



Akciové indexy		Dluhopisové indexy Bloomberg Effas		Měny (pokles = oslabení)		Komodity	
USA – S&P 500	0,05 %	USA	1,08 %	EUR/USD	0,57 %	Ropa Brent	-0,51 %
Evropa – DJ Stoxx 600	-1,05 %	Evropa	0,84 %	CZK/USD	-0,48 %	Zemní plyn	8,80 %
Japonsko – Nikkei 225	-1,40 %	ČR	0,05 %	CZK/EUR	0,12 %	Sil. elektřina	5,91 %
MSCI Emer. Markets	2,01 %	Polsko	0,59 %	PLN/EUR	-0,18 %	Zlato	4,10 %
ČR – PX	1,31 %	Maďarsko	1,13 %	HUF/EUR	0,52 %	Stříbro	4,13 %
Polsko – WIG30	3,80 %	Turecko*	0,69 %	TRY/EUR	-1,35 %	Měď	6,63 %
Maďarsko – BUX	6,49 %	* BofA Merrill Lynch index					

HLAVNÍ UDÁLOSTI

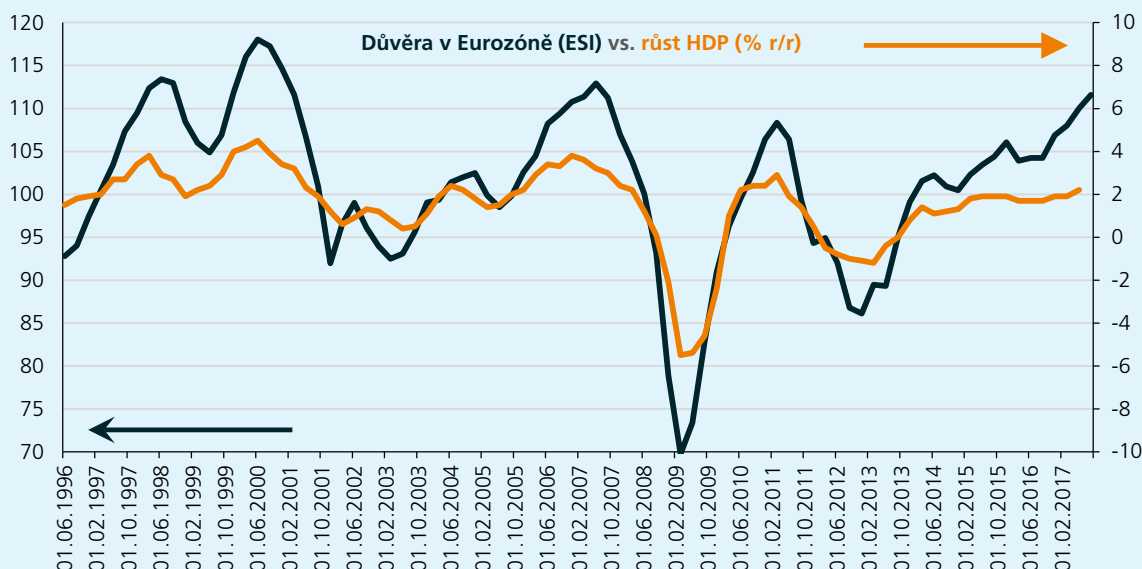
EMU

Ekonomika i začátkem třetího čtvrtletí roste zhruba jako ve čtvrtletí druhém a některé předstihové indikátory dokonce naznačují, že by tempo jejího růstu mělo ještě urychlit. Na inflačním obrázku se moc nemění, byť je přece jenom o něco lepší než v letech 2014–2016.

Druhý odhad růstu ekonomiky eurozóny ve druhém čtvrtletí potvrdil odhad první – ekonomika sice rostla solidně, ale tempo 0,6 % q/q bylo vzhledem k výši předstihových indikátorů přece jenom zklamáním.

A zklamání má na svědomí hlavně německá ekonomika. Ta totiž rostla „jen“ o 0,6 % q/q, což bylo vzhledem k tomu, že se IFO index nachází poblíž historických maxim a že na několikaročním maximu je i index PMI, celkem překvapivé. Francouzský růst dosáhl 0,5 % q/q, španělský 0,9 % a nejslabší velkou ekonomikou (být pomalu se zlepšující) zůstala Itálie s růstem 0,4 % q/q. Společným znakem růstu ve druhém čtvrtletí bylo ve všech těchto ekonomikách to, že byl hnán domácí poptávkou – v Německu, Španělsku i Itálii rostla jak poptávka domácností, tak firem; ve Francii pouze poptávka domácností, nicméně výrazně rychleji než v předcházejících čtvrtletích. V příštích čtvrtletích však dle nás nelze očekávat další urychlení poptávky domácností – německá nezaměstnanost už níže klesnout nemůže, růst mezd je nadále velmi mdlý, italská spotřebitelská důvěra klesá, evropská nezaměstnanost se zlepšuje hlemýždím tempem (o méně než 1 p. b. za rok, v srpnu tak dosáhla 9,1 %).

