



Aktiové indexy		Dluhopisové indexy Bloomberg Effas	Měny (pokles = oslabení)	Komodity			
USA – S&P 500	1,93 %	USA	0,17 %	EUR/USD	3,64 %	Ropa Brent	-9,87 %
Evropa – DJ Stoxx 600	-0,40 %	Evropa	0,23 %	CZK/USD	-3,64 %	Zemní plyn	-7,94 %
Japonsko – Nikkei 225	-0,54 %	ČR	0,61 %	CZK/EUR	-0,14 %	Sil. elektřina	2,31 %
MSCI Emer. Markets	5,48 %	Polsko	0,18 %	PLN/EUR	0,58 %	Zlato	1,96 %
ČR – PX	2,92 %	Maďarsko	-0,27 %	HUF/EUR	-1,52 %	Stříbro	1,32 %
Polsko – WIG30	2,59 %	Turecko*	0,50 %	TRY/EUR	3,60 %	Měď	7,10 %
Maďarsko – BUX	1,60 %	* BofA Merrill Lynch index					

HLAVNÍ UDÁLOSTI

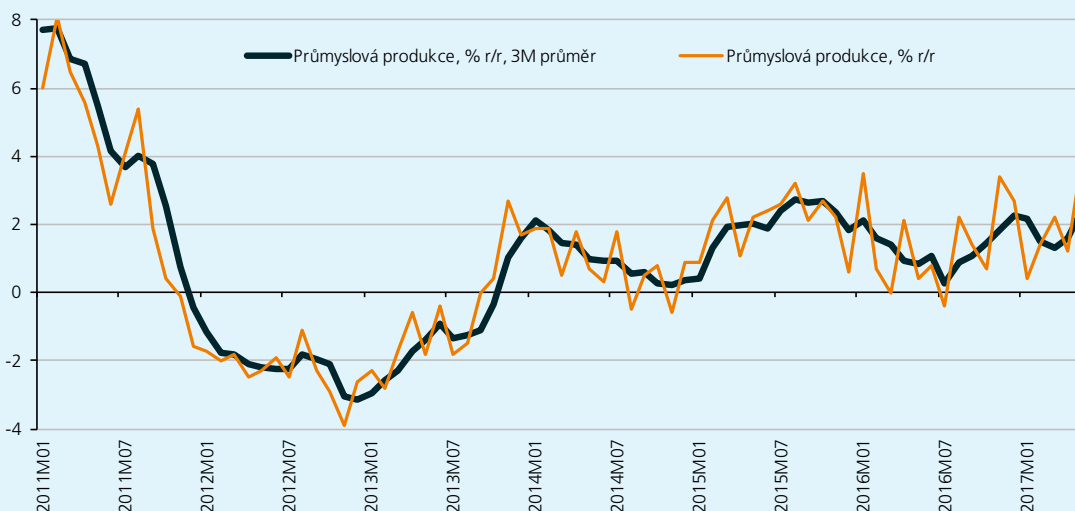
EMU

Růst ekonomiky eurozóny zůstal dle prvních dat o vývoji HDP ve druhém čtvrtletí silný, na inflačním obrázku se to však zatím neprojevilo. ECB tak zatím na žádné utažení měnové politiky nepomýšlí.

První růstová data z eurozóny sice potvrdila to, co naznačovaly předstihové indikátory během celého druhého čtvrtletí, totiž že ekonomika EMU prochází nejlepším obdobím za dlouhou dobu, ale růst „pouze“ o 0,6 % q/q byl pro nás přece jen mírným zklamáním. O to víc, že růst HDP za první čtvrtletí letošního roku byl revidován směrem dolů z 0,6 % q/q na 0,5 % q/q. Prozatím však nemáme data o německém HDP (tato budou známa v polovině srpna), z měsíčních dat se však jako pravděpodobné jeví, že růst byl silný a že první odhad růstu v EMU tak bude v dalších týdnech revidován nahoru.

Růst ve Francii dle předběžných dat dosáhl ve druhém čtvrtletí ve srovnání se čtvrtletím prvním 0,5 % q/q, ve Španělsku pak 0,9 % q/q (meziroční tempa byla 1,8 %, resp. 3,1 %). Eurozóna tak v první polovině roku rostla rychleji než USA. I když struktura růstu prozatím není kromě Francie známa, francouzská data poskytují jisté vodítko: mírně tam urychlila poptávka domácností (+0,3 % vs. 0,1 % q/q v prvním čtvrtletí), kvůli slabšímu růstu dovozu a rychlému růstu vývozu se výrazně zvýšil příspěvek čistého exportu (z -0,6 p. b. v 1Q17 na +0,8 p. b. ve 2Q17).

Průmyslová produkce vzrostla v eurozóně nejrychleji od léta 2011





HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

To ostatně naznačovala i měsíční data zveřejněná během července, která se týkala druhého čtvrtletí. Maloobchodní tržby vzrostly v květnu o 2,6 % r/r, což bylo solidní. Byť je namístě dodat, že při pohledu na úroveň spotřebitelské důvěry (a ostatně i na míru nezaměstnanosti, která v červnu poklesla na 9,1 %) se přece jenom dalo čekat tempo ještě rychlejší. Spotřebitelská důvěra sice v červenci mírně klesla z 16letého maxima zaznamenaného v červnu, i tak však zůstává velmi vysoko. Podobně jako třeba v Maďarsku, i když ne v takovém rozsahu, tak spotřebitelská důvěra a skutečný růst maloobchodních tržeb mírně divergují.

