



Akciové Indexy		Dluhopisové indexy Bloomberg Effas	Měny (pokles = oslabení)		Komodity		
USA – S&P 500	0,48 %	USA	-0,16 %	EUR/USD	1,62 %	Ropa Brent	-4,75 %
Evropa – DJ Stoxx 600	-2,72 %	Evropa	-0,54 %	CZK/USD	2,53 %	Zemní plyn	-1,17 %
Japonsko – Nikkei 225	1,95 %	ČR	-1,20 %	CZK/EUR	1,06 %	Sil. elektřina	1,22 %
MSCI Emer. Markets	0,54 %	Polsko	0,13 %	PLN/EUR	-1,19 %	Zlato	-2,33 %
ČR – PX	-2,19 %	Maďarsko	0,27 %	HUF/EUR	-0,28 %	Stříbro	-4,81 %
Polsko – WIG30	1,54 %	Turecko	0,72 %	TRY/EUR	-1,43 %	Měď	4,54 %
Maďarsko – BUX	1,89 %						

## HLAVNÍ UDÁLOSTI

### EMU

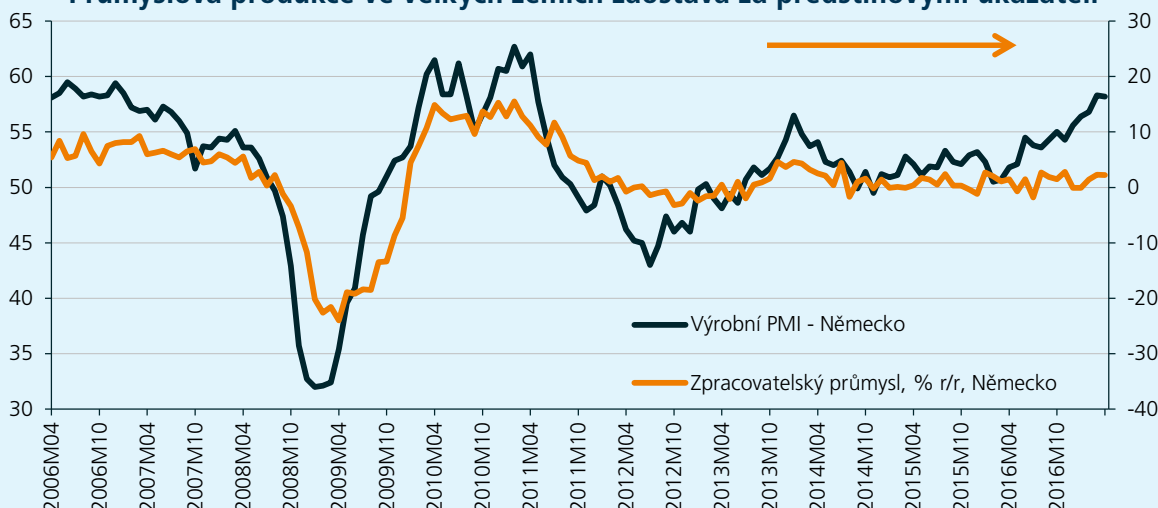
**I když byla data zveřejněná během června dobrá, nadále 1) zaostávají za předstihovými indikátory a 2) nemají žádné bezprostřední inflační implikace.**

Finální data o struktuře růstu HDP v prvním čtvrtletí ukázala, že poptávka domácností – i když byla solidní – už dále neurychlila. Právě naopak, její příspěvek (0,19 p.b.) ke čtvrtletnímu růstu HDP v 1. čtvrtletí byl nejnižší od 2Q14. Hlavním důvodem pro to, že celkové tempo růstu HDP (0,6 % q/q) bylo i přesto nejrychlejší od 1Q15 tak byla skutečnost, že (na rozdíl od předchozích kvartálů) k růstu nepřispíval negativně čistý export a že pomohly fixní investice (+0,3 p.b.).

Nezaměstnanost poklesla v dubnu na 9,3 % a na této úrovni zůstala i v květnu, což překonalo očekávání nastavená o desetinu procentního bodu výše. Pozitivním byla pak hlavně skutečnost, že pokles nezaměstnanosti byl důsledkem vývoje ve Španělsku a hlavně v Itálii, kde nezaměstnanost klesla na nejnižší úroveň od září 2012. Maloobchodní tržby si i v květnu pouze udržely březnové a dubnové tempo (2,6 % r/r), což je výsledek sice vcelku dobrý, měkké indikátory, zejména spotřebitelská důvěra, však naznačovaly, že by měl být ještě lepší. A dále naznačují – v červnu dle finálních dat vzrostla důvěra domácností na nejvyšší úroveň od dubna 2001 (!).