Některé předstihové indikátory ukazují na urychlení růstu ve 2. polovině roku





HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Měkké indikátory však ukazují, že růst by měl pokračovat solidním tempem – a také ukazují na již několik čtvrtletí trvající divergenci mezi ekonomickou realitou a tím, co naznačují, že by ekonomická realita být měla. Důvěra v eurozóně (měřena indikátorem ESI) byla v srpnu díky spotřebitelské důvěře nejvyšší za 10 let, a tedy na úrovni historicky konzistentní s růstem ekonomiky o 3 % r/r. Podobně se s realitou již několik čtvrtletí nepotkává německý index IFO, který se (i) v červenci nacházel poblíž historických maxim (115,9). Tyto úrovně indexu IFO totiž historicky předznamenávaly/doprovázely růst německé ekonomiky o 4 % r/r. V posledních kvartálech však mnohem blíže realitě byly indexy PMI, které i po srpnu naznačují, že ekonomika bude růst tempem zhruba 0,5–0,6 % q/q (tj. zhruba 2,2 % r/r). V srpnu se celkový index PMI zlepšil jenom marginálně, když výrazný nárůst ve zpracovatelském sektoru (z 56,5 v červenci na 57,4 v srpnu) více než kompenzoval pokles v sektoru služeb.

Inflace zůstává nadále nízká, byť v případě jádrové inflace jsme přece jenom o něco výše než v letech 2014–2016. Jak už naznačila španělská (2 % vs. červenec 1,7 %) i německá (1,8 % vs. 1,5 %) inflace zveřejněná před čísly za celou EMU, inflace se sice v srpnu zvedla, ale jenom díky tomu, že vzrostly ceny energií. Za celou eurozónu tak celková inflace vzrostla na 1,5 %, když ceny energií urychlily ze 2,2 % r/r v červenci na 4 % r/r v srpnu. Jádrová inflace se oproti červenci nezměnila (= zůstala na 1,2 %), definitivně se však zdá se usadila nad 1 % – v letech 2014–2016 byla téměř permanentně pod touto hranicí.

ECB v srpnu nezasedala. V zápisu z červencového zasedání se mísily dvě věci. Na jedné straně ECB připomněla, že ekonomika je dobrá a dále se zlepšuje, dokonce natolik, aby se moc netrápila (alespoň tedy dle zápisu) nedávným výprodejem na dluhopisových tržích (odstartovaným projevem Maria Draghiho v Portugalsku v červnu) či posilováním eura. Na druhé straně však ECB – na rozdíl od ČNB a Fedu (a možná reflektujíc právě zkušenost druhé ze zmiňovaných centrálních bank) – přiznala, že neví, zda se pozorované oživení přetaví v inflaci a kdy (řekla totiž, že důvody, proč inflace nenásleduje ekonomický vývoj, můžou být strukturální). K případnému ukončení odkupu aktiv neřekla nic nového kromě toho, že o něm bude diskutovat „na podzim“.

USA

Americká ekonomika stále roste solidně, inflace se však vyvíjí přesně opačně, než centrální banka očekávala.

Druhý odhad tempa růstu ekonomiky ve druhém čtvrtletí přinesl oproti prvnímu odhadu zlepšení o 0,4 p. b. – anualizované tempo tak ve druhém čtvrtletí dosáhlo 3 %, tj. o něco málo rychlejšího tempa než na opačné straně Atlantiku, v eurozóně. Oproti prvnímu odhadu (2,6 %) doznala zlepšení spotřeba domácností a fixní investice. Příspěvek poptávky domácností tak dosáhl nejvyšší hodnoty od druhého čtvrtletí minulého roku, příspěvek fixních investic byl s výjimkou prvního čtvrtletí tohoto roku nejlepší za poslední dva roky. Růst americké ekonomiky tedy neurychluje, ale zůstává stále solidní.

Ani začátkem třetího čtvrtletí se na tomto obrázku mnoho nezměnilo, alespoň tedy dle dat za červenec, zveřejněných během srpna. **Maloobchodní tržby** se v červenci 2017 po předchozích dvou slabých měsících vrátily k růstu, když (bez aut) přidaly zhruba 0,5 % m/m; jejich dynamika je však ve srovnání s počátkem letošního roku o poznání slabší. Jak však ukázala data o HDP, skutečná poptávka se od maloobchodních tržeb celkem liší, takže z pohledu Fedu není důvod k obavám. V srpnu se na maloobchodních tržbách nejspíš podepíše hurikán Harvey, který koncem měsíce pustošil Texas. Na druhé straně domácí poptávky – u firem – také nepozorujeme žádné další zlepšování: dynamika objednávek zboží dlouhodobé spotřeby (bez letadel a zbraní) je v podstatě celý letošní rok stejná, jejich růst v červenci dosáhl 0,4 % m/m. **Zpracovatelský průmysl** v červenci velice mírně poklesl (–0,1 % m/m), zatím se na něm nijak neprojevují sliby amerického prezidenta z předvolební kampaně: oproti říjnu 2016 je produkce v tomto sektoru vyšší pouze o 1,1 %. V příštích měsících by se na něm mohl marginálně projevit slabší dolar.



