



AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	0,48 %	USA	0,02 %	USD/EUR	-0,09 %	Ropa Brent	2,38 %
Evropa – DJ Stoxx 600	0,82 %	Evropa	0,76 %	CZK/USD	0,69 %	Zemní plyn	-0,95 %
Japonsko – Nikkei 225	0,46 %	ČR	-1,07 %	CZK/EUR	0,60 %	Sil. elektřina	4,13 %
MSCI Emer. Mark.	-4,57 %	Polsko	0,29 %	PLN/EUR	1,29 %	Zlato	-3,51 %
ČR – PX	-1,11 %	Maďarsko	-2,16 %	HUF/EUR	2,98 %	Stříbro	-2,15 %
Polsko – WIG30	-2,32 %	Turecko*	-4,82 %	TRY/EUR	1,51 %	Měď	-3,06 %
Maďarsko – BUX	2,18 %	* BofA Merrill Lynch index					

ČERVEN V KOSTCE

KLÍČOVÉ UDÁLOSTI VE SVĚTĚ

- Americká centrální banka (Fed) 13. června zvýšila základní úrokovou sazbu – Fed funds rate – o čtvrt procentního bodu na pásmo 1,75–2,0 %.
- Česká národní banka 27. června zvýšila základní úrokovou sazbu – dvoutýdenní reposazbu – o čtvrt procentního bodu na rovné 1 %.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

- Americký dolar v červnu pokračoval v prostředí zvýšené rizikové averze v posilování. Dolarový index DXY, jenž měří výkonnost dolaru vůči koši hlavních světových měn, posílil o 0,5 %. Za poslední tři měsíce je dolar silnější už o 5 %. Vůči euru dolar posílil mírně o 0,1 % na 1,168 dolaru za euro (resp. oslabení eura vůči dolaru).
- Koruna pokračovala v oslabování. Vůči euru oslabila o 0,6 % na úroveň 26,02 CZK/EUR a vůči dolaru oslabila o 0,7 % na úroveň 22,32 CZK/USD.
- Globální akciové trhy v prostředí zvýšené rizikové averze zaznamenaly mírnou ztrátu, když dle indexu MSCI All Country World oslabily o 0,7 % (v dolaru). V korunovém vyjádření si globální akciové trhy díky znatelnému posílení dolaru vůči koruně připsaly mírný zisk 0,5 %.
- Z regionálního pohledu zaznamenaly akciové trhy rozvinutých zemí nepatrnou ztrátu (MSCI World -0,2 %), naopak akciové trhy rozvíjejících se zemí pokračovaly v prostředí nepříznivě nakloněném emerging markets ve významných ztrátách (MSCI Emerging Markets -4,6 %).
- Z konkrétních zemí si mírné zisky připsaly akcie v USA (S&P 500 +0,5 %), Japonsku (Nikkei +0,5 %), Indii (Sensex +0,3 %) a Maďarsku (BUX +2,2 %). Na druhou stranu významné ztráty zaznamenaly akcie v Číně (Hang Seng -5,0 %) a Brazílii (Bovespa -5,2 %).
- České státní dluhopisy pokračovaly v oslabování z května, když dle indexu českých státních dluhopisů Bloomberg Barclays ztratily v průměru 1,1 %. Výnosy do doby splatnosti tak dále vzrostly, v průměru o 0,20–0,25 %. Výnos dvouletého státního dluhopisu se na konci června pohyboval kolem úrovně 1,1 % a výnos desetiletého státního dluhopisu kolem 2,2 %.
- Polské státní dluhopisy mírně posílily o 0,3 %, zatímco maďarské státní dluhopisy dále oslabovaly o 2,2 %. V důsledku pokračování měnové krize v Turecku turecké státní dluhopisy pokračovaly v silném propadu, když v červnu oslabily o dalších 4,8 %.
- V důsledku zvýšené rizikové averze se ani v červnu příliš nedařilo korporátním dluhopisům. Eurový index korporátních dluhopisů investičního stupně zůstal na své květnové úrovni a eurový index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně (high-yield) oslabil o 0,4 %.
- Cena ropy Brent pokračovala v růstu, když za červen posílila o 2,4 % na úroveň 79 dolarů za barel. Přitom za uplynulých 12 měsíců je cena ropy výše již o 66 %.



ČERVEN V KOSTCE

CO JSME DĚLALI V NAŠICH INVESTIČNÍCH PORTFOLIÍCH?

- V rámci asset alokace investičních portfolií jsme na začátku června dále mírně snížili akciovou složku.
- Celkově jsme v rámci asset alokace investičních portfolií vůči srovnávacím indexům (benchmarkům) i nadále mírně podváženi v akciích, podváženi v dluhopisech a naopak nadváženi v alternativních investicích a hotovosti.
- Podvážení akciové složky momentálně považujeme za tzv. strategické, neboť se domníváme, že v rámci aktuálního globálního hospodářského cyklu již bylo dosaženo na konci loňského roku vrcholu a v příštích dvou letech bude světová ekonomika postupně mírně zpomalovat, stejně jako dynamika růstu korporátních zisků.
- V rámci akciové složky stále preferujeme rozvíjející se trhy (emerging markets) oproti trhům rozvinutým (developed markets).

JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

- Naše očekávání pro zbytek roku 2018 jsou v rámci našeho základního scénáře budoucího vývoje opatrně pozitivní.
- Globální ekonomický růst pokračuje a je silně synchronizován napříč světovými regiony. Aktuálně tak probíhá nejsilnější globální hospodářská expanze od finanční krize z let 2007–2009. Růst světového HDP by se měl přitom i letos pohybovat mírně nad úrovní 3 %.
- Na druhou stranu se ovšem domníváme, že dynamika neboli tzv. momentum světové ekonomiky je v rámci aktuálního hospodářského cyklu již za svým vrcholem a v následujících kvartálech bude dále mírně zpomalovat.
- Podle předstihových indikátorů sentimentu (zejména indexy nákupních manažerů PMI – Purchasing Managers Indices) přitom dynamika světové ekonomiky dosáhla svého maxima na konci loňského roku a od začátku letošního roku již mírně zpomaluje, což potvrdily údaje o vývoji tempa růstu HDP za první čtvrtletí napříč světovými ekonomikami. Přitom japonská ekonomika dokonce v prvním čtvrtletí mírně poklesla.
- Inflační vývoj pro globální finanční trhy stále nepředstavuje žádný problém. Květnové číslo o inflaci v USA se dostalo o téměř procento nad 2% inflační cíl a inflace v eurozóně se v květnu dostala přesně na 2% cíl centrálních bankéřů. Inflace tak má v posledních měsících mírně růstovou trajektorii, do značné míry ovlivněnou vyšší cenou ropy, prozatím se nicméně rozhodně nezdá, že by měla inflace nějakým zásadním způsobem přestřelit, a to i přes velice nízkou míru nezaměstnanosti napříč světovou ekonomikou.
- Americká centrální banka Fed bude pravděpodobně pokračovat v graduálním zvyšování úrokových sazeb, jež jsou z historického srovnání stále velice nízké. Evropská centrální banka drží úrokové sazby stále na nule a podle červnového prohlášení velice pravděpodobně ukončí program nákupu dluhopisů (kvantitativní uvolňování) na konci roku. I nadále se zdá, že eurozóna má před sebou ještě minimálně celý jeden rok bez zvýšení sazeb.
- Co se globálního akciového výhledu týče, domníváme se, že po devíti letech globálního býčího trhu, pohledem nejširšího světového indexu MSCI All Country World, již akciové trhy pravděpodobně mají to nejlepší za sebou. Dynamika světové ekonomiky a růst korporátních zisků budou velice pravděpodobně v následujících dvou letech z cyklického vrcholu z konce loňského roku postupně mírně zpomalovat, což bude pro akciovou výkonnost představovat negativní faktor. Za celý rok 2018 tak v našem základním scénáři očekávaného vývoje počítáme pouze s mírně kladnou výkonností globálních akciových trhů kolem 5 % (v dolaru).
- Co se týče ocenění globálních akciových trhů neboli valuací tržních cen akcií ve vztahu k fundamentálním veličinám jako zisky (P/E), tržby (P/S) či cash flow (P/CF), ty jsou již momentálně z historického srovnání mírně nadprůměrné, proto u valuací v letošním roce očekáváme postupný mírný pokles.
- Na trh českých státních dluhopisů máme i nadále poměrně opatrný výhled, neboť výnosy do doby splatnosti jsou stále poměrně blízko historických minim, respektive ceny poměrně blízko historických maxim. Ve střednědobém horizontu tak očekáváme pokračování nárůstu výnosů do doby splatnosti, resp. pokles cen, a to zejména u emisí delších splatností. Tento výhled vychází z našeho výhledu na německé státní dluhopisy, jež jsou s českými protějšky velice úzce spjaty. Po ukončení programu nákupu dluhopisů Evropské centrální banky pravděpodobně postupně dojde k růstu výnosů německých státních dluhopisů, resp. poklesu cen, přičemž české státní dluhopisy budou patrně tento pohyb do značné míry kopírovat.
- Co se týče korporátních dluhopisů investičního i neinvestičního stupně, domníváme se, že po výrazném cenovém růstu z minulých let, včetně roku 2017, již pravděpodobně mají to nejlepší za sebou. Klíčový indikátor atraktivity korporátních dluhopisů – kreditní marže, tzn. rizikové přírůžky nad výnosy relativně bezrizikových státních dluhopisů, se totiž stále pohybují poblíž historickým minim.
- V každém případě musíme i nadále počítat se zvýšenou krátkodobou volatilitou neboli kolísavostí tržních cen všech rizikových aktiv v čele s akciemi.