Podobný rozpor mezi předstihovými indikátory a skutečností nadále registrujeme i na nabídkové straně ekonomiky. Evropský průmysl je dobrým příkladem (viz následující obrázek). Průmyslová produkce totiž v dubnu 2017 vzrostla o 1,4 % r/r (Německo +2,4 %, Španělsko +0,3 %), její zpracovatelská složka pak o 1,7 % r/r. To sice nejsou špatná čísla, pohled na výrobní indexy PMI (který byl v červnu v eurozóně na 74měsíčním maximu) či na německý index IFO (jehož hodnocení stávající situace je vůbec nejvyšší v historii) však říká, že by tato tempa měla být podstatně vyšší.

**Průmyslová produkce ve velkých zemích zaostává za předstihovými ukazateli**





## HLAVNÍ UDÁLOSTI

### EMU

I když se měkké / předstihové indikátory vyvíjejí dobře, pro inflační výhled je samozřejmě mnohem důležitější stav v reálné ekonomice. A jak bylo popsáno v předchozím textu, tam to zatím na urychlení inflace nevypadá. Dle finálních dat se jádrová inflace v květnu vrátila zpátky pod 1 % a celková inflace klesla pod 1,5 %. To potvrzuje naše predikce ze začátku roku, že růst inflace je pouze přechodný a že nemá nic společného s poptávkou. Jádrová inflace ve všech velkých ekonomikách byla v květnu daleko od cíle ECB („poblíž, nicméně pod 2 %“): španělská a německá jádrová inflace byla 1,1 %, italská 0,9 % a francouzská 0,5 %. Ani první červnová data neukazují, že by se to mělo rychle změnit: celková inflace klesla na nejnižší hodnotu v letošním roce (1,3 %), jádrová inflace (1,1 %) zůstala v pásmu, kde se nacházela v posledních třech letech (0,7 - 1,2 %).

#### **ECB tak na zasedání v červnu se svou měnovou politikou nic neudělala a ani nic pro budoucnost nenaznačila.**

Nejvýraznější změnou v zápisu po zasedání bylo vypuštění zmínky o tom, že sazby mohou ještě poklesnout, a pak také změna vnímání rozložení rizik ze „směrem dolů“ na „vyvážené“. Naproti tomu však byl – byť marginálně a jenom díky výhledu cen energií a potravin – snížen výhled inflace. A dále vyvažující jestřábí implikace shora zmíněných komunikačních změn pak byla vyjádření prezidenta ECB Draghiho, že program odkupu aktiv může být prodloužen / zvýšený, že je nadále potřeba velmi uvolněné měnové politiky a že o ukončení programu odkupu aktiv se nediskutovalo. Pouhých 6 měsíců před jeho plánovaným koncem tak nevíme o nic více než začátkem tohoto roku.

### USA

#### **V Americe nadále přetrvává dilema měnové politiky – na jedné straně trh práce ve stavu, v jakém nebyl dvacet let, na druhé straně stále klesající jádrová inflace.**

Třetí – a finální – odhad tempa růstu americké ekonomiky v 1. čtvrtletí letošního roku opět tempo růstu zvýšil (z 1,2 % q/q anualizovaně v odhadu druhém na 1,4 %). Revize byla v podstatě jenom kvůli nahoru revidované spotřebě domácností, která k růstu dle nejnovějších dat přispěla v rozsahu 0,75 p.b. Příspěvek poptávky domácností tak navzdory této revizi (ve druhém odhadu byl příspěvek 0,44 p.b., v prvním ještě nižší) a navzdory nezaměstnanosti (která je nejnižší za 16 let) zůstává nízký – průměr za roky 2013-2016 byl totiž 1,9 p.b.