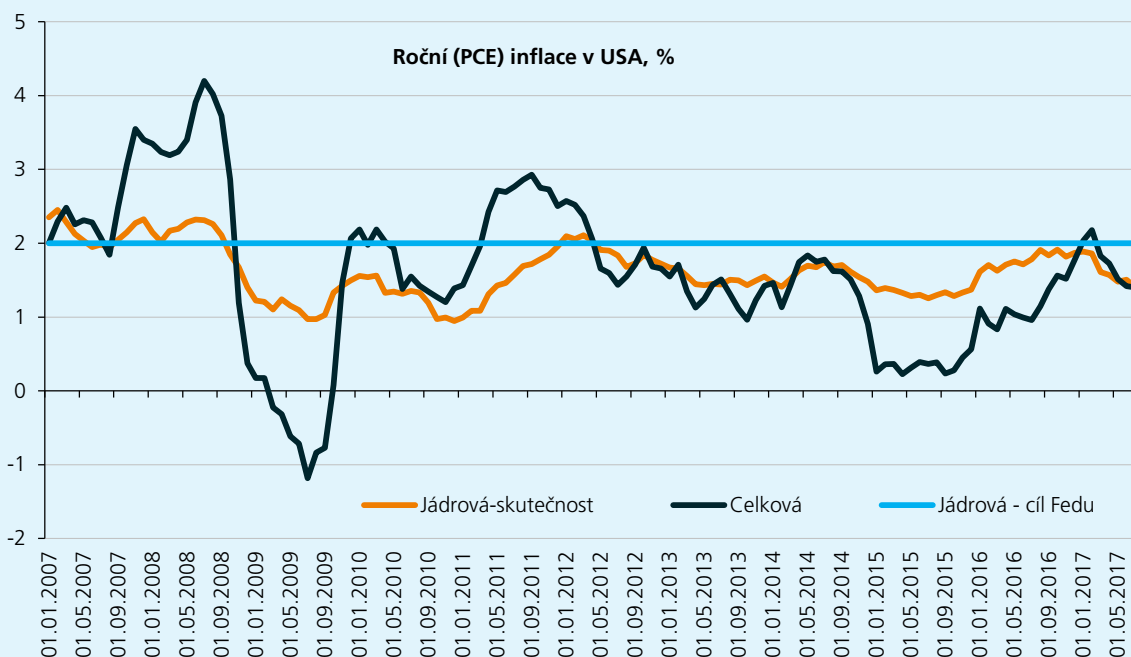
HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Trh práce je nadále ve velmi dobrém stavu – v dubnu až srpnu vytvořila americká ekonomika v soukromém sektoru v průměru 184 tis. pracovních míst (v srpnu samotném pak 165 tis.). Míra nezaměstnanosti se už nezlepšuje, a to jak oficiální (4,4 %), tak ta nejširší (tzv. U6, která se nachází na 8,6 %). Vzhledem k tomu, že je tak nízká, je to ale celkem pochopitelné. Méně pochopitelné však je to, že inflace nejenže neroste tak, jak Fed prognózoval, ale klesá. **Jádrová PCE inflace**, tj. ta, ve které je stanovený cíl Fedu, se v červenci dostala pod hranici 1,4 %, což je nejnižší hodnota od prosince 2015, tj. od měsíce, ve kterém Fed poprvé zvýšil sazby. Od letošního února tak jenom klesá, přičemž však Fed za tu dobu stihl sazby zvýšit dvakrát (16. března a 15. června) s odůvodněním, že inflace bez takového zásahu bude růst nad 2 %.

Fed během srpna nezasedal (nejbližší zasedání je 19. – 20. září), byly pouze zveřejněny zápisy ze zasedání v červenci. Ty byly zajímavé hlavně proto, že odhalily rozkol v jeho vedení. Na jedné straně je skupina těch, kdo poukazují na trh práce jako na jasný zdroj příštích a blízkých inflačních rizik. Na druhé straně stojí ti, kteří poukazují na neduživý růst mezd, nízkou inflaci a na fakt, že Fed v posledních téměř 10 letech s výjimkou několika měsíců inflační cíl podstřelil. Shoda panovala jen v nazírání na plán zmenšení rozvahy Fedu zastavením reinvestic maturujících dluhopisů. Tento by dle členů měnového výboru měl začít již brzy, tj. dle nás v září.

Americká jádrová PCE inflace je nejnižší od doby, co Fed začal s utahováním politiky



CEE 3

ČR

Růst ekonomiky byl ve druhém čtvrtletí nejrychlejší v historii. Centrální banka zvedla jako první v regionu v srpnu sazby a vzhledem k důvodům a k politickému vývoji to nemusí být letos poslední růst.

Růst ekonomiky ve druhém čtvrtletí potvrdil, že skutečně jede na plný plyn. Kvartální tempo růstu dosáhlo historicky nejvyšší hodnoty v moderní historii ČR (2,5 % q/q) a urychlilo tak i oproti již beztak velmi rychlému čtvrtletí prvnímu (1,5 % q/q). Meziroční tempo dosáhlo ve druhém čtvrtletí 4,7 %. Primárním důvodem bezprecedentního čtvrtletního růstu byly investice, které vzrostly historicky nejvyšším tempem (6,3 % q/q), výrazně však oproti prvnímu čtvrtletí urychlila také poptávka domácností (1,8 % q/q). Další komponenty agregátní poptávky tak byly bezvýznamné – poptávka vlády přidala 0,4 % q/q, čistý export byl primárně kvůli růstu dovozu negativním přispěvatelem k růstu.



HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

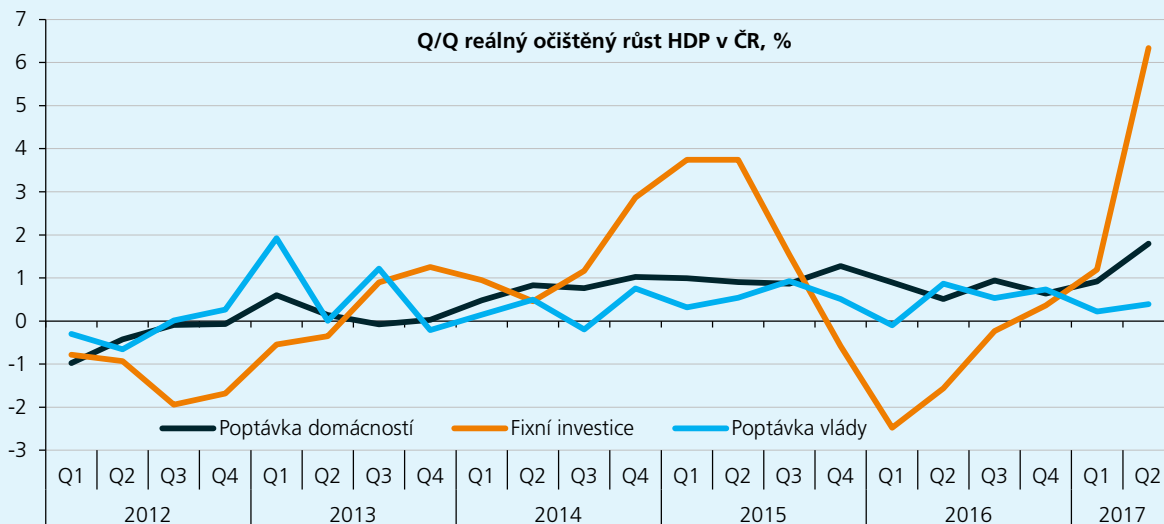
Průmyslová produkce po výrazném květnovém růstu (o 3,3 % m/m) v červnu klesla, a to – podobně jako v Německu – výrazněji, než se čekalo (-3,8 % m/m). Kvartální růst tak zpomalil z 3,5 % q/q v 1Q17 na 1,3 % ve 2Q17. To však moc neznamenalo, protože investice a domácí poptávka tento efekt ve druhém čtvrtletí přehlušily. Sílu domácí poptávky evidentní v datech za HDP potvrdily i jádrové **maloobchodní tržby** (bez aut, paliv a potravin) za **červen**, které **vzrostly o 8 % r/r.** Jako u produkce v průmyslu se však z dnešního pohledu už nejedná o podstatnou informaci, protože obě informace jsou zahrnuty v datech o růstu HDP ve druhém čtvrtletí.

Z dat zveřejněných během srpna tak měly největší novou informační hodnotu do budoucna předstihové indikátory. A jak PMI, tak důvěra naznačily, že růst ekonomiky ve druhém pololetí výsledek prvního pololetí nezopakuje. **Výrobní index PMI** zpomalil v srpnu na letošní minimum (54,9), důvěra sice zůstává vysoko, nicméně u spotřebitelů se dále nezlepšuje (je koneckonců poblíž historických maxim).

(Měnověpolitická) inflace (inflace bez nepřímých daní, cen potravin a paliv) **v červenci vzrostla oproti červnu o 0,2 p. b. a dosáhla tak 2,6 %.** Nebylo to však v důsledku posilujících poptávkových tlaků. Meziměsíční růst o 0,5 % m/m byl dán jenom růstem cen potravin a dovolených, přičemž to druhé je klasický efekt opakující se každoročně. Sezonně očištěná jádrová inflace (tj. celková inflace bez nepřímých daní) byla v letošním červenci jenom o 0,05 p. b. rychlejší než v červenci 2016 (0,28 % m/m vs. 0,25 %), což na akceleraci poptávkových tlaků neukazuje. Navíc v červnu dále klesly dovozní ceny spotřebitelského zboží – klesly tak každý měsíc prvního pololetí. Kumulativní pokles těchto cen dosáhl v tomto období 8 %, což ukazuje to, že ze zahraničí si žádnou inflaci nedovážíme. Historicky je to však právě zahraniční inflace, a nikoliv stav domácí poptávky, co determinuje českou inflaci.

ČNB v srpnu jako první banka regionu zahájila cyklus utahování politiky, když o 0,2 p. b. (na 0,25 %) zvýšila svou základní dvoutýdenní repo sazbu. A nejenom to, mezi světovými centrálními bankami, které v reakci na krizi uvolňovaly politiku nestandardním způsobem, se patrně jednalo o nejrychlejší přechod od ukončení takové politiky k růstu sazeb: to, co Fedu trvalo přes rok, zvládla ČNB za 4 měsíce. Primárním důvodem, alespoň dle zápisu ze zasedání, byl trh nemovitostí (ČNB zmínila, že se přehřívá a že makrobezpečnostní důvody hrály podstatnou roli v rozhodnutí). ČNB totiž sama přiznala, že inflace je poměrně odpojená od reálné ekonomiky, že dovozní ceny klesají a že česká inflace je nyní na vrcholu. Co se týče dalšího zasedání v září, může tak kromě silného růstu HDP hrát roli také skutečnost, že poslanci odmítli novelu zákona o ČNB, která měla dát centrální bance do rukou další a přesnější nástroje na tlumení hypoteční horečky. Protože se tak nestalo, může ČNB k růstu sazeb navzdory příznivému inflačnímu výhledu v září znovu přistoupit. Ostatně, Mojmír Hampl, který ještě v lednu tvrdil, že intervence možná centrální banka ukončí až ve druhé polovině roku, se nechal koncem srpna slyšet, že by nebyl proti.