ČERVEN V KOSTCE

JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

- Mezi aktuální klíčová rizika našeho opatrně pozitivního základního scénáře očekávaného vývoje globálních finančních trhů za celý rok 2018 patří:
 - 1) politický vývoj v Itálii – postoj nové vlády k eurozóně a fiskální politice,
 - 2) další výrazné zhoršení měnové situace v Turecku,
 - 3) další zhoršení ekonomické situace klíčových ekonomik v Latinské Americe (Venezuela, Brazílie a Argentina),
 - 4) další zásadní vyostření situace v mezinárodním obchodě, zejména ve vztahu mezi USA a Čínou, a USA a Evropskou unií,
 - 5) rychlejší než aktuálně očekávané postupné zpomalování globální ekonomiky z cyklického vrcholu, jehož bylo dosaženo na konci loňského roku,
 - 6) neočekávané a výrazné zvýšení inflace a inflačních očekávání,
 - 7) oproti aktuálnímu očekávání výrazně rychlejší normalizace monetárních politik klíčových centrálních bank (Fed, ECB, BOJ),
 - 8) oproti aktuálnímu očekávání výraznější zpomalení čínské ekonomiky, případně kreditní či realitní krize.

HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Červnová data nepřinesla nic, proč bychom se měli domnívat, že tempo růstu ekonomiky ve druhém čtvrtletí oproti tomu prvnímu urychlilo. Rozhodnutí ECB o ukončení programu odkupu aktiv je motivováno nikoliv inflačním výhledem, ale politikou.

Nová data o růstu HDP (tj. data za druhé čtvrtletí) samozřejmě ještě k dispozici nebyla, finální data za první čtvrtletí nepřinesla nic nového – čtvrtletní tempo zpomalilo z 0,7 %, kde bylo nepřetržitě od konce roku 2016, na 0,4 % q/q (tj. na stejné tempo jako ve 3. čtvrtletí 2016). Ve strukturálních datech o růstu eurozóny také nebylo žádné překvapení, a to vzhledem k tomu, že strukturální data za jednotlivé velké ekonomiky již byla známá před zveřejněním finálních dat za celou eurozónu: příspěvek poptávky domácností zůstal dobrý, zpomalily však fixní investice, a zejména čistý export.

Druhé čtvrtletí nevypadá o moc lépe. To ostatně naznačovaly už předstihové ukazatele za duben a květen a během června to potvrdila i první tvrdá data. **Dubnové ani květnové maloobchodní tržby** nikomu dech nevyrazily – v dubnu přidal maloobchod 0,1 % m/m, a v květnu dokonce pouze stagnoval, takže jeho meziroční tempo růstu dosáhlo v květnu anemických 1,4 %. To je velmi málo na to, aby docházelo k tvorbě poptávkových tlaků, které již nějakou dobu vyhlíží ECB. Nadále tak trvá výrazný rozpor mezi velmi vysokou důvěrou domácností (byť tato v červnu klesla na -0,5 bodu, nejnižší od října 2017) a samotným tempem růstu maloobchodu. **Trh práce** se pomalu zlepšuje, ale tempo jeho zlepšování zpomalilo – nezaměstnanost v květnu dosáhla sice nového pokrizového minima 8,4 %, ale to je jenom o 0,8 p. b. nižší hodnota než před rokem. V minulém roce se přitom míra nezaměstnanosti snižovala meziročně o 1–1,1 p. b. **Růst mezd** zůstává nadále slabý, i v Německu dosahuje pouze kolem 2 % r/r (což je ve srovnání např. s českým růstem o 8 % r/r výrazný rozdíl).

Průmyslová produkce zaznamenala v dubnu další pokles (o 0,9 % m/m), což bylo v souladu s tím, co naznačovalo zhoršení indexu PMI; průměrné tempo růstu průmyslové produkce tak za únor až duben dosáhlo -0,4 % m/m, což je nejslabší hodnota tohoto ukazatele od roku 2012. Zpracovatelská složka na tom není o nic lépe – v posledních třech měsících poklesla kumulativně o více než 1,5 %. Ani další data neindikují, že by se situace měla rychle zlepšit. Zaprvé, **německé průmyslové objednávky klesly v dubnu počtvrté v řadě** a jejich pokles o 1,3 % m/m znamenal, že letos klesly celkem již o 3,5 %; většina tohoto poklesu jde na vrub objednávek kapitálového zboží. Zadruhé, **předstihové indikátory se nezlepšují**, právě naopak – německý index IFO poklesl v červnu nejnižší od května 2017, index PMI ve zpracovatelském průmyslu si v celé eurozóně zapsal nejnižší hodnotu za rok a půl (ve službách je situace zatím výrazně lepší, ačkoli i zde je hodnota PMI – 55 bodů – podstatně nižší než koncem roku). Zatřetí, eskalující napětí v zahraničním obchodě nedává naději, že by se situace v průmyslu měla hned tak zlepšit.

Celková inflace v červnu dále mírně vzrostla (+0,1 p. b.) a dosáhla tak meziroční hodnoty 2 %, což je lehce nad cílem ECB („poblíž, ale pod 2 %“). Tento růst však byl, podobně jako v květnu, jenom důsledkem růstu cen potravin a cen energií – potraviny přidaly 2,8 % r/r, ceny paliv 8 % r/r (v květnu 6,1 %). Jádrová inflace však zůstala beze změny na 1 %, tj. přesně na té úrovni, kde první pololetí letošního roku začínala, a tedy 0,1 p. b. pod (nad) úrovní z června 2017 (2016). Evropská centrální banka se tak sice může navenek tvářit, že je její inflační cíl splněn, není to však na udržitelném základě.