Měsíční data zveřejněná během června byla smíšená a v úhrnu slabší než očekávání. **Maloobchodní tržby** v květnu 2017 poprvé od srpna 2016 poklesly (-0,3 % m/m) a jejich dynamika tak nadále zpomaluje. Celková **průmyslová produkce** sice stagnovala, to však bylo po růstu v předchozích třech měsících očekávatelné; průměrné m/m tempo růstu v posledních třech měsících je nadále nejvyšší za tři roky. To ale bohužel neplatí o zpracovatelském sub-sektoru, kde je dynamika po poklesu v dubnu (-0,4 % m/m) naopak nejslabší od října minulého roku. V datech se tak jasně zrcadlí oživení těžební produkce, zatímco zpracovatelský sektor je nadále slabý. Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby (bez zbraní a bez letadel) – a tedy investiční aktivita – v posledních 4 měsících prakticky stagnovaly (v samotném květnu poklesly o 0,2 % m/m).

Oficiální **nezaměstnanost klesla na nejnižší úroveň (4,3 %) od února 2001**. Navíc, klesly i její alternativní míry (tj. míry zahrnující ty, co nedobrovolně pracují na částečný úvazek, ty co nehledají práci, protože nevěří, že ji najdou apod.); rozdíl mezi nejširším alternativním měřítkem nezaměstnanosti (tzv. U6) a oficiální nezaměstnaností se například utáhl na skoro předkrizové hodnoty (4 p.b.). Na výborný stav trhu práce pak ukazuje i solidní tvorba pracovních míst v soukromém sektoru (v květnu 147 tis. pracovních míst) a počet nových žádostí o podporu v nezaměstnanosti (nejnižší od roku 1973).

**Inflace však přesto (zatím) neroste.** Jak už naznačila data o indexu CPI zveřejněná v polovině června, dle nichž jádrová CPI inflace poklesla v květnu na nejnižší hodnotu (1,7 %) od konce roku 2014 (1,6 %), inflace se stále nevyvíjí tak, jak FED dlouhodobě predikuje. To pak potvrdila i data z konce měsíce o (pro FED) klíčovém inflačním ukazateli – tzv. jádrové PCE inflaci. Ta v květnu také klesla na 1,4 %, což je nejnižší od prosince 2015. Kromě toho na nejnižší úroveň od listopadových prezidentských voleb klesla i inflační očekávání trhu.



## HLAVNÍ UDÁLOSTI

### USA

**FED se však tímto vývojem nenechal vyvést z rovnováhy a v červnu letos podruhé zvýšil sazby (+25 b.b. na 1-1,25 %).** A aby byl celkový obrázek ještě více jestřábí, **přidal také detaily plánu snížení bilance** (držené dluhové instrumenty), která během minulých skoro 10 let nabobtnala na 4500 mld. USD. FED tak sice neřekl, kdy s jejím snižováním začne, ale řekl, že když se tak stane, bude postupovat poměrně svižně: cílovým stavem je pokles držby vládních dluhopisů o 30 mld. USD a pokles držby hypotékami krytých cenných papírů o 20 mld. USD měsíčně. To bude docíleno opuštěním dosavadní politiky reinvestování zisků. Trhy na tyto jestřábí zprávy, nicméně, zatím výrazněji nereagovaly.

### Inflace klesá a klesají i inflační očekávání



### CEE 3

#### ČR

**I začátkem druhého čtvrtletí se ekonomice vedlo dobře, hlavním tahounem byla nadále poptávka domácností a průmysl. Dynamika poptávkové inflace však přesto zvolnila.**

Poté, co finální data ČSÚ potvrdila silný růst ekonomiky v prvním čtvrtletí, i první měsíční data ze začátku druhého čtvrtletí ukázala, že se ekonomice vedlo nadále dobře. Čísla z maloobchodu i z průmyslu byla samozřejmě negativně ovlivněna odlišným počtem pracovních dní v dubnu 2017 oproti dubnu 2016 (loňský duben jich měl o tři více), po očištění o tento efekt však byla solidní. **Průmyslová produkce vzrostla meziročně o skoro 6 %** a růst za poslední tři měsíce tak dosáhl nejsilnější průměrné hodnoty od konce roku 2015. Vzhledem k tomu, že PMI zůstal i navzdory květnovému poklesu na 56,4 (což je nejnižší letošní hodnota) vysoko a vzhledem ke stále silným předstihovým indikátorům v Německu (PMI je tam poblíž šestiletého maxima) tak bude silný růst v dalších měsících zřejmě pokračovat. **Meziroční růst maloobchodních tržeb** nadále zaostával za tím, co naznačuje (poblíž historických maxim se nacházející) spotřebitelská poptávka či trh práce (nejnižší míra nezaměstnanosti v EU), ale je to jenom důsledek slabších prodejů paliv a aut. Paliva přitom reflektují meziroční normalizaci cen ropy, zpomalení prodejů aut je po dlouhém období dvouciferného růstu (4Q13-1Q16) také očekávatelné. Jádrové maloobchodní tržby – bez paliv, aut a potravin – nadále rostou silně, v posledních 3 měsících reálným tempem 6,3 % r/r.