Růst českého HDP byl ve druhém čtvrtletí nejrychlejší v moderní historii, a to díky domácí poptávce





HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

Růst polské ekonomiky ve druhém čtvrtletí byl stejně silný jako v tom prvním, zejména díky poptávce domácností. Inflace je stabilizovaná a pod cílem centrální banky, žádná měnověpolitická akce se tak nechystá.

Navzdory tomu, že měsíční data ve druhém čtvrtletí tak dobře nevypadala, růst ekonomiky byl stejně impozantní jako ve čtvrtletí prvním – mezikvartálně dosáhl 1,1 %, což znamenalo, že v meziročním srovnání byl druhý kvartál jenom o 0,1 p. b. slabší (3,9 %) než ten první. Struktura růstu zveřejněná koncem měsíce byla podobná jako jinde – hlavním důvodem růstu byla silná domácí poptávka. Na rozdíl od ČR však její síla spočívala primárně v domácnostech, jejichž poptávka vzrostla meziročně o skoro 5 %. K růstu se po dlouhé době vrátily investice, na rozdíl od ČR však jejich růst stále zůstával slabý (0,8 % r/r). Jako jinde v regionu (ale i v eurozóně) byl čistý export negativním přispěvatelem, což reflektovalo silnou domácí poptávku (a tedy na ni navázaný růst dovozu). V dalších kvartálech by se role investic a poptávky domácností měly vyměnit – poptávka domácností už nebude tolik meziročně podporována ze strany vlády (příspěvek 500 zlotých na dítě zavedený v minulém roce sice zůstává v platnosti, ale jeho efekt na růst bude samozřejmě již slabý), naopak, doposud slabá dynamika investic by se vlivem pokračujícího oživení měla zlepšit.

Produkce v **průmyslu** v souladu s tím, co naznačoval vývoj indexu PMI, dále zpomalila, když v červenci poklesla oproti červnu o 1,4 % m/m (a dosáhla tak meziročního tempa růstu o 6,7 %). Tempo růstu v posledních třech měsících tak dále zvolnilo, nyní se nachází na úrovni pouze 0,1 % m/m, což je nejslabší za skoro rok. Vzhledem k tomu, že index PMI v srpnu zůstal beze změny (52,5), nedá se čekat výraznější urychlení růstové dynamiky. Tempo růstu o 5,7 % r/r, které jsme viděli v prvním pololetí, tak ve druhé polovině roku překonáno nebude. **Maloobchodní tržby zůstaly v červenci silné**, jejich růst o 7,1 % r/r byl jenom lehce pod očekáváním trhu. I zde jsme však nejspíš už za cyklickým vrcholem – trh práce se příliš nezlepšuje (sezonně očištěná míra nezaměstnanosti byla i v červenci 7,5 %), z meziročních čísel za chvíli vypadne efekt příspěvku na děti popsany výše. Ani mzdy dále neurychlují – jejich nominální růst byl v červenci zhruba 5 % r/r.

Inflační obrázek se už dále nezlepšuje, tedy pokud jde o jádrovou inflaci. Od dosažení svého vrcholu v dubnu je jádrová inflace stabilizovaná na úrovni 0,8–0,9 % (v samotném červenci pak 0,8 %), celková inflace byla dle finálních dat v červenci na úrovni kolem 1,7 % (a oproti vrcholu z února je o 0,5 p. b. níže). V srpnu dle předběžných dat celková inflace o 0,1 p. b. přidala, stále však zůstává pod cílem centrální banky.

Měnový výbor centrální banky (MPC) ponechal v červenci dle očekávání sazby beze změny na 1,5 %, v srpnu pak nezasedal. Nadále se tak MPC nachází ve stejné situaci jako americký Fed. Na jedné straně se totiž polská centrální banka potýká se silným ekonomickým růstem, který v 1. pololetí 2017 dosáhl cca 4 % a jehož tahounem je poptávka domácností (4,9 % r/r ve 2Q17, 4,7 % v 1Q17), na straně druhé se však inflace stabilizovala pod cílem 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.

MAĎARSKO

Maďarský růst ve druhém čtvrtletí překvapil negativně, slabý však určitě není. Centrální banka zůstává nejméně holubičí v rámci regionu.

Maďarský růst byl v rámci regionu jediný, který překvapil směrem dolů, slabý však určitě není. Oproti prvnímu čtvrtletí (4,2 % r/r) sice na meziroční bázi výrazně zvolnil (dosáhl 3,2 % r/r), kvartální tempo 0,9 % q/q však lze těžko označit za pomalé. Struktura dat prozatím zveřejněna nebyla, z měsíčních dat se však zdá, že za zpomalením oproti růstu v 1. čtvrtletí (1,3 % q/q) budou nejspíš investice a možná zásoby.