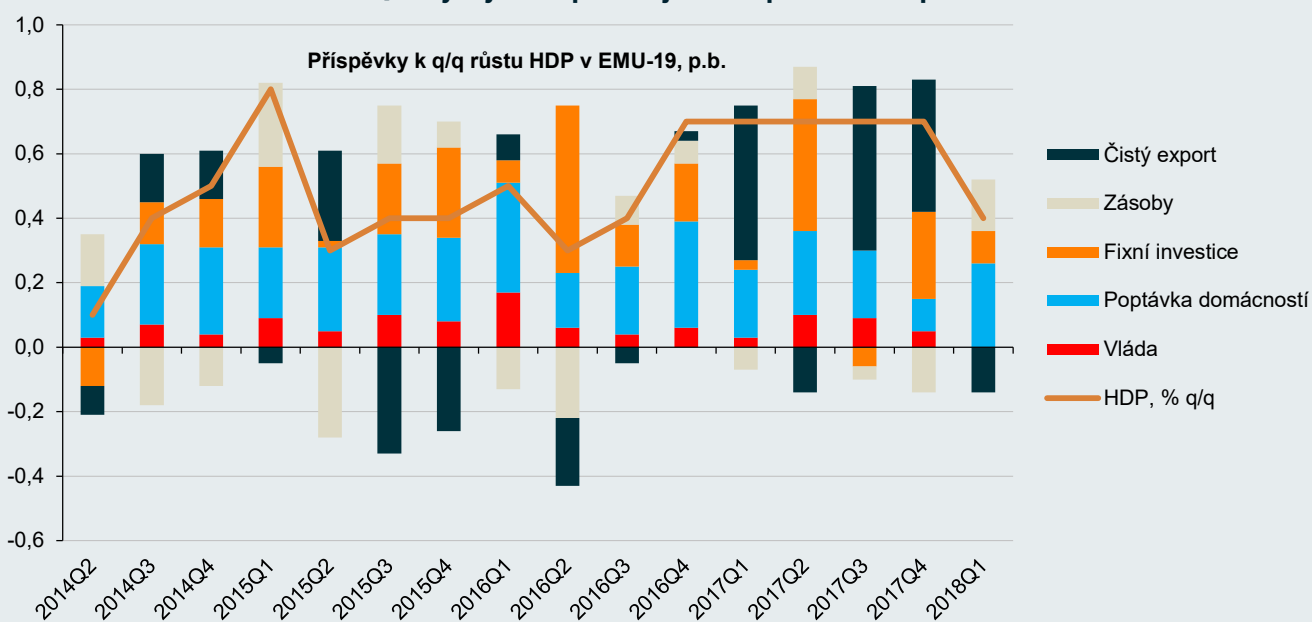


HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

A ECB se tak skutečně tváří. Navzdory tomu, že jádrová inflace se 4 roky v podstatě nikam nehnula a že zůstává výrazně pod hranicí 2 %, zahájila ECB v červnu proces ukončování programu odkupu aktiv. Počínaje říjnem sníží ECB tempo odkupu aktiv z 30 mld. eur/měsíčně na polovinu, od ledna 2019 pak odkupy ustanou úplně. ECB si sice ponechala otevřenou ústupovou cestu (svému červnovému slibu dostojí „za předpokladu, že přicházející data potvrdí její inflační výhled“), ale nepředpokládáme, že by ji využila. Ohledně dalšího utahování měnové politiky skrze růst sazeb ECB řekla, že minimálně do léta 2019 zůstanou sazby beze změny. Což výrazně překvapilo eurodolarový trh, jak popíšeme níže.

Růst HDP v 1Q18 byl výrazně pomalejší než v předchozích pěti čtvrtletích



Zdroj: ECB

USA

Americká ekonomika se nadále nachází ve velmi dobré kondici, normalizovaná inflace umožňuje normalizaci měnové politiky.

Finální (třetí) odhad růstu HDP v 1Q18 přinesl jen drobnou revizi tempa z odhadu druhého, a to směrem dolů: anualizované čtvrtletní tempo tak dle finálních dat bylo 2 %, a bylo tedy nejslabším tempem růstu od prvního čtvrtletí roku 2017. To však není nijak negativní zpráva – pokud bereme v potaz, že první kvartál je v pokrizových letech obecně výrazně slabší než zbytek roku (v roce 2016 dosáhl růst v prvním čtvrtletí pouze 0,6 %, v roce 2017 pak 1,2 %), pak se pro zbytek letošního roku jedná o velmi slibný výsledek. Ve struktuře bylo příznivé, že k růstu pozitivně přispěly všechny složky poptávky včetně poptávky ze zahraničí (spotřebitelské výdaje k růstu přispěly 0,6 p. b., fixní investice 1,2 p. b.).

Měsíční data zveřejněná během června byla až na zpracovatelský průmysl, dobrá. Průmyslová produkce v květnu totiž stagnovala, její dubnové tempo však bylo revidováno z 0,7 % na 0,9 % m/m – v posledních třech měsících tak průmyslová produkce přidala 1,5 %. U její zpracovatelské složky je však situace výrazně horší, a to navzdory (nebo díky?) všem Trumpovým slibům. Zpracovatelský průmysl poklesl v květnu o 0,7 % m/m, což bylo nejvíce od ledna 2014, v posledních třech měsících tato část průmyslové produkce tedy nerostla. V dalších měsících se pak negativně projeví silnější dolar a obchodní válka, kterou chce americký prezident zdá se za každou cenu rozpoutat.



HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

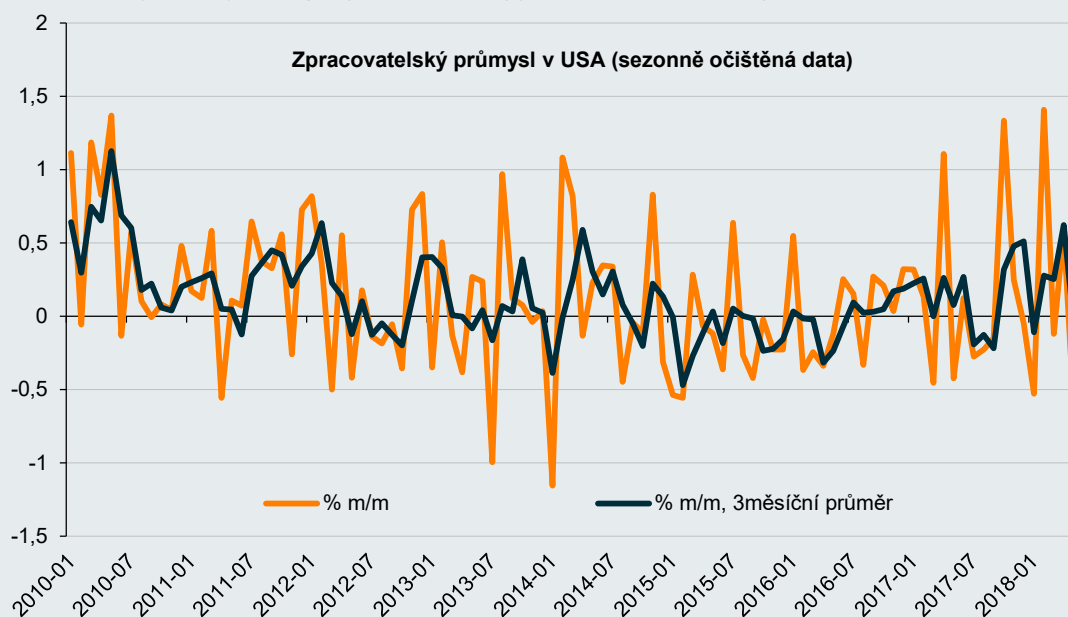
Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby (bez letadel a vojenské techniky) přidaly po dubnovém silném růstu o 2 % m/m v květnu pouze 0,3 % m/m, jejich kvartální dynamika tak zůstává kolem 1 % q/q. To není historicky sice nic výjimečně silného, ale ani slabého.

Maloobchodní tržby (bez aut a bez paliv) definitivně potvrdily návrat k rychlejšímu tempu růstu poté, co na konci minulého a počátkem letošního roku znatelně zpomalily. Po dubnovém růstu o 0,5 % m/m přidal maloobchod v květnu 0,7 % m/m, v posledních třech měsících tak vzrostl celkem o 1,5 %. To je kvartální tempo, které je historicky nadprůměrné. Není to však vzhledem k fundamentům nikterak překvapivé – **trh práce** je nadále ve velmi dobrém stavu, v květnu vytvořil 218 tisíc pracovních míst. Oficiální míra nezaměstnanosti tak v květnu poklesla na 3,8 %, tj. nejnižší od dubna 2000, její alternativní míra U6 (zahrnující oficiálně nezaměstnané, pracovníky k trhu práce připojené pouze částečně, pracovníky od hledání práce odrazené či pracující nedobrovolně na částečný úvazek) dokonce klesla na nejnižší hodnotu (7,6 %) za rovných 17 let.