Na nabídkové straně ekonomiky se nůžky mezi předstihovými indikátory a skutečností v květnu naopak mírně přivřely, a to tím lepším způsobem, tj. přiblížením se skutečného tempa růstu k tomu, co ukazovaly předstihové indikátory. Měsíční růst průmyslu eurozóny o 1,3 % m/m znamenal, že meziroční tempo růstu produkce se dostalo na 4 %, tedy na nejvyšší hodnotu od srpna roku 2011. Pozitivní kromě samotného čísla byly dvě věci: zaprvé že růst byl silný ve všech velkých ekonomikách (od 0,7 % m/m v Itálii po 2 % m/m ve Francii, od 3,1 % r/r v Itálii po skoro 5 % r/r v Německu) a zadruhé, že růst byl silný napříč sektory (nejsilnější pak v sektoru kapitálového a spotřebního zboží). Jediným slabším údajem za květen tak byla data o průmyslových objednávkách v Německu, to však kompenzoval další růst německého indexu IFO, který se dostal na nové historické maximum. Předstihové indikátory za celou eurozónu zůstaly v červenci skoro beze změny, a tedy velmi vysoko – výrobní index PMI poklesl z červnových 56,8 na červencových 56,6, v nevýrobním sektoru zůstal index zcela beze změny na 55,4. I počátkem třetího čtvrtletí tak pokračuje silný růst, byť bude oproti druhému čtvrtletí přece jen zřejmě o něco slabší.

V inflačních datech se však nic z pozitivního vývoje ekonomiky popsaného výše prozatím neodráží. Dle finálních dat zůstala v červnu jak jádrová (1,1 %), tak celková (1,3 %) inflace stále daleko od cíle ECB. Předběžná červencová data pak tuto situaci dále potvrdila – španělská inflace vzrostla jenom o 0,1 p. b. na 1,7 %, francouzská i německá zůstaly neměnné na 0,8 %, resp. 1,5 %. Inflace v celé EMU tak zůstala také beze změny na 1,3 %, a to navzdory tomu, že se dále snížila nezaměstnanost.

ECB tak na zasedání v červenci se svou měnovou politikou nic neudělala a ani toho pro budoucnost moc nenaznačila. Poté, co její šéf Draghi svým červnovým vystoupením v portugalské Sintře odstartoval výprodej na dluhopisových trzích a hlavně posilování eura, se na červencovém zasedání ECB snažil předat trhům holubičí poselství. Řekl například, že inflace stále není tam, kde by ji ECB chtěla mít a kde by být měla, že ECB tedy musí být nadále velmi „obezřetná, vytrvalá a trpělivá“ ohledně nastavení měnové politiky a že je tuto nutné nadále udržovat „velmi, velmi akomodativní“. Draghi také řekl, že věří, že faktory tlumící inflaci v eurozóně, o nichž mluvil v Sintře, se ukáží být přechodné, ale stoprocentní jistotu nemá. Ohledně možného zahájení ukončování programu odkupu aktiv nebyl o nic sdílnější než v červnu – o takovém kroku se na červencovém zasedání nediskutovalo a o dalším postupu se prý bude diskutovat „na podzim“.

USA

Růst ve druhém čtvrtletí přinesl urychlení ekonomické dynamiky, primárně však díky zásobám. Inflace se stále vyvíjí opačně, než jak pro letošek očekával Fed, a snižuje pravděpodobnost dalšího utažení měnové politiky.

První odhad tempa růstu ekonomiky ve druhém čtvrtletí přinesl akceleraci ekonomického růstu – anualizované tempo v první polovině letošního roku však bylo i tak pomalejší než v eurozóně. Růst byl nadále hnán primárně silnou domácí poptávkou – příspěvek poptávky domácností dosáhl ve 2Q17 1,9 p. b., což bylo oproti prvnímu čtvrtletí (1,3 p. b.) urychlení, ale nikterak výrazné. Jak už naznačila měsíční data o objednávkách zboží dlouhodobé spotřeby, příspěvek fixních investic byl nevýrazný (pouze 0,4 p. b. po 1,3 p. b. v 1Q17). Nejdůležitějším faktorem, proč růst oproti 1. čtvrtletí urychlil, byly tedy zásoby – ty byly v prvním čtvrtletí výraznou brzdou růstu (−1,5 p. b.), ve druhém už nikoliv (0 p. b.). Obecně tak pokračuje solidní růst, ale nutno zopakovat, že proti eurozóně nikterak výjimečný.

Tyto skutečnosti samozřejmě reflektovala měsíční data zveřejněná během července, která byla nevýrazná a spíše slabší. **Maloobchodní tržby** v červnu 2017 podruhé v řadě poklesly (−0,15 % m/m), květnový pokles pak byl navíc ještě revidován směrem dolů (z −0,3 % na −0,4 % m/m). I po očištění o prodeje paliv je evidentní zpomalení poptávkové dynamiky, pro které sice – alespoň z pohledu na trh práce – není důvod, ale které Fed jistě vnímá. Slabé červnové maloobchodní tržby navíc ve druhém odhadu HDP asi povedou k revizi směrem dolů u poptávky domácností.



HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

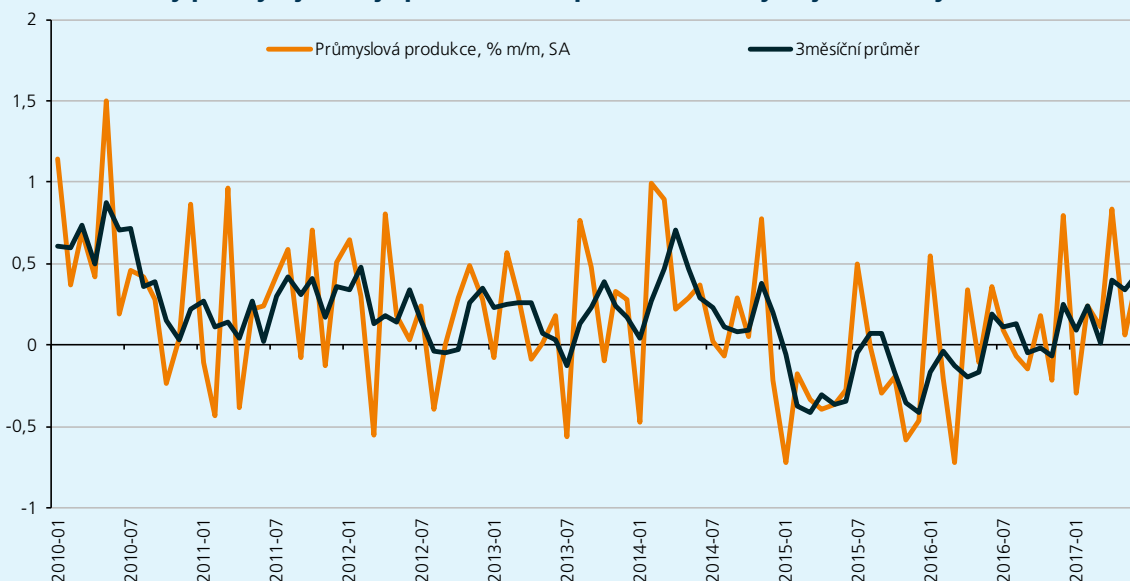
Celková **průmyslová produkce** vzrostla v červnu o 0,4 % m/m, květnová data pak byla revidována směrem nahoru. Produkce v posledních třech měsících dosáhla nejvyšší průměrné hodnoty m/m tempa růstu od května 2014. Vzhledem k tomu, že zpracovatelskému průmyslu se vede hůř (růst o 0,25 % m/m v červnu), je jasné, že podstatnou roli v oživení průmyslové produkce hraje těžba a produkce energií. Investice, jak posléze potvrdila data o růstu HDP, nebyly nijak slavné ani koncem druhého čtvrtletí. Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby (beze zbraní a bez letadel) – což je proxy pro investiční aktivitu – totiž v červnu lehce poklesly a ani skutečnost, že byly v květnu revidovány nahoru, nezměnila nic na tom, že jejich růst byl ve druhém čtvrtletí pomalejší než ve čtvrtletí prvním. Pozitivní do budoucna je tak jenom růst míry využití kapacit v letošním roce, která vzrostla ze 75,5 na 76,5 %, tj. vrátila se již na úroveň druhé poloviny roku 2015.

Oficiální míra **nezaměstnanosti sice v červenci vzrostla z 16letého minima zaznamenaného v květnu (4,3 %), ale jenom o 0,1 p. b.**, a navíc to bylo způsobeno pouze růstem míry participace (na 62,8 %). Dle ostatních ukazatelů, např. dle prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti či dle počtu nově vytvořených pracovních míst (222 tis. v červnu) je trh práce stále v nejlepším stavu za nejméně 15 let.

Stále se to však neprojevuje v růstu mezd (2,5 % r/r v červnu) a ani v inflaci. Jak už v polovině července naznačila data o indexu CPI, jehož jádrová složka poklesla nejnižší od února 2015 (1,7 %), inflace se prozatím nevyvíjí tak, jak prognózoval Fed. Tento vývoj potvrdila i data o ukazateli, na který Fed cílí, tj. o jádrové PCE inflaci. Ta v červenci sice mírně vzrostla, ale hodnota 1,5 % je daleko od cíle Fedu a zároveň je to hodnota z konce roku 2015.

Fed tak už nemohl předstírat, že je všechno v souladu s očekáváním, a sazby po růstu v červnu na svém červencovém zasedání ponechal beze změny. Dle komuniké zveřejněného po zasedání měnověpolitický výbor Fedu přiznal, že se inflace ve své celkové i jádrové podobě pohybuje pod cílem a že nízká jsou i inflační očekávání. Přesto však zopakoval svou víru, že ekonomika nakonec svůj růst přetaví v rychlejší růst cenové hladiny, a podepřel ji slibem, že už „relativně brzy“ začne s normalizací své rozvahy. „Relativně brzy“ znamená, že se tak stane nejspíš už na dalším zasedání v září – za předpokladu, že se „ekonomika bude vyvíjet v souladu s očekáváním“. Dle vývoje kurzu eura vůči dolaru, kdy po zasedání euro posílilo až na 1,17 (a koncem července až nad 1,18), trh americké centrální bance příliš nevěří a spíše vnímá slabý růst mezd a slabou inflaci jako hrozbu pro její jestřábí plány.

Americký průmysl je v nejlepší kondici za poslední tři roky, zejména díky těžbařství





HLAVNÍ UDÁLOSTI

CEE 3

ČR

Ekonomika stále roste velmi silně, tažena primárně domácí poptávkou. Dynamika inflace však navzdory tomu zvolnila, a to i díky letošnímu poklesu dovozních cen.

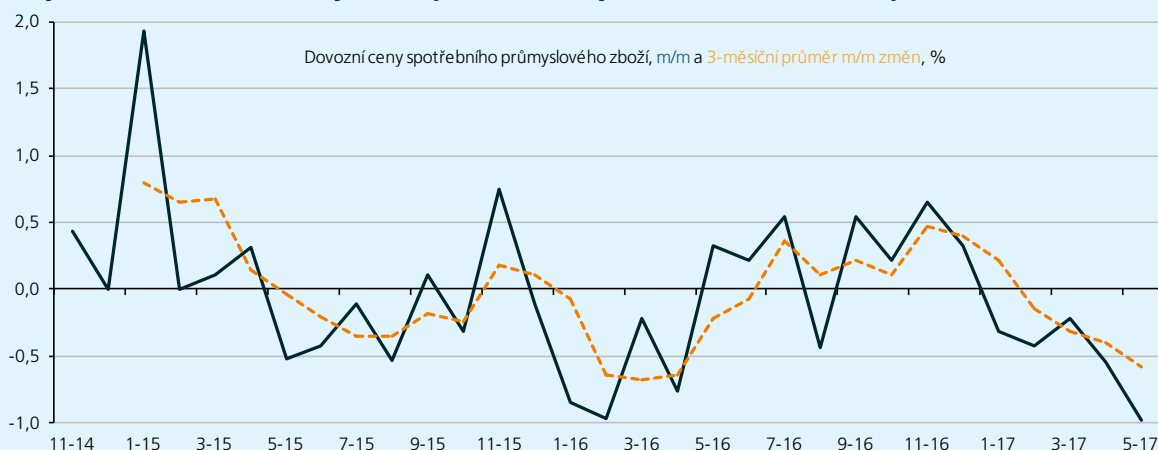
Měsíční data z poloviny druhého čtvrtletí potvrzují, že ekonomika nadále jede na plný plyn.