HLAVNÍ UDÁLOSTI

MAĎARSKO

Maloobchodní tržby byly nadále dobré, byť slabší, než by se vzhledem ke stavu trhu práce, tempu růstu mezd a inflaci dalo čekat. Dle finálních dat vzrostly maloobchodní tržby v červnu podobným tempem (4,9 % r/r) jako v květnu (4,8 %), nezaměstnanost však dosáhla v období května až července nového historického minima (4,2 %) a růst mezd je nadále výrazně dvouciferný, když se zde dále zrcadlí lednový růst minimální/zaručené mzdy (o 15 %, resp. 25 %). Nepřekvapí tak, že v červnu vzrostla průměrná hrubá nominální mzda o 14,4 % (!) meziročně, a překvapí, že poptávka domácností neroste českým tempem.

Průmyslová produkce zopakovala i v červnu dobrý výsledek z května, když meziročně přidala 6,5 %. 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 v prvním pololetí dosáhlo skoro 6 % r a věříme, že takový bude i průměr za celý letošní rok.

Celková inflace v červenci oproti červnu 2017 mírně urychlila (2,1 %), oproti únorovému maximu 2,9 % (což bylo čtyřleté maximum) **je ale stále podstatně nižší.** Většinu této dezinflace má na svědomí meziroční snížení tempa růstu cen paliv. Jádrová inflace (tj. celková inflace bez nepřímých daní) se dostala v červenci na 2,3 %, je tak o 1,1 p. b. vyšší než v červenci 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 zůstala v červenci na úrovni 1,7 %, což je stále jenom o 0,2 p. b. vyšší tempo než před rokem.

Maďarská centrální banka (MNB) tak ponechala i v srpnu sazby beze změny, a to jak O/N zápůjční a depozitní sazbu (-0,05 %), tak i tříměsíční repo sazbu (na 0,9 %). Ani v nestandardních nástrojích měnové politiky neudělala MNB žádné změny, trh se tak nadále topí ve forintové likviditě (navíc, v září se možná objem akceptovaný na depozitní facilitě dále sníží a v prosinci tato možnost asi zcela zanikne). Tisková konference po jejím 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. V narážce na ČNB dokonce maďarská centrální banka řekla, že časování utážení politiky se bude v regionu lišit, a naznačila, že pokud bude v klidu ECB, bude v klidu i ona.

Ropa

Ropa po většinu srpna klesala, dostala se v jeden moment až ke hranici 46 dolarů za barel. Negativní roli hrála nadále rostoucí produkce břidlicových těžařů v USA. Vedle toho negativně zapůsobil hurikán Harvey, který způsobil rozsáhlé záplavy v jižním Texasu. Několik rafinérií muselo být kvůli záplavám odstaveno z provozu, což přechodně omezilo poptávku po ropě. Tento efekt však nebude trvat déle než několik týdnů.



AKCIOVÉ TRHY

MSCI World Index



MSCI Emerging Markets



Na hlavních akciových trzích panovala prázdninová nálada. Americký index S&P 500 skončil meziměsíčně na nule, evropský index DJ STOXX 600 mírně ztrácel (-1 %). Mimo zveřejněné hospodářské výsledky společností za druhé čtvrtletí, které i tentokrát ve většině případů překonaly odhady analytiků, a dobré hospodářské ukazatele se mnoho neudálo. Pozornost investorů tak byla upřena na Severní Koreu, její testování raket a jadernou zkoušku. Jejich četnost však nakonec akciové trhy vedla k tomu, že je relativně ignorovaly.

CECE Composite



Středoevropské trhy si v srpnu připsaly velice slušné zisky. Nejvyšší zhodnocení předvedly maďarské (index BUX 6,5%) a polské akcie (index WIG30 4,9 %). Důvodem byla hlavně dobrá makroekonomická data z těchto zemí, jež přilákala převážně zahraniční investory k nákupu akcií. Téměř 10 % si tak připsaly akcie maďarské banky OTP. Kvůli hurikánům na jihovýchodě USA a s nimi spojeným omezením těžby ropy a jejího zpracování se velice dobře dařilo ropným společnostem, ať již maďarské MOL (7 %) nebo polské Lotos (21 %) a PKN Orlen (11 %). Silná data ohledně maloobchodních tržeb zase stála za pozitivní reakcí akcií LPP (25 %), CCC (8 %) a Eurocash (10 %). Hůře se vedlo akciím bank, které se z valuačního pohledu jeví jako dražší. Pražská burza si připsala přes 1 % (index PX). S růstem cen silové elektřiny se dařilo akciím ČEZ (4 %) a po oznámení přesunu části výroby do ČR také akciím Philip Morris.

Akcie na rozvíjejících se trzích pokračovaly v růstu i v srpnu, v souhrnu připsaly 2,01 % (index MSCI Emerging Markets). Na ceny akcií tlačí stále silná globální poptávka a optimistická očekávání investorů ohledně růstu rozvíjejících se ekonomik. Nejvíce důvěry vkládali investoři do brazilské ekonomiky, která se zotavuje z vleklé recese. Tamní akcie připsaly v srpnu úctyhodných 8,2 %, a to navzdory ne zcela stabilní politické situaci a nejistotám ohledně budoucích reforem. V Asii nesledovaly akcie jednoznačný trend – zatímco indické akcie reagovaly na nižší růst ekonomiky (oproti očekávání) a odepsaly 2,6 %, čínské akcie zhodnotily o 2,3 %. K rozkolísání trhů přispělo značnou měrou napětí vyvolané jadernými testy Severní Koreje.