Jádrová PCE inflace v květnu poprvé od roku 2012 dosáhla hranice 2 %, celková inflace díky cenám ropy vzrostla nejvýše (2,3 %) od dubna 2012. Měsíční dynamika jádrové inflace dosáhla 0,2 % m/m, což bylo také průměrné meziměsíční tempo růstu v posledních třech měsících. Důležitější je však to, že v anualizovaném vyjádření je to hodnota výrazně nad hranicí 2 %, což je důležité pro centrální banku (2 % jsou totiž její inflační cíl).

Fed tak na svém červnovém zasedání moc nevymýšlel a dle očekávání zvýšil svou klíčovou sazbu o 25 b. b. (Fed funds jsou tak nyní za 1,75–2 %). V nové prognóze pak ještě pro letošní rok přidal jedno dodatečné očekávané utažení nad to, co očekávala březnová prognóza (celkem tedy pro letošek ke dvěma utažením, které již letos uskutečnil, očekává ještě další dvě). V delším horizontu se však nejedná o nikterak více jestřábí prognózu, protože celkové očekávané utažení za roky 2018 a 2019 se nezměnilo. Důležitější tak byl zápis, z něhož byla odstraněna zmínka o tom, že sazby zůstanou dlouho nízko, zmínka, která se v zápisu nacházela dlouhou dobu a jež měla svůj počátek v krizi let 2008–2009. Aby však byl zápis vybalancovaný, Fed upozornil, že jeho inflační cíl je symetrický. To mělo trhům říct, že po dlouhé době, kdy byla inflace pod cílem Fedu, nebude Fed panicky tahat za brzdu v případě, že bude nyní inflace nějakou dobu nad ním.

Zpracovatelský průmysl stagnuje, a to na něj ještě nedopadl silnější dolar a hrozba obchodní války



Zdroj: <http://www.federalreserve.gov/data/download/Download.aspx?rel=G17&series=063c8e96205b9dd107f74061a32d9dd9&filetype=csv&label=include&layout=seriescolumn&from=01/01/1919&to=01/31/2015>



HLAVNÍ UDÁLOSTI

CEE3

ČR

Domácí poptávka zůstává motorem růstu, průmyslová produkce ve vleku Německa výrazně zpomalila. Kvůli slabší koruně zvýšila ČNB sazby dřív, než předpokládala její květnová prognóza.

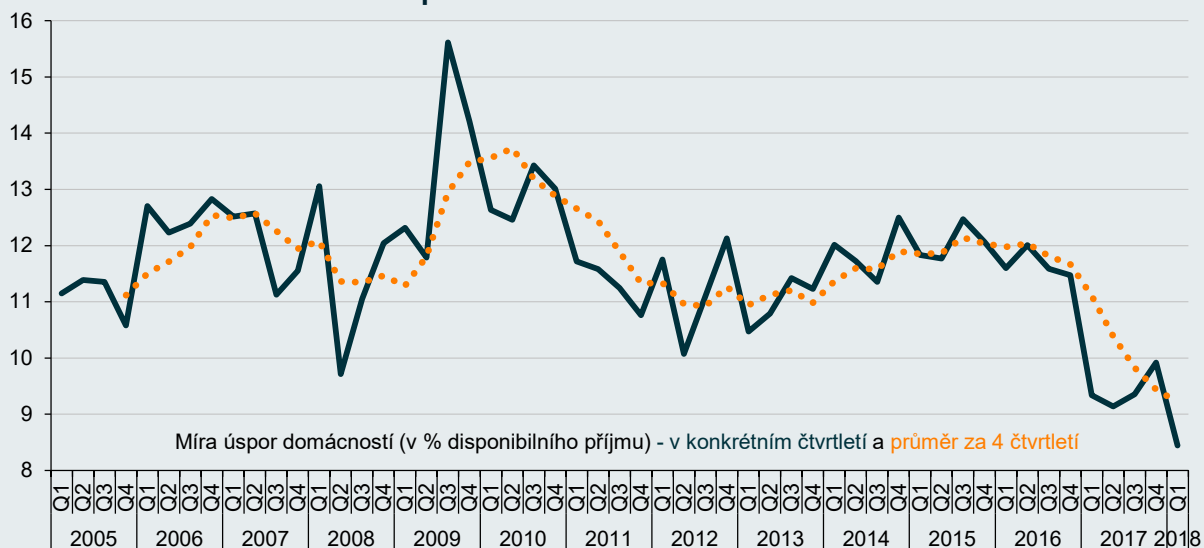
Dle finálních dat o růstu ekonomiky vzrostla česká ekonomika v prvním čtvrtletí o 4,2 % r/r (0,5 % q/q). Oproti předcházejícím odhadům bylo meziroční tempo mírně nižší, a to díky revizi směrem dolů jak u poptávky domácností (-0,2 p. b. na 4,1 % r/r), tak u fixních investic (-2,3 p. b. na 9,9 % r/r). Novou informací byl pokles míry úspor domácností na historické minimum 8,4 % a další pokles, na nejnižší hodnotu za pět let, u ziskovosti firem. To první reflektuje optimismus domácností (a v podstatě ukazuje, že v dobrých časech se vláda i domácnosti chovají stejně), to druhé rychle rostoucí mzdy zaměstnanců. Mzdy totiž v prvním čtvrtletí vzrostly nominálně o 8,6 % r/r, což bylo jejich nejrychlejší tempo růstu od 1. čtvrtletí roku 2008 a čtvrté nejrychlejší od roku 2001; jejich reálný růst (o 6,6 % r/r) byl pak nejrychlejší od 1. čtvrtletí 2003. Růst mezd byl hnán primárně růstem ve veřejném sektoru, kde mzdy rostly dvouciferným tempem (ve veřejné správě a ve vzdělávání kupř. o více než 12 % r/r).

Maloobchodní tržby tento vývoj samozřejmě reflektují. **Jádrové** maloobchodní tržby (bez aut, bez paliv, bez potravin) **přidaly v dubnu reálně 9,4 % r/r**, což je v souladu i s tím, jak vysoko byla v dubnu spotřebitelská důvěra (tehdejší historické maximum 10 bodů, v květnu posléze překonáno dalším růstem na 11,3 bodu). Proto zůstává nadále překvapením, že klesají tržby za automobily – po poklesu o 4,2 % r/r v březnu klesly také (o 3,5 %) v dubnu. Navzdory růstu ceny paliv naopak pokračují v solidním růstu tržby za pohonné hmoty (7 % r/r).

Průmyslová produkce v dubnu zklamala, když poklesla o 0,9 % m/m, což znamenalo, že letos vzrostla jen v březnu (+0,6 % m/m). I když PMI samozřejmě zpomalení růstu naznačoval, skutečnost byla horší než z hodnoty PMI odvozené očekávání – průmyslová produkce vzrostla meziročně jen o 5,5 %. Ve zpracovatelské složce byla situace ještě horší, když jsme zaznamenali třetí pokles v řadě (o 0,2 % m/m). Zhoršování indexu PMI se v červnu překvapivě zastavilo (květen: 56,5, červen: 56,8), v dalších měsících bychom tak už neměli být svědky poklesu produkce a meziroční tempo jejího růstu by se mělo stabilizovat kolem 6–7 % r/r.

Spotřebitelská inflace v květnu přidala 0,5 % m/m, meziročně se tak dostala na 2,1 %. Květnový meziměsíční nárůst byl způsoben nejrychlejším růstem (4,1 % m/m) od června 2016 u cen paliv a také návratem k pozitivnímu m/m růstu u cen potravin (0,7 % m/m). Co ale bylo důležitější, byl vývoj jádrové inflace – kvůli slabší koruně a pokračujícímu růstu cen nemovitostí (které se do spotřebitelské inflace promítají skrze imputované nájemné) zrychlilo anualizované tempo jádrové inflace na 3 %.

