončení intervenčního režimu i v situaci, kdy inflace nebude na 2 % - byť dodal, že tam musí udržitelně směřovat. Trh si však hlavu s těmito nuancemi nelámá, forwardový kurz koruny posílil, což se projevilo na krátkém konci křivky: dvouleté výnosy se propadly o více než 30 b.b. na (v polovině září) druhou nejnižší hodnotu (-0,75 %) na světě (po Švýcarsku). Do konce měsíce sice částečně korigovaly, i tak však skončily pod -0,6 %. Na dlouhém konci výnosy také poklesly (lehce nad 0,2 %), to však byla změna oproti konci srpna pouze o několik b.b.

Dluhopisový trh Polsko

Polským dluhopisům se příliš nedařilo, výnosová křivka během září mírně zvyšovala sklon. Výnosy v segmentu středně- a dlouhodobých dluhopisů vzrostly o 10 – 15 bps. Solidní makroekonomické údaje (snižující šance na případné snížení sazeb), eventuelně obavy z volnější fiskální disciplíny v příštím roce byly jedny z určujících důvodů tohoto vývoje.

Bloomberg Effas Czech Index



Bloomberg Effas Poland





DLUHOPISOVÉ TRHY

Dluhopisový trh Turecko

V Turecku byl v září vývoj na dluhopisovém trhu poměrně pozitivní. Na pokus o převrat se už dávno zapomnělo, snížení ratingu od Moody's do spekulativního pásma v poslední dekádě září se na trhu podepsalo jenom velice krátce (10leté výnosy vzrostly na chvíli na 9,75 %). Srpnová inflace příjemně překvapila poklesem na 8 %, výrazněji naopak poklesla dynamika růstu HDP. To dodalo prostor centrální bance k dalšímu snížení horní hranice koridoru úrokových sazeb. Není tak divu, že celkově výnosová křivka poklesla při zvýšení sklonu, pohyb činil 10 – 30 bps, když dlouhodobé výnosy v sestupu limitovalo zmíněné snížení ratingové známky Moody's (nyní je Turecko hodnoceno v investičním stupni pouze agenturou Fitch).

MĚNOVÉ TRHY

Dolar se proti euru během září držel v pásmu 1,115-1,130.

Koruna se celý měsíc na spotovém kurzu držela hranice 27,025, na forwardovém trhu však byl vývoj překotnější. Spekulace na ukončení intervenčního režimu kolem poloviny příštího roku vedly k posílení koruny zhruba o 30 haléřů na ročním forwardu. Ačkoliv verbální intervence ČNB v podobě vyjádření Rusnoka (že exit nastane nejdříve po prázdninách 2017) i celé Bankovní rady ČNB v rámci prognózy masivně zmírnily přítok EUR, forwardový kurz korigoval jenom lehce.

Polský zlotý celý měsíc posiloval, z hodnoty nad 4,35 na počátku září se v jeho závěru dostal pod hranici 4,30 (posílení o 1,6 % meziměsíčně; v průběhu měsíce přitom atakoval i 4,275). Na trh evidentně působila dobrá ekonomická data a v průměru podvážené nastavení globálních investorů.

Maďarský forint v průběhu měsíce na chvíli posílil až pod hranici 306 forintů za euro poté, co agentura S&P zvýšila rating Maďarska do investičního pásma (a stala se tak po agentuře Fitch, která tak učinila v květnu, již druhou renomovanou agenturou, která Maďarsko vrátila do vyššího ze dvou hlavních ratingových množin). Koncem měsíce se však forint vrátil ke hranici 308 forintů za euro, meziměsíčně si udržel mírný zisk 0,3 %.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Dluhopisový trh ČR

Nadále platí, že z českého prostředí impuls k růstu výnosů stále nemá proč přijít – byť ekonomika velmi slušně roste, nezaměstnanost klesá na dlouhodobé minimum, domácí poptávka zůstává silná atd., tak prozatím převládají a v blízké budoucnosti dále budou převládat technické faktory. Domácí bankovní trh je v masivním a rostoucím přebytku likvidity, ministerstvo financí má nyní díky silné ekonomice rychle rostoucí příjmy a excesivně neutráci (za prvních 9 měsíců roku byl rozpočet v nejvyšším přebytku od roku 1993, 82,3 mld. Kč, tj. o 85 mld. vyšší než v roce 2015), 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 do značné míry tlumen.