Průmyslová produkce vzrostla v květnu i po zohlednění počtu pracovních dní o 10,7 % r/r, primárně díky produkci aut a strojů. Index PMI, který ve 2. čtvrtletí dosáhl skoro stejného průměrného výsledku (56,8) jako ve čtvrtletí prvním (56,9), naznačuje, že i červen a červenec byly růstově nejspíš velmi silné. Červencový PMI však už ukazuje na mírnou ztrátu dynamiky pro druhou polovinu roku: pokles na 55,3 bodu znamená, že červenec je v letošním roce nejslabší.

Maloobchodní tržby byly také velmi silné – aby také ne, když mzdy v průmyslu vzrostly v květnu meziročně o 9,2 %, počet zaměstnaných pak o 2 % (což naznačuje nedostatek zaměstnanců). Tržby včetně aut, paliv a potravin přidaly v květnu 7,1 % r/r, a pokud uvažíme, že prodeje aut se stabilizovaly kolem meziročního tempa růstu 5 % a že tržby za potraviny a paliva jsou stále relativně slabé, je jasné, že jádrové tržby, tj. tržby očištěné o tyto tři skupiny zboží, musely být velmi silné. Skutečně, jejich růst o 11,2 % r/r byl druhý nejrychlejší za posledních 10 let a průměrné tříměsíční tempo růstu pak bylo za stejnou dobu dokonce nejrychlejší. To dává naději, že růst poptávky domácností byl ve 2. čtvrtletí silnější než „pouhých“ 0,7 % q/q ve čtvrtletí prvním – dle našeho odhadu by měl dosáhnout minimálně jednoho procenta q/q, i navzdory tomu, že v červenci se podruhé v řadě (nicméně jen mírně) zhoršila spotřebitelská důvěra. **Síla domácí poptávky se samozřejmě odráží v horší obchodní bilanci. Společně s vyššími cenami ropy je silnější domácí poptávka důvodem vyšších dovozů meziročně o více než 100 mld.** Obchodní bilance (a i běžný účet) tak sice stále zůstává ve vysokém přebytku, ten je však meziročně o 16 mld. nižší.

Inflace se v červnu svou dynamikou vrátila na konec léta 2016, což společně s dalšími indikátory, např. dovozními cenami, zpochybňuje nutnost brzkého utážení měnové politiky, kterou na svém zasedání v červnu prosazovala ČNB. V červnu měnověpolitická inflace meziměsíčně stagnovala, podobně jako v březnu i v dubnu, což staví květnový růst o 0,2 % m/m do pozice nejrychlejšího měsíce za poslední čtyři měsíce. Průměrná dynamika v posledních třech měsících je pod 0,1 % m/m, což je výrazně níže než touto dobou v minulém roce (+0,23 % m/m). Navíc to není jenom cenami potravin a paliv, které zpomalují, ale i zpomalením poptávkové inflace. Ta v červnu vzrostla, podobně jako v květnu, toliko o 0,1 % m/m, což je výrazné zpomalení oproti tempu 0,4–0,5 % m/m, které jsme viděli koncem minulého roku a začátkem letošního a které umožnilo ČNB ukončit intervenční režim. Dezinflace v ČR je určitě částečně způsobena situací v eurozóně: dovozní ceny spotřebitelského zboží letos klesly ve všech měsících, za které máme data, tj. v lednu až květnu (v květnu pak o více než 1 % m/m).

Dynamika české inflace výrazně zpomalila i díky letošnímu setrvalému poklesu dovozních cen





HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

ČNB na svém zasedání na konci června žádnou změnu měnové politiky neprovedla. V zápisu, jenž byl zveřejněn během července, se objevila zmínka o tom, že před růstem sazeb je nutné mít jistotu, že jsou domácí inflační tlaky dostatečně silné a že růst sazeb by mohl přijít později, než se nyní dle prognózy čeká (= ve třetím čtvrtletí), protože náklady případného předčasného utážení převyšují náklady případného opožděného utážení. To ukazuje, že část BR ČNB – nevíme však, jak velká – si to, co bylo popsáno výše, uvědomuje.

POLSKO

Data z konce druhého čtvrtletí ukazovala na stále silný růst ekonomiky, byť tempo z 1. čtvrtletí se nejspíš nezopakuje. Inflace je nadále v klidu, a v klidu je tudíž i centrální banka.

Po velmi silném růstu ekonomiky v 1. čtvrtletí (4 % r/r) i data zveřejněná během července potvrdila, že ekonomice se dobře vedlo i ve druhém čtvrtletí, byť růst bude přece jenom pomalejší než počátkem roku. Červnová data z maloobchodu sice mírně podstřelila tržní očekávání, i tak však byla silná – po květnovém růstu o 7,4 % r/r vzrostly v červnu reálné tržby o 5,8 %. Ve srovnání s prvním čtvrtletím (8,4 % r/r) tak maloobchodní tržby rostly ve druhém čtvrtletí skoro stejným tempem (7,9 %). Nezaměstnanost sice mírně vzrostla – po sezonním očistění v červnu na 7,6 % –, zůstává však z historického hlediska velmi nízkou. Směrem nahoru naopak překvapila data o mzdách – nominální mzdy vzrostly meziročně o 6 %, což bylo ještě více než v květnu – a důvěra domácností zůstává vysoko, byť se, podobně jako v ČR, v posledním období mírně zhoršila.