Míra úspor domácností na historickém minimu





HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

Česká národní banka tak na svém červnovém zasedání zvýšila dvoutýdenní repo sazbu o dalších 25 b. b. na 1 %, i když její nedávná (květnová) prognóza po takovém kroku volala až pro samý závěr letošního roku. Inlace však byla jenom jeden z faktorů, a to spíše z řady těch méně důležitých (podobně jako Českou národní bankou také zmíněný růst cen zahraničních producentů reflektující ceny ropy). Nejdůležitějším faktorem byla samozřejmě koruna, která zcela v rozporu s poslední prognózou zamířila nikoliv pod hranici 25, nýbrž k 26 korunám za euro.

POLSKO

Polská ekonomika roste nadále velmi dobře, inflace však paradoxně zůstává velice nízkou.

Poté, co ekonomika v prvním čtvrtletí letošního roku přidala šokujících 1,6 % q/q, se jí, soudě z měsíčních dat, vede dobře i ve čtvrtletí druhém.

Průmyslová produkce v květnu překvapila pozitivně, když přidala 5,4 % r/r (očekávání trhu bylo nastaveno o skoro 2 p. b. níže), a to v situaci, kdy květen 2018 měl o jeden pracovní den méně ve srovnání s květnem 2017. Po očištění o tento efekt bylo tempo růstu v podstatě shodné s průměrným r/r tempem růstu v posledním roce a půl (cca 7 %). Tento výsledek byl v souladu s tím, co naznačoval index PMI – ten totiž v květnu dosáhl hodnoty 53,3, což bylo oproti prosincové hodnotě (55) vcelku malé zpomalení (německý i český index poklesly výrazně více).

Maloobchodní tržby přidaly v květnu reálných 6,1 % r/r, což bylo v souladu s tempem předcházejících měsíců. Po očištění o efekt rozdílného počtu pracovních dní dosáhl reálný růst téměř 7 % r/r, což je tempo růstu v podstatě shodné s tím, které v posledních čtvrtletích pozorujeme v české ekonomice. I důvody pro tento růst jsou stejné jako u nás – silně rostoucí mzdy (v květnu nominálně +7 % r/r) a velmi dobrý trh práce. Míra nezaměstnanosti totiž v květnu poklesla na nové historické minimum (6,1 %), po očištění o efekt sezonnosti pak, shodně s březnem a dubnem, zůstala na úrovni 6,2 %. Ani do dalších měsíců letošního roku tedy není vidět důvod, proč by poptávka domácností měla zpomalit.

Navzdory silnému růstu ekonomiky, nízké nezaměstnanosti a vysokému růstu mezd se inflace moc nezvedá.

Celková inflace sice v červnu dle prvních dat vzrostla na 1,9 % (z květnové hodnoty 1,7 %), ale vzhledem k vývoji cen ropy je evidentní, že to nebylo nárůstem poptávkových tlaků – ceny paliv totiž meziročně přidaly 15,2 % r/r (a ceny potravin pak 2,7 % r/r). Ačkoliv tedy za červen ještě nemáme k dispozici data o jádrové inflaci, je nabíledni, že se od květnové hodnoty (0,5 %) moc nelišila. Pokračuje tak paradoxní inflační vývoj, ze kterého nemá centrální banka vůbec radost.

Měnový výbor centrální banky (MPC) tak dle očekávání ponechal v červnu 2018 sazby beze změny na 1,5 %.

Nic jiného se ani nedalo čekat – inflační vývoj je sice paradoxní, ale reálný. Guvernér Glapinski na tiskovce řekl, že na celém horizontu měnové prognózy nevidí prostor pro růst sazeb. Vzrostly ceny ropy a oslabil zlotý, ten však dle guvernéra na inflaci velký vliv neměl a ani mít nebude (Polsko je relativně uzavřená ekonomika). Vyjádření členů bankovní rady během června pak potvrdila, že chuť zvyšovat sazby je minimální – jediným členem, který jej (sice nikterak vehementně, ale aspoň nějak) prosazuje, je Eugeniusz Gatnar; Eryk Lon naopak uvažuje nad snížením sazeb (v případě zpomalení ekonomiky), Jerzy Osiatynski pak zmiňuje volby v roce 2019 jako důvod, proč sazby nezvyšovat.

MAĎARSKO

Oslabení forintu probudilo centrální banku z ultraholubičího postoje předchozích čtvrtletí.

Finální data o růstu HDP v Maďarsku potvrdila, že i maďarské ekonomice se v prvním čtvrtletí letošního roku dařilo dobře. Růst HDP dosáhl 1,2 % q/q, což bylo jen o něco pomalejší než v Polsku, ale mnohem rychlejší než v ČR. Meziroční tempo růstu dosáhlo 4,4 %, největším přispěvatelem se poprvé od konce roku 2016 stala poptávka domácností (+2,9 p. b.). Fixní investice přispěly k růstu 2,8 p. b., čistý vývoz pak růstu nepomáhal, ani neškodil (příspěvek 0 p. b.).



HLAVNÍ UDÁLOSTI

MAĎARSKO

Maloobchodní tržby vzrostly v dubnu o 7,8 % r/r, což znamenalo, že pokračoval velmi dobrý růst posledních měsíců; od září minulého roku rostou tržby průměrným meziročním tempem 7 %. K silnému meziročnímu růstu přispěla, podobně jako v minulých měsících (a podobně jako u nás), hlavně jádrová komponenta. Nadále je tento růst hnán velmi dobrým vývojem na trhu práce. Nezaměstnanost za březen až květen poklesla na nové historické minimum (3,7 %), což je výrazně pod přirozenou mírou nezaměstnanosti. Tento vývoj (a vládní zásahy) se pak samozřejmě odráží v růstu mezd – v dubnu vzrostly nominální mzdy o 12,6 % r/r.

Průmyslová produkce v květnu pokračovala v pouze pomalém růstu – po dubnových nahoru revidovaných 2,9 % přidal průmysl v květnu jen (o počet pracovních dní očištěných) 2,1 %. Vzhledem k tomu, že se index PMI v květnu vrátil nahoru na 55,4, mohlo být květnové tempo růstu produkce jistým zklamáním. Na druhé straně, v červnu index PMI znovu zamířil dolů (na úroveň 53 bodů), takže z květnového chvilkového zlepšení tohoto předstihového indikátoru asi nemělo být vyvozováno lepší očekávání.

Celková inflace se v květnu 2018 dále zvedla, oproti dubnové hodnotě 2,3 % dosáhlo květnové tempo růstu cenové hladiny 2,8 %. Jako jinde v regionu to však bylo primárně díky růstu cen ropy a cen potravin, jádrová inflace, která tyto složky spotřebního koše neobsahuje, vzrostla jenom mírně (z 1,9 % v dubnu na 2 % v květnu). Oproti počátku letošního roku je však poplávková inflace vyšší o 0,3 p. b.

To samozřejmě není takový překotný vývoj, aby maďarskou centrální banku (MNB) vybídil k růstu sazeb, společně s oslabením forintu ji však přece jenom donutil opustit dosavadní extrémně holubičí postoj. I když tedy i po červnovém zasedání zůstala tříměsíční sazba na 0,9 % a O/N depozitní sazba na -0,15 %, ze zápisu zmizelo několik holubičích vět. Zmizela například zmínka o tom, že uvolněné podmínky na krátkém i dlouhém konci křivky budou trvat „*dlouhou dobu*“ a také zmínka o tom, že nekonvenční opatření (odkupy HZL, úrokové swapy) budou probíhat „*nepřetržitě a po dlouhou dobu*“. MPC rovněž potvrdil, že stávající uvolněné podmínky dle něj nevydrží na celém horizontu prognózy.

ROPA

Ropa (Brent) se během června obchodovala bez jakéhokoliv trendu v pětidolarovém pásmu 73–78 USD/barel.