V delším horizontu nadále očekáváme postupný vzestup požadovaných výnosů a zvýšení sklonu výnosové křivky – nejvíce by tak měly poklesnout ceny dlouhodobých dluhopisů. Klíčovým přitom zůstává vývoj v EMU, potažmo USA. Zde budou hlavními determinanty vývoj měnových politik hlavních centrálních bank, respektive globální ekonomický vývoj (zejména inflace). Probíhající široce zakořeněný hospodářský růst v největší ekonomice světa již postupně začíná generovat viditelnější inflační tlaky. Tento vývoj by po proběhnutí amerických voleb měl přesvědčit dosud váhající Fed v závěru roku zvýšit úrokové sazby a, co je důležitější, zvednout očekávání v tomto směru i do budoucna. Důležité bude také to, jaký měnově-politický postoj zaujme ECB po březnu 2017, kdy má skončit stávající program odkupu aktiv. Dle komentářů z vedení centrální banky ochota k dalšímu navyšování měnověpolitického stimulu klesá, ECB by naopak ráda viděla přesun aktivity od měnové směrem k fiskální politice (jinými slovy, tendence k vyšší rozpočtové deficitě). Postupem času by tak i vlivem evropské měnové politiky mohl přestat být pro bezrizikové výnosy podpůrný a naopak zvýšená emisní aktivita jednotlivých zemí eurozóny by taktéž působila ve směru rostoucích bezrizikových obligačních výnosů, zejména v segmentu delších splatností (pokles cen dluhopisů).



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Dluhopisový trh Polsko

Polské dluhopisy vnímáme na úrovních z konce 3. čtvrtletí jako poměrně atraktivní, nabízející slušný rizikově očištěný výnos. Na politickou nejistotu si investoři zvykli, hluboce záporné výnosy v Německu či jinde v Evropě pak z Polska dělají atraktivní investiční destinaci i přes nevábnou vládu. Dokud bude ECB provádět expansivní měnovou politiku (tj. dokud se nezvedne inflační výhled v Eurozóně) ani nestandardní chování polské vlády, pokud nebude skutečně excesivní, investory hladové po výnosu neodradí. Potenciálním faktorem dodatečného růstu cen dluhopisů zůstává možný pokles sazeb centrální banky, ke kterému se sice stále polská centrální banka staví stále rezervovaně, ale který má podporu u části Bankovní rady. Většina Bankovní rady však prozatím akcentuje silný růst a do pozadí dává deflaci – pokles sazeb tak může přinést pouze citelné ochlazení růstu.

Dluhopisový trh Turecko

Turecké výnosy zůstávají rizikovou sázkou. Kromě nejistého inflačního výhledu (byť inflace včetně jádrové složky v září klesly viditelně pod 8 %) a trvajících (geo)politické nejistoty je nutno brát v potaz částečně politicky závislou centrální banku, jež neúnavně pokračuje ve snižování horní hranice měnověpolitického úrokového koridoru, čímž reálně snižuje úrokový polštář, kterým turecká aktiva vybalancovávají výše zmíněné rizikové faktory. Hlad globálních investorů po vyšším výnosu v prostředí vysoké likvidity na finančních trzích a často záporných bezrizikových sazeb však může za předpokladu opatrného FEDu (tzn. nadále nízkých USD výnosů) tureckým dluhopisům pomáhat na vyšší cenové úrovni, pokud to umožní dlouhodobější inflační vývoj.