Produkce v **průmyslu** v souladu s tím, co naznačoval vývoj indexu PMI, zpomalila, když ve druhém čtvrtletí dosáhlo tempo jejího růstu 4,3 % (ve srovnání s růstem o 7,1 % r/r v prvním čtvrtletí); stále se však jednalo o tempo rychlejší, než bylo k vidění v roce 2016. Naopak dále urychlilo tempo růstu stavebnictví, což znamená, že příspěvek fixních investic k meziročnímu růstu byl ve druhém čtvrtletí po dlouhé době s vysokou pravděpodobností konečně pozitivní. Index PMI však v červenci výrazně zpomalil (z 53,4 na 52,3), takže se dá očekávat zpomalení průmyslové dynamiky ve druhém pololetí.

Inflační obrázek se pomalu normalizuje, na utážení měnové politiky to však stále ještě na minimálně rok nevypadá. Poté, co se polská jádrová inflace v dubnu vyšplhala na 0,9 %, což byla její nejvyšší hodnota od června 2014, klesla dle finálních dat v květnu na 0,8 %. Celková inflace od svého maxima v únoru (2,2 %) pozvolně klesá, dle finálních dat až na 1,5 % v červnu 2017. I dle předběžných dat za červenec, podle kterých celková inflace vzrostla na 1,7 %, se tak tempo růstu cenové hladiny nachází i nadále pohodlně v inflačním pásmu polské centrální banky, jehož střed je 2,5 %.

Měnový výbor centrální banky (MPC) ponechal v červenci dle očekávání sazby beze změny na 1,5 %. Nadále se tak nachází ve stejné situaci jako americká centrální banka a na rozdíl od ní to tak komunikuje. Na jedné straně se totiž polská centrální banka potýká se silným ekonomickým růstem, který v 1. čtvrtletí 2017 dosáhl 4 % a jehož tahounem je poptávka domácností (4,7 % r/r), na straně druhé se však inflace již stabilizovala a poptávkové tlaky nejsou vidět. A nově zveřejněná prognóza centrální banky ani nečeká, že by se to mělo hned tak změnit – pro rok 2017 a 2018 čeká inflaci shodně na úrovni 2 %, což je zejména pro letošek dle nás očekávání celkem optimistické. Vývoj cen ropy, očekávání bazického efektu cen potravin a bezinflační prostředí v eurozóně nadále snižují pravděpodobnost, že by se inflace měla utrhnout ze řetězu. Guvernér na tiskovce po zasedání potvrdil holubičí náladu v MPC, když řekl, že nečeká utážení v příštím roce, ale že diskuse o něm může začít někdy v polovině roku 2018.



HLAVNÍ UDÁLOSTI

MAĎARSKO

I v Maďarsku pokračuje beze změny příběh minulých měsíců.

Maloobchodní tržby jsou nadále slabší, než by se vzhledem ke stavu trhu práce, tempu růstu mezd a inflaci dalo čekat. Dle finálních dat vzrostly maloobchodní tržby po dubnových 2 % r/r v květnu o 6,1 %, což je samozřejmě zlepšení, nezaměstnanost však zůstala velmi nízká (4,5 % v březnu–květnu) a hlavně růst mezd výrazně dvouciferný. V tempu jeho růstu se totiž nadále zrcadlí lednový růst minimální/zaručené mzdy (o 15 %, resp. 25 %) – nepřekvapí tak, že v květnu vzrostla průměrná hrubá nominální mzda o bezmála 13 % (!) meziročně. Z toho je pak zřejmé, odkud pramenilo naše očekávání, že růst poptávky domácností by měl být ještě rychlejší.

Průmyslová produkce se po zakolísání v dubnu (2,4 %) vrátila k silnému růstu předcházejících měsíců (6,9 % r/r v únoru a 9,9 % r/r v březnu) a v květnu vzrostla o 6 % r/r. To je částečně dáno oživením v západní Evropě, na kterou je maďarský průmysl navázán podobně jako ten český či slovenský, částečně pak silnou domácí poptávkou. Průměrné tempo růstu za leden až květen je 5,8 % r/r a nadále tak věříme, že její růst v letošním roce dosáhne 6 %.

Celková inflace v červnu 2017 dále zvolnila, oproti únorovému maximu 2,9 % (což bylo 4leté maximum) je tak nyní už o celý procentní bod nižší. Většinu této dezinflace má na svědomí meziroční snížení tempa růstu cen paliv. Jádrová inflace (tj. celková inflace bez nepřímých daní) se dostala v květnu na 2,2 % a je tak o 1,1 p. b. vyšší než v červnu minulého roku. Nejenže je to stále pohodlně pod cílem maďarské centrální banky (3 %), ale ani poptávková inflace (= jádrová inflace bez zpracovaných potravin) nenaznačuje, že by se s maďarskou cenovou hladinou mělo díky poptávce domácností brzy něco stát. Poptávková inflace totiž dosáhla v červnu úrovně 1,7 %, což je jen o 0,2 p. b. vyšší tempo než před rokem.

Maďarská centrální banka (MNB) tak ponechala i v červenci sazby beze změny, a to jak O/N zápůjční a depozitní sazbu, tak i tříměsíční repo sazbu (na 0,9 %). Ani v nestandardních nástrojích měnové politiky neudělala MNB na rozdíl od června žádné změny. Tiskovka po zasedání se nesla v klasickém holubičím duchu: centrální banka je připravena dále uvolnit měnové podmínky, bude-li to nutné. Normalizace inflace ji tak nadále nechává chladnou.

Ropa

Ropa po většinu července oscilovala mezi 45 a 47 dolary za barel. Z tohoto pásma se směrem nahoru k hranici 49 dolarů dostala až na jeho samém závěru, a to v důsledku slibu saúdskoarabského ministra pro energetiku Chálida al-Falíha, že jeho země omezí dodávky ropy na světové trhy na 6,6 mil. barelů denně, tj. na úroveň o skoro 1 mil. nižší než touto dobou v minulém roce. Ropě pak také pomohla slova ředitele společnosti Halliburton, že boom těžby ve Spojených státech dle něj přijít rok poleví.