DLUHOPISOVÉ TRHY

Dluhopisy USA a EMU

Během srpna německé výnosy v podstatě jen klesaly (ceny dluhopisů rostly) – z úrovní kolem 55 b. b. na desetileté splatnosti koncem července až ke 35 b. b. koncem srpna. Důvodem byla zejména nízká inflace, která tlumila tržní očekávání brzkého/rychlého ukončení kvantitativního uvolnění, jež vyvolal ještě v červnu Draghi. Podobný vývoj byl i na dvouleté splatnosti, kde výnosy klesly ze zhruba –60 b. b. na –70 b. b.

U amerických desetiletých dluhopisů byl vlivem nízké inflace vývoj obdobný, když oblihační trh s tím, jak přestal věřit Trumpovi, přestal věřit i Fedu, že letos ještě sazby zvýší. Ovlivněny mj. jádrovou PCE inflací na nejnižší úrovni od prosince 2015 desetileté výnosy klesly z 2,25 % koncem června pod 2,15 % koncem srpna. Zájem o americké Treasuries přitom v poslední době rostl zejména ze strany zahraničních investorů (investiční fondy – soukromé i národní, centrální banky) ve snaze alokovat vysoké objemy hotovosti při stále omezenější nabídce více úročených vládních dluhopisů.

Firemní dluhopisy

Trh korporátních dluhopisů zůstával v centru zájmu investorů. Kreditní marže nicméně po červencovém utužení během druhého prázdninového měsíce mírně vzrostly – firemní obligace tak výkonností tentokrát v souhrnu mírně zaostaly za svými vládními protějšky. Na vině bylo i přes nízkou prázdninovou emisní aktivitu na trhu určité zvýšení rizikové averze v souvislosti s eskalací napětí okolo Severní Koreje a případné rebalancování portfolií před očekávaným zvýšením objemem nově vydávaných emisí ve zbylých měsících roku. Kreditní marže firemních dluhopisů investičního stupně vzrostly v kontextu jednotek bazických bodů, mírně více pak ve spekulativním ratingovém segmentu.

Kreditní marže na trhu CDS v srpnu také mírně stouply, lehce méně než marže v segmentu firemních dluhopisů. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) stoupl o 2 body na 55 bodů. Index iTraxx Xover, obsahující emitenty ze spekulativního ratingového pásma, ubral shodně 2 body na hodnotu 236 bodů.

Dluhopisový trh ČR

Během srpna pomalu klesaly i výnosy českých dlouhých výnosů, byť tento pokles byl velmi pozvolný – za měsíc jenom zhruba o 10 b. b. k hranici 1 %. Zajímavější byl vývoj na krátkém konci křivky. Dvouleté výnosy patně s tím, jak v srpnu maturovaly desítky miliard státních pokladničních poukázek emitovaných v prvním čtvrtletí, které do svých portfolií nakoupili zahraniční investoři spekulující na posílení koruny, klesly až na poexitové minimum – 50 b. b. Trh tak v důsledku aktuálního nedostatku dluhopisů a přetrvávajícího zájmu zahraničních hráčů vůbec nereflektoval zvýšení měnověpolitických úrokových sazeb ČNB.

Bloomberg Barclays Czech Index



Bloomberg Barclays Poland





DLUHOPISOVÉ TRHY

Dluhopisový trh Polsko

Ceny polských dluhopisů v srpnu mírně vzrostly a výnosová křivka poklesla do 10 b. b. po celé délce. Desetiletý výnos nicméně i tak dosahoval stále atraktivních 3,25 %. Silný růst ekonomiky ve druhém čtvrtletí evidentně nevedl k přehodnocení očekávání finančního trhu, kdy dojde k růstu sazeb. Naopak krátký konec výnosové křivky dokonce poklesl o 10 b. b. k hranici 1,7 %. Příznivým faktorem pro ceny dluhopisů byl obdobný vývoj na trzích eurozóny a opětovně silící zájem zahraničních investorů o polský obligační trh.

Dluhopisový trh Turecko

Na trhu tureckých dluhopisů se během srpna odehrály jen menší pohyby. Celková červencová inflace sice dle dat zveřejněných v první dekádě srpna klesla, ale ta samá data ukázala překvapivý růst jádrové inflace na 9,6 %. To společně s očekáváním, že bazický efekt cen potravin vytlačí na podzim celkovou inflaci opět nad 10 %, pravděpodobně odstartovalo růst desetiletých výnosů z úrovně kolem 10,2 % až ke 10,6 %. Trvalo to první polovinu měsíce – poté se však výnosy znovu vrátily pod 10,4 % kvůli výrazně silícímu zájmu globálních investorů, pramenícího ze snahy posílit zastoupení vysoce úročených dluhopisů v řízených portfoliích.

MĚNOVÉ TRHY

Dolar proti euru po většinu srpna osciloval kolem hranice 1,18, kam se dostal již koncem července. Teprve v samém závěru měsíce s tím, jak Mario Draghi i Janet Yellenová ve svých příspěvcích na konferenci v Jackson Hole zcela ignorovali měnovou politiku a věnovali se jiným tématům (což si trh vyložil tak, že ECB nepokládá euro za velký problém a že Fed už letos sazby kvůli inflaci nezvýší), oslabil až na nejslabší hodnotu od ledna 2015. Dostal se skoro k 1,21, v samém závěru měsíce však znovu zamířil pod 1,19.