AKCIOVÉ TRHY

Výkonnost hlavním vyspělých akciových trhů se pohybovala okolo nuly. Americké akcie zřejmě při zvýšené rizikové averzi benefitovaly na úkor rozvíjejících se trhů. I v červnu nejvíce rezonovaly hrozby obchodních válek, zvýšení základní úrokové sazby Fedem, hrozba rozpadu vládní koalice v Německu a výše státního dluhu Itálie. Index amerických akcií S&P 500 si bez výraznějších kurzotvorných zpráv z oblasti společností připsal skromné 0,5 %. Nejlépe se vedlo sektorům zaměřeným na spotřebitele, jako jsou domácí zábava, jídlo, pivovarnictví nebo televize. Se ztrátami skončil automobilový průmysl, sektor ropy a plynu, zemědělský nebo s růstem cen ropy sektor logistiky. Mírnou ztrátu -0,8 % zaznamenal celoevropský index DJ STOXX 600. Není překvapením, že mezi nejhůře výkonné sektory patřily i zde automobilové společnosti (-9,6 %) a s výrazným odstupem pak sektory těžbařství, volného času, telekomů a bank.

MSCI World Index



Zdroj: Bloomberg

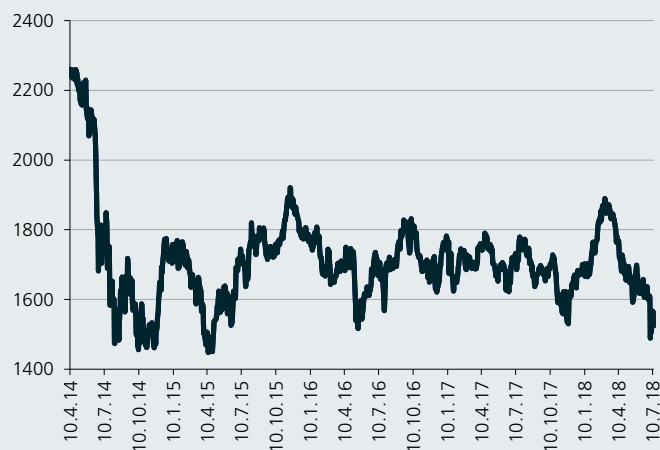


AKCIOVÉ TRHY

MSCI Emerging Markets



CECE Composite



Zdroj: Bloomberg

Ani výkonnost střeoevropských indexů nešla jedním směrem. V ziscích skončil maďarský index BUX (2,2 %), jenž byl tažen akciami ropné společnosti MOL a banky OTP. Největší burze ve střední Evropě se již dařilo méně. Polský index WIG30 skončil 1,8 % v minusu. Převážně za to mohl negativní sentiment panující na globálních rozvíjejících se trzích a pravděpodobně přílišný vliv státu na chod některých společností. Nejlépe se vedlo softwarové společnosti CD Project, následované akciami pojišťovny PZU, chemické společnosti Lotos a telekomunikační společnosti Play. Nejhůře dopadly akcie výrobce bot CCC z důvodu slabých tržeb a marží, kvůli italským problémům pak akcie Kruk. Na pražské burze (index PX -1,1 %) se při dobré ekonomické kondici a růstu cen televizní reklamy dařilo akciím mediální skupiny CME a také defenzivnímu výrobci cigaret Philip Morris. Neúplně zdařilý prodej akcií jedním z významných investorů znamenal propad akcií Kofola o téměř 17 %.

Akciové rozvíjejících se trhů celkově nezažily dobrý měsíc a dohromady odepsaly 4,6 % v USD. Na asijské akcie nejvíce dopadla prohlubující se obchodní válka s USA, kterou teprve nedávno započal americký prezident Donald Trump. Ta se promítla hlavně růstem tržní nervozity z budoucího vývoje a ekonomických ztrát, které by s obchodní válkou byly spojeny. Tato obava se nejvíce projevila u čínských akcií, kdy se index Shanghai Shenzhen CSI 300 propadl v dolarech o 10,6 %. Naopak lépe v červnu ustál situaci indický index, který poklesl pouze o 1,3 %. Rozvíjející se země v Latinské Americe v čele s Brazílií, kterých se obchodní válka přímo nedotýká, zase mají dost vlastních problémů, a to primárně s nestabilní politickou situací. Řada stávek, které minulý měsíc paralyzovaly brazilskou ekonomiku, se projevila ještě v červnu, a proto i brazilský index poklesl o 8,4 %. Celkový pohled na emerging markets tedy v uplynulém měsíci nebyl nijak pozitivní. Do budoucna by však mohly těžit ze sílícího spotřebitele, z konvergence k vyspělým ekonomikám a ze skutečnosti, že jsou oproti trhům rozvinutým relativně levnější. Investor, ale musí počítat s tím, že jsou zde stále velká politická rizika, na která jsou tyto země momentálně hodně náchylné.

DLUHOPISOVÉ TRHY

USA A EMU

Na rozdíl od května, který byl jedním z nejvolatilnějších měsíců za dlouhou dobu, byl červen na hlavních obligačních trzích spíše poklidný. Americký desetiletý výnos se navzdory eskalaci napětí v zahraničním obchodě (což je hlavně práce amerického prezidenta) obchodoval po celý měsíc v úzkém pásmu 2,85–2,95 %. Ani na krátkém konci se nic zvláštního nestalo – dvouletý americký vládní dluhopis počátkem června lehce narostl (cca +10 b. b.), poté zůstal na úrovni 2,5 %.

V eurozóně byl vývoj o něco zajímavější. Německé desetileté dluhopisy v první polovině měsíce vyrostly až na 50 b. b., eskalace obchodního napětí a stále nízká inflace (společně s příslibem ECB udržet sazby minimálně do léta 2019 beze změny) však ve druhé polovině června zavelely k obratu a stlačily výnosy až ke 30 b. b., mírně pod výnosové úroveň z konce května.



DLUHOPISOVÉ TRHY

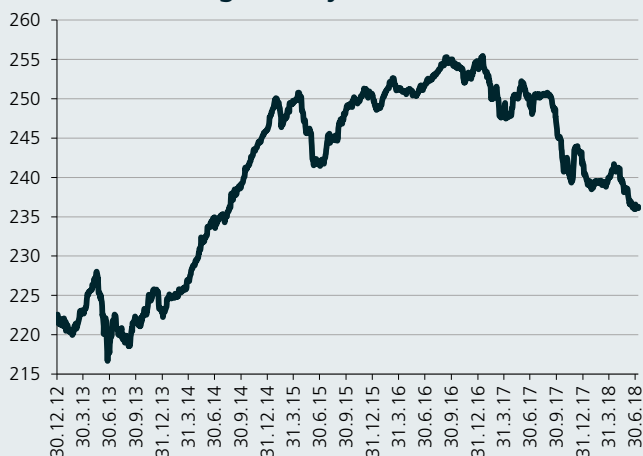
ČR

Na trhu českých státních dluhopisů pokračoval trend růstu požadovaných výnosů z května pod tlakem postupně slábnoucí koruny, zvýšení sazeb ČNB a pokračující vysoké emisní aktivity Ministerstva financí na primárním trhu. Oproti predikci výrazně slabší kurz koruny a vyšší inflace přiměly Českou národní banku zvýšit úrokové sazby – koruně tento krok nepomohl, obligačnímu trhu logicky uškodil. Ceny dluhopisů delších splatností, jež na změny v nastavení měnové politiky tolik citlivé nejsou, zase zůstávaly pod negativním tlakem setrvale vysoké aktivity Ministerstva financí, zásobujícího obligační trh v nadprůměrné míře novými dluhopisy takřka výhradně dlouhodobých splatností. Požadovaný výnos desetiletého vládního dluhopisu tak ve výsledku vzrostl o 25 b. b. na 2,2 %, což znamenalo, že se riziková prémie českých dluhopisů nad svými německými protějšky rozšířila na nové šestileté maximum. Rozsahem identický vývoj byl i na krátkém konci výnosové křivky, kde dvouletý výnos vzrostl z 1 % na 1,2 %.