AKCIOVÉ TRHY

MSCI World Index



MSCI Emerging Markets



Červenec se nesl ve znamení spíše pozitivních zpráv, což se projevilo na ziscích amerických akcií (index S&P 500 1,9 %). Ceny akcií táhly vzhůru zejména dobré výsledky hospodaření společností za druhé čtvrtletí. Drtivá většina společností dokázala pozitivně překvapit a překonat odhady analytiků, zvláště se dařilo sektoru technologickému a zdravotnickému. Dobře vnímané bylo také oslabování dolaru vůči euru a dalším světovým měnám, což by mělo pomoci exportním firmám. Evropa jako by si po parlamentních volbách ve Francii a při sílícím euru dávala oddech. Výsledková sezona začala až koncem července, a tak jsme se od evropských akcií nedočkali výrazných změn (index DJ STOXX 600 -0,4 %).

CECE Composite



Středoevropské akcie pokračovaly v růstovém trendu, a tak se všechny regionální trhy mohou pyšnit kladnou meziměsíční výkonností. Pěkná téměř 4 % si připsal polský akciový trh (index WIG30). Při růstu cen termálního uhlí s možným přenesením do tarifních cen elektřiny se převážně dařilo akciím utilit (Energa, Enea). Silné spotřebitelské prostředí se promítlo také do výkonnosti finančních institucí jako BZ WBK, ING a KRUK či společnosti CCC, prodávající obuv, nebo Eurocash, jež prodává potraviny. S postupným růstem importů zpracovaných ropných derivátů z Ruska a USA do Evropy a s tím souvisejícím tlakem na rafinérské marže klesly akcie PKN Orlen a Lotos. Kladné zisky si připsaly i české (index PX 2,9 %) a maďarské (index BUX 1,6 %) akcie. Zvláště pěkného desetiprocentního zhodnocení dosáhly akcie Pegas Nonwovens, které reagovaly na nabídku na odkup akcií fondem R2G. Dařilo se i zbylým akciím, zvláště finančních institucí jako Erste Bank, Komerční banka, Moneta nebo Vienna Insurance Group. V Maďarsku stojí za zmínku menší propad akcií společnosti Magyar Telekom, reagující na maďarskou akvizici rumunskou telekomunikační společností Digi, která povede k vyšším konkurenčním tlakům.

Akcie na rozvíjejících se trzích zažily v tomto roce zatím nejlepší měsíc. Index MSCI Emerging Markets si připsal pěkné zhodnocení ve výši 5,48 % (v USD). Brazílské ekonomice se podařilo po dlouhých 8 kvartálech vyjít z recese, na což reagovaly akcie růstem o 4,80 %. Zdá se, že brazilská ekonomika je z nejhoršího venku a bude se nadále zotavovat. Silná globální poptávka a dobrá makroekonomická data pomohly také asijským trhům. Čínské akcie přidaly 1,94 %. Investoři v Indii (+5,15 %) pak reflektovali očekávané přírůsty významné reformy nepřímých daní (Goods and Services Tax), která nabyla účinnosti 1. července.



DLUHOPISOVÉ TRHY

Dluhopisy USA a EMU

Poté, co slova Draghiho pronesená koncem června na setkání v portugalské Sintře – kde (velmi) opatrně naznačil, že éra ultra volné měnové politiky se pomalu blíží ke konci – odstartovala výprodej na dluhopisových trzích, pokračoval tento trend i v první polovině července. Olej do ohně přilil zveřejněný zápis ze zasedání ECB, i když v něm nebylo nic extra nového. V zápisu z červnového zasedání ECB se objevila věta, že rada guvernérů diskutovala o odstranění zmínky o možnosti rozšíření programu QE, bude-li to potřeba, což je věta, která se v zápisu objevuje již léta. Německé desetileté výnosy se tak během července na chvíli dostaly až nad 60 b. b. Po celkem holubičím zasedání v červenci se nicméně v závěru měsíce vrátili na 55 b. b.

U amerických desetiletých výnosů jsme od konce první dekády července pozorovali už jen pokles s tím, jak slabší data z reálné ekonomiky i utlumené inflační údaje snižovaly pravděpodobnost dalšího letošního utažení měnové politiky. Desetiletý výnos se tak z hodnot lehce pod 2,4 % sesunul ke konci měsíce na dohled 2,25 %.

Firemní dluhopisy

Korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně zažily velmi pozitivní měsíc. V relativním vyjádření se dařilo zejména dluhopisům investičního stupně, ze sektorů pak především finančním institucím. Poptávku živil neutuchající příliv investic do fondů zaměřených na firemní dluhopisy investičního stupně spolu s pokračující nákupní aktivitou ECB, nabídka na primárním trhu byla naproti tomu utlumená. Pokračující kompresi kreditních marží pomohla v neposlední řadě opatrnost centrálních bankéřů, kteří vesměs tlumili očekávání blížící se éry přísnějších měnověpolitických podmínek. Kreditní marže obligací spekulativního stupně také dále klesly, v relativním vyjádření o něco méně oproti segmentu investičního stupně.

Kreditní marže na trhu CDS v červenci také klesaly, celkově však o něco méně než marže v segmentu firemních dluhopisů. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) klesl o 4 body na 52 bodů. Index iTraxx Xover, obsahující emitenty ze spekulativního ratingového pásma, ubral 14 bodů na hodnotu 233 bodů.

Dluhopisový trh ČR

Během července se na český obligační trh vrátili kupující z řad jak zahraničních, tak domácích institucionálních investorů a výnosy, které se na desetileté splatnosti dostaly počátkem července na chvíli až na 1,25 %, zase relativně rychle poklesly k 1 %. To souviselo mj. se sníženou emisní aktivitou Ministerstva financí, které v červenci nenabídlo žádnou aukci státních dluhopisů delších splatností, pouze velmi krátké pokladniční poukázky. Zahraniční investoři dále drželi své sázky na posilování CZK a opětovně nakupovali dluhopisy zejména kratších a středních splatností. Proto v tomto segmentu došlo k výraznějšímu poklesu výnosů – dvouleté výnosy do splatnosti poklesly hlouběji do záporu, z -0,1 % na -0,35 %. To je dostalo nejnižší od skončení intervenčního režimu ČNB. Ve druhé polovině července se obchodování neslo ve výrazně letní atmosféře a výnosy se již výrazněji neměnily.