Na spotovém trhu s korunou jsme byli svědky chvilkového posílení pod 26 poté, co ČNB zvýšila počátkem měsíce sazby. To však netrvalo dlouho a již za pár hodin se koruna vrátila nad hranici 26 s tím, jak došlo k výběru zisků. Celý zbytek měsíce pak strávila v úzkém pásmu 26,05–26,15.

U polského zlatého jsme počátkem měsíce zaznamenali oslabení až na dohled hranice 4,30 proti euru, ve druhé polovině měsíce však zlatý zamířil zpátky ke 4,25. Obchodování se neslo výrazně v technickém duchu, reakce na fundamentální data nebyly tentokrát viditelné.

Maďarský forint během celého měsíce osciloval v úzkém pásmu 303–306.

PŘEDPOKLADANÝ VÝVOJ

Dluhopisový trh ČR

Dluhopisové výnosy ČR nyní čekají na to, co ohledně ukončování kvantitativního uvolňování v eurozóně přinese podzim, a na to, zda se nějakým způsobem projeví výrazná a trvalá překoupenost koruny. U dlouhých výnosů se tak děje kolem hranice 1 %, kam se tyto dostaly poté, co si červnová slova Draghiho, pronesená v portugalské Sintře, trh vyložil tak, že se blíží brzký a rychlý konec kvantitativního uvolňování. Dle nás sice letos ECB takový krok ohlásí, bude však při snižování tempa odkupů aktiv postupovat jen velmi pomalu, a možná dokonce jen podmíněně („za předpokladu, že...“). Vzhledem k vývoji inflace v EMU je nakonec také možné, že ECB letos konec QE neohlásí a program odkupů aktiv ECB třeba o půl roku prodlouží. Toto je riziko, které si trh nepřipouští a jež by mělo výrazný pozitivní dopad na ceny dluhopisů (a také negativní dopad na kurz EURUSD). V základním scénáři nicméně čekáme postupný růst dlouhých českých výnosů (a tedy pokles cen dluhopisů).



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Dluhopisový trh ČR

Naopak jako reálný scénář vnímáme, že ceny dluhopisů klesnou výrazněji – nebude to důsledek inflace, ale překoupenosti české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž nadále uložena právě v českých dluhopisech – růst podílu zahraničních investorů státních dluhopisů na celkové držbě (v červenci stále 2017 poblíž 45 %, tj. zhruba dvojnásobek toho, kde byl v červnu 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 dříve nebo později investoři vzdají čekání na další výrazné posílení koruny a budou chtít realizovat zisky, je tento scénář pravděpodobný.

Dluhopisový trh Polsko

Polské obligační výnosy, zejména středně- a dlouhodobých dluhopisů, vnímáme nadále jako velmi atraktivní. Jejich ceny tak mají dle našeho názoru vysoký potenciál růstu. Ekonomika se nachází ve fázi neinflačního růstu, centrální banka potvrdila, že s nastavením úrokových sazeb nebude nic dělat pravděpodobně do konce příštího roku. Z domácích faktorů je plusem nad očekávání příznivý fiskální vývoj daný růstem ekonomiky, který již akcentují ratingové agentury ve svých zlepšených výhledech. Pokud bude ECB i v případě, že se letos rozhodne program QE utlumit, postupovat opatrně, jak se zdá, pak očekáváme v dalších měsících solidní výkonnost polského trhu, podpořenou v celkovém korunovém vyjádření očekávaným posilováním kurzu zlotého.

Dluhopisový trh Turecko

Turecké výnosy jsou sice na dvouciferných úrovních atraktivní, problémem však nadále zůstává vysoká inflace. Zde zatím vidíme pouze malé zlepšení. Zbývající měsíce letošního roku budou minimálně z titulu bazického efektu nepříznivé, začátkem příštího roku by se již měly prosadit viditelnější deflační tendence. 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 trvajícím 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 srpnu dostal na hranici 1,20. V dalších kvartálech nečekáme výraznější pohyby jedním či druhým směrem. Do poloviny příštího roku vidíme oscilaci mezi 1,15–1,25.

U koruny se v případě, že ČNB koncem září přistoupí k růstu sazeb, může otevřít prostor pro další posílení pod 26, dle nás však pouze krátkodobé. Nadále totiž trvá silná překoupenost koruny, a tedy riziko, že koruna kvůli výběru zisků oslabí a vrátí se minimálně ke 26,50. Stane se tak v případě, že dostatečné množství spekulantů bude chtít své dlouhé korunové pozice po proražení hranice 26 uzavřít. Případné výraznější oslabení by pak 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 posílení měny pod 4,20.

Maďarský forint má dle nás potenciál posílit k hranici 300. Spouštěčem může být centrální banka, která v dohledné době snad jako poslední v regionu přejde do modu, kdy už nebude akcentovat možnost dalšího uvolnění měnových podmínek a kdy její komunikace bude vyrovnanější.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Akciový trh

Akciové trhy nadále považujeme za atraktivní třídu 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 silícího 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, společnosti CME, Unipetrol nebo Kofola. 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 nyní máme na většinu polského bankovního a ropného sektoru. Opatrní jsme zároveň u společností 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**