POLSKO

Polská výnosová křivka zůstala během června překvapivě stabilní. Překvapení to bylo hlavně z toho důvodu, že i polský zlotý zaznamenal v červnu citelné oslabení, v reakci na nárůst rizikové averze na finančních trzích. Polské dluhopisy krátkých i dlouhých splatností, které jejich zahraniční držitelé částečně redukovali, se zájmem absorbovaly lokální banky a fondy – dlouhodobé výnosy tak ve výsledku zůstaly kolem 3,2 %, krátké lehce nad 1,6 %. Slabá inflační data, odsouvající jakékoliv utažení měnové politiky daleko do budoucnosti, stabilitu obligačního trhu v červnu dále posílila.

Bloomberg Barclays Czech Index



Bloomberg Barclays Poland



Zdroj: Bloomberg

TURECKO

Sentiment v rámci tureckých aktiv zůstával s blížícími se prezidentskými a parlamentními volbami rozjitřený. Jako důsledek přehřívající se ekonomiky a slabého měnového kurzu akcelerovala inflační dynamika, centrální banka v reakci neváhala po razantním – krizovém – zvýšení úrokových sazeb v květnu (o 300 bps) dále utáhnout měnovou politiku zvednutím klíčových sazeb o dalších 125 bps na 17,75 %. To dodalo zejména měnovému kurzu oporu, nicméně s ohledem na nejistotu před zmíněnými volbami konanými na konci června pouze částečně. Vítězství Erdoğana i jeho strany AKP nakonec trh vzal neutrálně a soustředil se na povolební vývoj a formování vládního ekonomického programu. Dluhopisový trh naproti tomu zůstával celý měsíc pod prodejním tlakem – zčásti vlivem rostoucí inflace, zčásti pak v důsledku setrvalé zvýšené nabídky nových vládních dluhopisů ministerstvem financí na primárním trhu při nízké ochotě zahraničních investorů zvyšovat svoji expozici na turecký trh. Výnosová křivka ve výsledku dále stoupla o citelných 180–240 bps. Na konci června se turecká vládní výnosová křivka nacházela na úrovni 16,2–18,6 %. Měnový kurz TRY za červen ke koší měn (EUR, USD) ztratil 1,2 %.



DLUHOPISOVÉ TRHY

FIREMNÍ DLUHOPISY

Vývoj na kreditním trhu v červnu uzavřel neúspěšné pololetí pokračujícím rozšiřováním kreditních marží, byť již mírnějším proti květnovému výsledku. Obavy z prohloubení obchodních válek (zejména Spojené státy versus Čína) a kvůli tomu sílící negativní dopad na světový obchod a hospodářskou dynamiku ovlivňovaly jak firemní dluhopisy investičního, tak zejména spekulativního stupně. Průměrná kreditní marže indexu EUR iBoxx Corporate IG za červen vzrostla o 7 b. na 81 bodů, v případě indexu spekulativního stupně (EUR iBoxx HY) stoupla o 28 b. na 332 bodů. Kreditní marže dané CDS kontrakty rostly zhruba polovičním tempem proti korporátnímu obligačnímu trhu.

MĚNY

Dolar se proti euru během první poloviny června pohyboval lehce nad úrovní 1,18, nic na tom nezměnilo ani zasedání americké centrální banky, která zvedla sazby a vyslala trhům lehce jestřábí zprávu. Co ale s kurzem zamávalo jako nic od referenda o vystoupení Británie z EU, bylo překvapivě zasedání ECB. Ta ohlásila postupné ukončení programu odkupu aktiv a také řekla, že sazby zůstanou rok beze změny. Trh si tuto informaci vyložil jako holubičí překvapení – euro po zasedání ztratilo proti dolaru za pár hodin tři centy a ve druhé polovině měsíce se obchodovalo mezi 1,155 a 1,165.

Vlivem posilování dolaru pokračovala v červnu v oslabování započatém již v dubnu také česká koruna. Z hodnot kolem 25,60–25,70 počátkem června se setrvalým oslabováním dostala koncem měsíce až nad 26 korun za euro, což bylo poprvé od září minulého roku, kdy dosáhla této úrovně.

U **polského zlotého** byla situace stejná – v prvních několika dnech června se sice dostal až na dohled 4,25, poté však už jen oslaboval a koncem měsíce na chvíli dokonce atakoval 4,40. To byla jeho nejslabší hodnota od konce roku 2016 (za červen zlotý finálně vůči euru ztratil 1,4 %).

Ještě hůř se vedlo **maďarskému forintu**. Ten v červnu oslabil o 3,3 % a dostal se vůči euru až k úrovni 330, což byla jeho nejslabší hodnota vůbec. Společným jmenovatelem přitom byla rostoucí globální riziková averze v souvislosti se zesilující hrozbou obchodních válek.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Poté, co se uklidní situace na střeoevropských dluhopisech (tj. poté, co se stabilizuje euro proti dolaru), by mělo dojít k utažení rizikové prémie mezi německými a českými dluhopisy. Stane se tak zdola (tj. růstem německých výnosů) i seshora (mírným poklesem českých výnosů). Pokles dlouhých českých výnosů bude ve světle toho, že ČNB přistoupila k utažení měnové politiky dřív, než jí to diktovala poslední (květnová) prognóza, menší, než jsme původně očekávali. Vzhledem k tomu, že čekáme, že německá ekonomika už dále zpomalovat nebude a že ECB postupem času začne připravovat investory na to, že přece jen sazby zvedne, by mělo dojít k vzestupu německých výnosů někam k úrovni 0,8–1 % v nejbližším roce. Výhled na pokles českých výnosů však nadále komplikuje situace na devizovém trhu, konkrétně přetrvávající překoupenost české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž stále uložena právě v českých dluhopisech – v květnu nerezidenti drželi 35 % všech a 40 % korunových dluhopisů, a ačkoliv během června jistě došlo ke snížení těchto podílů, držba dluhopisů nerezidenty i po červnu zůstane signifikantní. Další stovky miliard korun z intervencí, které jsou v rukou zahraničních investorů, jsou pak v jiných instrumentech. Jinými slovy, dluhopisy, podobně jako koruna, zůstávají velmi náchylné na zhoršení sentimentu.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Poté, co desetileté polské dluhopisy dosáhly během dubna nejnižší úrovně (3 %) od listopadu 2016, se prosadila určitá růstová korekce. Polská jádrová inflace v prvních čtyřech měsících letošního roku klesala, což způsobilo, že pravděpodobnost růstu sazeb v nejbližších kvartálech je nyní velmi nízká. Naproti tomu silný ekonomický růst (být později tlačící inflaci na vyšší hodnoty) se bude dle našeho očekávání nadále promítat do příznivého fiskálního obrázku, konkrétně mj. do nižší emisní aktivity ministerstva financí, a tím do poklesu kreditní marže vůči bezrizikovým (německým) vládním dluhopisům EMU. Polské vládní dluhopisy by tedy měly v dalším období výkonnostně překonávat své německé protějšky.

**PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ****DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO**

Turecká centrální banka rozhodným způsobem reagovala na dramatický nárůst tržních obav z přehřívající se turecké ekonomiky doplněné zvýšenou politickou nejistotou, která volbami minimálně zčásti ustoupila. Aktuální nastavení měnové politiky (klíčová repo sazba na úrovni 17,75 %) by za současného opětovného zpřísnění fiskální politiky mělo být jednak dostatečně atraktivní, aby postupně přilákala zpět zahraniční investory (a vedlo to k postupné reálné apreciaci TRY), jednak dostatečně přísné na to, aby zchladilo přehřívající se tureckou ekonomiku, která v posledních kvartálech rostla tempem nad 7 % (7,4 % v roce 2017). Klíčové nicméně bude, jak se k hospodářské politice a nezávislosti centrální banky postaví vedoucí představitelé vlády, a zejména prezident Erdoğan. Před volbami investory ujišťovali, že zpřísní prováděnou fiskální politiku v souladu s měnověpolitickým utážením a střednědobým vládním ekonomickým plánem. Pokud těmto slibům dostojí, investoři se na výnosově extrémně atraktivní turecký trh začnou vracet, což povede k posílení měnového kurzu, ukotvení inflačních očekávání a rebalancování vnější nerovnováhy díky ochlazení ekonomického růstu. To by postupně umožnilo setrvalejší pokles požadovaných výnosů tureckých vládních dluhopisů (z extrémně vysokých úrovní až téměř 20 %) a růst jejich cen ze současných významně snížených úrovní.