Bloomberg Barclays Czech Index



Bloomberg Barclays Poland





DLUHOPISOVÉ TRHY

Dluhopisový trh Polsko

Polská křivka se na svém dlouhém konci vyvíjela stejně jako německá či česká, když desetileté výnosy klesly ke konci druhé dekády až k 3,25 % (ceny rostly). Poté se však směr otočil a ceny klesly – výnos desetiletých dluhopisů stoupl nad 3,3 % pod tlakem vyhocené vnitropolitické situace. Ta eskalovala do protestů v souvislosti s reformou justice, kterou polská vláda připravila a která ji dostala do ostrého sporu s Evropskou komisí. Prezident Duda sice část souvisejících zákonů vetoval, situaci to však prozatím zklidnilo pouze marginálně.

Dluhopisový trh Turecko

Na trhu tureckých dluhopisů se během července neodehrály žádné dramatické pohyby. Desetileté výnosy v první polovině července vzrostly zhruba o 35 b. b. na 10,6 %, poté však – podobně jako jinde – poklesly až na dohled 10,2 %, meziměsíčně se tak změnilo minimálně. Na ekonomické frontě příznivě zapůsobil první citelnější pokles spotřebitelské inflace, zvýšené v prvním pololetí v důsledku dřívějšího oslabení TRY. Investoři se poté zaměřili na zasedání centrální banky na konci měsíce, v očekávání případné reakce (uvolnění) v nastavení měnové politiky. Vedení CBT však nechalo měnové podmínky utažené, což dodalo náhledu globálních investorů na turecká fixně úročená aktiva další podporu a projevilo se v citelném zvýšení přílivu zahraničních portfoliových investic do tamních dluhopisů. Většímu růstu cen však po celý měsíc bránil zvýšený objem nově vydávaných obligací turecké vlády ve snaze zafinancovat vyšší rozpočtový deficit v letošním roce. Nepříznivým (geopolitickým) faktorem pak také byla slovní válka mezi Tureckem a Německem, která v červenci na první výročí pokusu o převrat v roce 2016 nabrala na intenzitě.

MĚNOVÉ TRHY

Dolar během celého července proti euru oslaboval, koncem měsíce se po zasedání Fedu a dalších datech z USA a EMU dostal až nad 1,18. Nejvýraznějším impulsem pro oslabení dolaru – impulsem, který jej oslabil během minut z 1,15 na 1,165 – bylo červencové zasedání ECB. Dle nás sice nebylo nijak jestřábí, spíše naopak, trh si to však vyložil jako pro euro pozitivní a v nastoupeném trendu (slábnoucí USD) se posunul o patro výše.

Na spotovém trhu s korunou jsme byli svědky dalšího pozvolného posilování koruny, a to až k hranici 26 (a na chvíli i pod tuto hranici). Důvodem byla rostoucí očekávání, že ČNB zvýší sazby už na svém dalším zasedání v srpnu.

U **polského zlatého** jsme zaznamenali právě opačný vývoj, když proti euru oslabil na chvíli až k úrovni 4,27. Důvodem bylo zmíněné vnitropolitické napětí, které však posléze částečně opadlo s tím, jak prezident vetoval kontroverzní reformu justice. Polský zlotý se následně vrátil pod 4,25.

Maďarský forint během celého měsíce za podpory stabilně příznivých makroekonomických fundamentů kontinuálně posiloval, na jeho konci se dostal až po hranici 305 forintů za euro.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Dluhopisový trh ČR

Po červnovém nárůstu výnosů v reakci na komentáře guvernéra ECB Draghiho je klíčovou otázkou, zda tyto komentáře lze označit za ekvivalent Bernankeho řeči z května 2015, tj. zda lze mluvit o (dlouho očekávaném) momentu začátku konce ultra uvolněné měnové politiky posledních let. Domníváme se, že signál k setrvalejšímu růstu obligačních výnosů (poklesu cen dluhopisů) přijde v momentě, kdy ECB oznámí, že začne utlumovat program odkupu aktiv, což komentáře vedení ECB prozatím neobsahovaly. Každopádně ekonomický vývoj v eurozóně nadále podporuje očekávání, že k tomuto kroku dojde v průběhu druhé poloviny letošního roku. Rostoucí požadované výnosy EUR dluhopisů pak budou tlačit na vyšší úroveň i jejich české protějšky. Česká makroekonomická situace (růst tažený silnou domácí poptávkou, rekordně nízká nezaměstnanost, akcelerace mzdové dynamiky, přehřívání realitního sektoru) přitom jednoznačně mluví ve prospěch pokračování v srpnu započatého cyklu zvyšování úrokových sazeb ČNB, byť aktuální prognóza centrální banky počítá s dalším zvýšením sazeb až kolem poloviny příštího roku.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Dluhopisový trh ČR

Riziko možného negativního vývoje cen českých dluhopisů navíc nadále zvyšuje situace na devizovém trhu, konkrétně překoupenost české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž nadále uložena právě v českých dluhopisech – výrazný (historicky bezprecedentní) růst podílu zahraničních investorů státních dluhopisů na celkové držbě (v polovině roku 2017 již více než 45 %, tj. přes dvojnásobek podílu z května 2016 a více než 3,5násobek z doby před spuštěním intervenčního režimu ČNB v listopadu 2013) je odrazem tohoto vývoje v minulých čtvrtletích. Pokud by tedy mělo dojít ke snaze zahraničních investorů rychle a en masse z těchto pozic vystoupit, vedlo by to k výrazné volatilitě a propadu cen domácích dluhopisů. Tímto úprkem vyvolaný výrazný a rychlý růst výnosů by sice byl tlumen obnovením zájmu domácích investorů o český vládní dluh, bylo by to však až se zpožděním. Vzhledem k tomu, že dle nás dřív nebo později investoři z pozic v koruně minimálně zčásti vystoupí, je tento scénář velmi pravděpodobný.