Měny

Euro se proti dolaru v dalších měsících udrží kolem 1,10; vzhledem k tomu, že očekáváme, že FED bude postupně zvyšovat úrokové sazby a proti tomu že ECB již nijak výrazně měnově-politickou expanzi nenavýší, věříme prozatím spíše zhruba ve stabilitu kurzu. Rizika jsou však směrem k silnějšímu dolaru, tj. dolaru pod hranicí 1,10.

U koruny bude nadále pokračovat dosavadní vývoj, většinu času bude oscilovat kolem 27,02, a bude tudíž nutit ČNB k intervencím. Exit z intervenčního režimu v závislosti na ECB se v tuto chvíli rýsuje někam do 3. kvartálu příštího roku, pokud by však ECB navýšila/prodloužila výrazněji svůj stávající program nákupů, může také ČNB intervenční režim prodloužit. Polský zlotý se dle očekávání vrátil k hladině 4,30, v dalších měsících čekáme oscilaci kolem této úrovně, s tendencí k mírnému posílení. Výraznější apreciaci vzhledem k tamní politice zatím nečekáme. Maďarský forint dle nás bude profitovat z posunu ratingu do investičního stupně, podpořeného dobrým makro obrázkem – posílení ke hranici 300 je tak dle nás reálné.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Akciový trh

Akciové trhy se nadále obchodují na zajímavých úrovních a považujeme je za jedny z **nejatraktivnějších finančních aktiv**. Akcie se jeví levné zvláště v prostředí ultra nízkých úrokových sazeb, kdy by se valuace mohly oproti historickým průměrům pohybovat výše. 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 nebo zdravějším pracovním trhem. Z valuačního hlediska mohou být podporou akciím nadále **uvolněné měnové politiky** centrálních bank. Při investování do akcií však musíme počítat se zvýšenou volatilitou, která nás, při současných úrovních akciových indexů, bude v následujících letech provázet. Důležitými událostmi bude vyjednávání podmínek Brexitu, s možnými dopady na EU jako celek, listopadové prezidentské volby v USA nebo prosincové referendum v Itálii.

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, popřípadě bankrotu jednoho z největších cargo přepravců Hanjin nebo nevhodných krocích centrálních bank. Riziko bankrotu německé Deutsche Bank (DB) je dle nás velice nepravděpodobné. Jedná se o celosvětově systémově důležitou banku, které by se v případě nutnosti dostalo pomoci od vlády nebo centrální banky. Srovnání se zkrachovalou bankou Lehman Brothers (LB) pokulhává v tom, že LB doplatila na likviditní problém v podobě absence klientských depozit, což v případě DB nehrozí.

Atraktivnost většiny střeoevropských akcií nyní vidíme selektivně v některých akciích, růstových i těch dividendových. Pro polské akcie nadále platí riziko překvapivých kroků vládní strany PiS nebo možného dopadu plánované penzijní „reformy“. Pozitivní jsme ve střeoevropském regionu především na některé české, rumunské a selektivně některé polské akcie. Nyní mezi nejatraktivnější akciové tituly řadíme pojišťovnu Vienna Insurance Group, CETV, Unipetrol nebo Kofolu. Z polských titulů se nám líbí mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, zpracovatel ryb Graal a masa Tarczynski nebo leasingová společnost Prime Car Management. V Rumunsku máme pozitivní pohled na akcie rumunského restitučního fondu Fondul Proprietatea, fondu SIF1, plynárenských společností Transgaz a Romgaz, v Rakousku na akcie pojišťovny Uniqa a realitních společností Atrium a UBM, ve Slovinsku jsou to akcie výrobce domácích spotřebičů Gorenje. Naopak negativní výhled máme na většinu bankovního sektoru, zvláště pak toho polského. Opatrní jsme zároveň na společnostech s vysokým vlivem státu.

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 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