MĚNY

Vzhledem k dosažení našeho letošního cíle a vzhledem k tomu, že nás nové informace k přehodnocení našeho názoru nevedou, očekáváme u kurzu **eura proti dolaru** po zbytek letošního roku setrvání kolem stávajících hodnot, tj. na úrovních mezi 1,15–1,20. Pro vyšší úrovně (= pro slabší dolar) nenacházíme v současných ani v očekávaných diferenciacích měnových politik na opačných stranách Atlantiku (což je primární faktor kurzu v posledním desetiletí) odůvodnění. Fed ve druhé polovině roku totiž přistoupí k dalším dvěma zvýšením sazeb, a to s tím, jak inflace postupně přesahuje cíl ve výši 2 %. Naopak, ECB se k žádnému utážení politiky nechystá a nedojde k němu nejspíš ani v roce 2019. Ztráta dynamiky růstu, kterou během prvního pololetí ukázaly předstihové indikátory a kterou potvrdila i růstová data, a nižší než očekávaná inflace naopak zvyšují pravděpodobnost, že sazby ECB zůstanou na nízkých úrovních delší dobu. Střednědobé faktory však již pro kurz dolaru příznivé nejsou – jedná se zejména o negativní fiskální vývoj, podtržený schválenou daňovou reformou Trumpovy administrativy, jež pravděpodobně významně prohloubí deficitní hospodaření americké ekonomiky, navíc ve spojení s deficitem obchodní bilance.

Koruna po dlouhé době konečně oslabila, zatím „jen“ k úrovni 26 korun za euro. Vzhledem k tomu, že se v ní stále nachází velké množství intervenčních spekulantů, je nadále velmi zranitelná. Otázkou tak zůstává, zda se může spustit nekontrolovatelná lavina prodejů korun. Dle nás nemusí být koruna od takového bodu zlomu zas tak vzdálená – na hodnotách nad 26 korun, na kterých už skoro je, by u zahraničních investorů mohlo dojít k přehodnocení pozice a jejich názoru na dlouhodobé nepřerušované posilování koruny. V dalších měsících tak nečekáme posílení koruny, nýbrž stagnaci na stávajících úrovních, respektive její možné další oslabení. Tomu nahrává i skutečnost, že exportéři jsou nyní měnově zajištěni nad dlouhodobými průměry, tj. žádnou další výraznější poptávku po koruně už jen tak nevygenerují. Jediným faktorem, který by v nejbližších měsících mohl způsobit posílení koruny, by byla agresivnější reakce ČNB. Ta by mohla pohrozit, že pokud koruna neposílí, zvýší sazby opět a více, než plánuje její poslední prognóza. Dlouhodobým trendem kvůli vyššímu růstu produktivity v ČR ve srovnání s EMU nadále zůstává posilování koruny, a to tempem zhruba 1,5–2 % ročně.

U polského zlatého očekáváme posílení. Slabá inflace sice nedovolí centrální bance zvyšovat sazby, což limituje prostor pro výraznější posílení zlatého, ale nedávné oslabení až ke 4,40 neodpovídá silnému růstu ekonomiky ani celkovému stavu polské ekonomiky. Letos tak očekáváme návrat k úrovni 4,20.

Maďarský forint má dle nás fundamentální potenciál posílit k hranici 300 HUF/EUR či pod ni. Stávající hodnoty kolem úrovně 325 HUF/EUR jsou, podobně jako u polského zlatého, neodůvodnitelně slabé a korekci těchto hodnot směrem k hranici 310 očekáváme v druhém pololetí. Dopomocť by tomu mělo i to, že se konečně ze svého holubičího spánku probudila maďarská centrální banka. Ke zvýšení sazeb má sice stále daleko, ale aspoň už neříká, že je spíše nakloněna měnovou politikou dále uvolnit, jak tomu bylo až do června.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

AKCIOVÝ TRH

Na akcie amerických společností máme neutrální názor. V jejich prospěch hovoří dobrá kondice americké ekonomiky, růst korporátních zisků a daňová reforma Donalda Trumpa. Hodnotové ukazatele se však pohybují nad dlouhodobými historickými průměry, dochází k pozvolnému růstu úrokových sazeb a nejistota také přichází s hrozbou obchodních válek. Hodnotové ukazatele akcií evropských společností se obchodují blízko svých dlouhodobých průměrů. Akcie by měly reflektovat dobrý hospodářský vývoj a nadále uvolněnou měnovou politiku ECB. Je však zřejmá určitá opatrnost evropských společností v plánování investičních výdajů, která souvisí s hrozbou obchodních válek. Pozitivní jsme ohledně hospodaření společností z rozvíjejících se trhů, které budou těžit ze sílícího spotřebitele a konvergence k vyspělým ekonomikám. Mezi klíčová rizika našeho základního scénáře patří: neočekávané a výrazné zvýšení inflace a inflačních očekávání, rychlejší než očekávané postupné zpomalování globální ekonomiky, obchodní války, oproti aktuálnímu očekávání výrazně rychlejší normalizace monetárních politik klíčových centrálních bank (Fed, ECB, BOJ, PBoC), vysoké zadlužení periferních států eurozóny, hlavní geopolitická rizika v čele s Blízkým východem, Argentinou a Venezuelou a pro rozvíjející se trhy silný americký dolar ve spojení s rostoucími úrokovými sazbami.

Z akcií na českém trhu se nám líbí akcie většiny finančních institucí. Dobré makroprostředí s rostoucími požadovanými výnosy by mělo být pozitivním stimulem pro provozní zisky většiny bank a pojišťoven. Největší potenciál vidíme u akcií Moneta, jejímž cílem je stát se digitálním lídrem na českém trhu. V letošním roce by se Moneta měly stabilizovat výnosy z úroků, přičemž silný kapitálový polštář umožní výplatu štědré dividendy přinejmenším v letošním a příštím roce. Akcie Erste Bank a Vienna Insurance Group by také měly těžit z atraktivních hodnotových ukazatelů a z růstu úrokových sazeb. Na českém trhu momentálně neočekáváme výrazný propad u žádné z obchodovaných akcií, i když například u akcií ČEZ nevidíme výrazný stimul pro další růst cen akcií. Z polských titulů se nám líbí mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, zpracovatel masa Tarczynski, banky Pekao a Alior nebo leasingová společnost Prime Car Management. V Rumunsku jsme pozitivní ohledně akcií rumunského restitučního fondu Fondul Proprietatea, zdravotnického konglomerátu MedLife, plynárenské společnosti Romgaz a Petrom, ve Slovinsku jsou to akcie farmaceutické společnosti Krka a přístavu Luka Koper.

Důležitá upozornění:

Před rozhodnutím investovat do podílového fondu by měl potenciální investor věnovat pozornost sdělení klíčových informací a statutu (prospektu) fondu. Informace uvedené v této zprávě mají pouze informační charakter a jejich účelem není nahradit sdělení klíčových informací nebo statut (prospekt) nebo poskytnout jeho kompletní shrnutí. Údaje o minulých kurzech a výnosech uvedené v tomto dokumentu nelze považovat za indikátor budoucího vývoje. Hodnota investice do podílových fondů může s časem jak stoupat, tak i klesat a Conseq Investment Management, a. s., ani jiná osoba nezaručuje návratnost původně investované částky, nepřebírá odpovědnost za jednání učiněná na podkladě údajů v tomto dokumentu uvedených 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