Dluhopisový trh Polsko

Polská riziková prémie vůči německým dluhopisům zůstala v červenci beze změny na úrovni lehce pod 280 b. b. Vzhledem k tomu, že už vyprchalo přesvědčení posledních měsíců, že budou kvůli nárůstu inflace brzy růst sazby centrální banky, že na polskou vládu si již investoři převážně zvykli (byť reakce na reformu justice byla mírně negativní), a za předpokladu, že na hlavních světových obligačních trzích převládne spíše stabilizace úrovně požadovaných výnosů, dle nás mohou výnosy dluhopisů postupně klesat (ceny růst), a to za současného utážení premie vůči německým na cca 250–270 bodů. Později se však bude muset tento trend zastavit, neboť očekáváme, že Polská centrální banka bude nucena přece jen přistoupit k utážení politiky předtím, než tak učiní ECB.

Dluhopisový trh Turecko

Turecké výnosy jsou na stále dvouciferných úrovních atraktivní, problémem nicméně nadále zůstává donedávna urychlující vysoká inflace. Dle posledních údajů se však již inflace velmi pravděpodobně stabilizovala – po opětovném mírném vzestupu v dalších měsících vlivem bazického efektu by měla výrazněji klesnout začátkem příštího roku. Z hlediska výhledu cen tureckých dluhopisů je to příznivý scénář – musí však být doprovázen ponecháním současného přísnějšího nastavení měnové politiky (to prozatím centrální banka naplňuje), opětovnou stabilizací nyní uvolněné fiskální politiky a v neposlední řadě relativně příznivým náhledem globálních investorů na rozvíjející se trhy. Ohledně tureckých dluhopisů, spolu s fundamentálně výrazně slabým kurzem liry, zůstáváme opatrně pozitivní.

Měny

Kurz eura proti dolaru se v červenci dostal nad 1,18 a vyplňuje se tak náš scénář, že se ve druhé polovině roku podívá směrem k 1,20. Čím blíže se však dostáváme k této hranici, tím pravděpodobnější je korekce – trh, jak už bylo zmíněno, nyní počítá s ohlášením začátku konce QE pro letošek, což však kvůli nízké inflaci v EMU není zdaleka tak jisté, a také s tím, že Fed zůstane „u zdi“. Prostor pro posílení kurzu eura nad 1,20 tak v letošním roce nevidíme.

U koruny nevidíme prostor pro další posílení, naopak vnímáme silné riziko, že koruna v horizontu měsíců oslabí k hranici (možná i přes) 27 CZK/EUR. Stane se tak v případě, že dostatečné množství spekulantů bude chtít své dlouhé korunové pozice rychle uzavřít; spouštěčem může být například nižší než očekávaná inflace v ČR či maturující státní dluhopisy v červenci/srpnu, které v lednu letošního roku hojně nakupovali právě spekulativní investoři. Případné výraznější oslabení by pak eventuálně tlumila ČNB. Dlouhodobým trendem kvůli vyššímu růstu produktivity zde než v EMU nadále zůstává posilování koruny, tempem zhruba 2 % ročně.

U polského zlotého silná data z polské ekonomiky, stále příznivé vnější prostředí, posilující euro proti dolaru i trvajícím solidním úrokovým diferenciacím nahrávají znovuoživení trendu posilování zlotého z první poloviny letošního roku. Zlotému však pod nohy po delší době opět hází nemalé klacky polská vláda.

Maďarský forint má dle nás potenciál posílit k či i pod hranici 300 HUF/EUR. Spouštěčem může být centrální banka, která v dohledné době přejde do modu, kdy už nebude akcentovat možnost dalšího uvolnění měnových podmínek a kdy její komunikace bude vyrovnanější. V tu chvíli mohou převážít příznivé makroekonomické fundamenty v čele s citelným přebytkem obchodní bilance, solidním růstem a příznivým fiskálním vývojem.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Akciový trh

Akcie jsou námi nadále preferovanou třídou aktiv. Americké akcie by dále měly profitovat z možných reforem Donalda Trumpa (fiskální stimuly, snížení korporátních daní) a oslabování amerického dolaru, evropské pak z dobrého hospodářského vývoje a nadále uvolněné měnové politiky ECB. Pozitivní jsme také ohledně akcií společností z rozvíjejících se trhů, které budou těžit ze sílícího spotřebitele a konvergence k vyspělým ekonomikám. Při investování do akcií však **musíme počítat se zvýšenou volatilitou**, která nás, při současných úrovních akciových indexů, bude v následujících letech provázet.

Atraktivnost většiny **středoevropských akcií** nyní vidíme selektivně v některých akciích, růstových i těch dividendových. Pozitivní jsme ve středoevropském regionu především ohledně některých českých, rumunských a selektivně některých polských akcií. Nyní mezi nejatraktivnější akciové tituly řadíme pojišťovnu Vienna Insurance Group, CME, Unipetrol nebo Kofolu. Z polských titulů se nám líbí mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, zpracovatel masa Tarczynski, finanční společnost GetBack nebo leasingová společnost Prime Car Management. V Rumunsku máme pozitivní pohled na akcie rumunského restitučního fondu Fondul Proprietatea, zdravotnického konglomerátu MedLife, fondu SIF1, plynárenské společnosti Romgaz a Petrom, v Rakousku na akcie realitních společností Atrium a UBM, ve Slovinsku jsou to akcie výrobce domácích spotřebičů Gorenje a přístavu Luka Koper. Naopak negativní výhled máme nyní na většinu polského bankovního a ropného sektoru. Opatrní jsme zároveň na společnosti s velkým 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 (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**