**Inflace v květnu překvapivě urychlila z dubnových 2 % na 2,4 %.** Nebylo to však díky poptávkové inflaci – její květnový růst o +0,1 % m/m potvrdil, že dynamika této složky inflace trendově zpomaluje – ale díky dvojici jiných faktorů. Prvním bylo urychlení růstu cen potravin, jejichž příspěvek byl v květnu 0,9 p.b., druhým pak návrat – po roce – k pozitivnímu růstu u regulovaných cen. Ani další inflační data neukazovala na růst poptávkových tlaků. Ceny výrobců vzrostly pouze u zemědělců, zatímco u průmyslových výrobců klesly, podobně jako klesly ceny tržních služeb. Dovozní ceny spotřebitelského zboží v dubnu klesly, a to už počtvrté v řadě; jejich meziroční růst o 0,9 % tak byl pravděpodobně vrcholem letošního roku. Žádné inflační tlaky tak zvenčí stále nedovážíme.

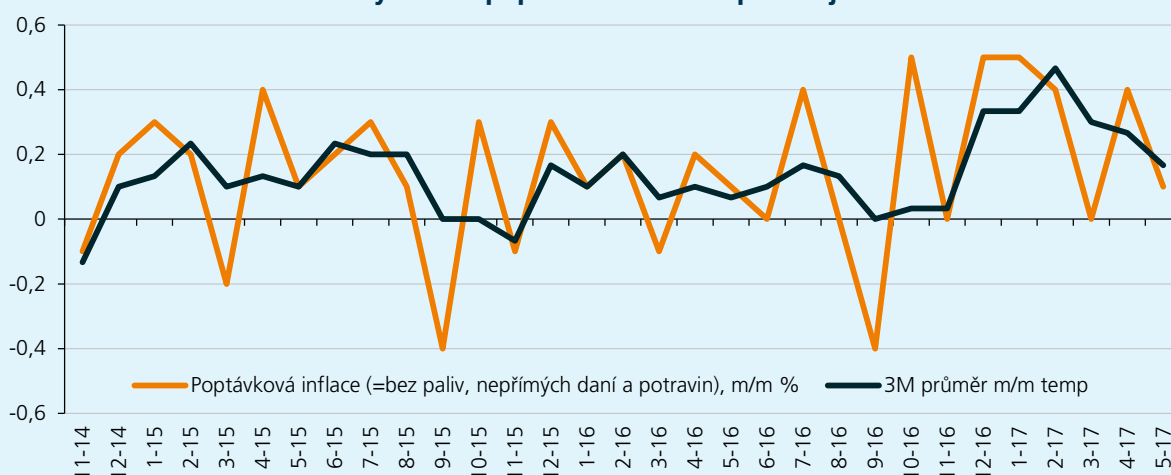


### HLAVNÍ UDÁLOSTI

#### ČR

**ČNB na svém zasedání 29. června žádnou změnu měnové politiky neprovedla.** Její vyjádření po zasedání bylo, nicméně, poměrně jestřábí, když řekla, že rizika poslední (květnové) prognózy jsou (mírně) pro-inflační a že pravděpodobně zvýší sazby dle této prognózy (tedy ve 3. čtvrtletí letošního roku).

**Dynamika poptávkové inflace zpomaluje**



#### POLSKO

**Druhé čtvrtletí se i po datech za květen v mnohém podobalo čtvrtletí prvnímu – růst je stále tažen poptávkou domácností. Centrální banka zůstává nadále v klidu.**

Po velmi silném růstu ekonomiky v 1. čtvrtletí se i druhé čtvrtletí vyvíjelo prozatím dobře, a to opět díky poptávce domácností. Květnová data z maloobchodu (+7,4 % r/r reálně) navázala na podobně silná data z předchozích 4 měsíců. Obrázek je nadále ten samý: velmi silný trh práce (nezaměstnanost klesla v květnu na nové historické minimum 7,4 %), pokračující růst mezd (+5,4 % r/r nominálně v květnu) a vysoká důvěra domácností.

I v **průmyslu** je situace nadále dobrá, byť ne až tak dobrá jako u poptávky domácností. Sezonně očištěná produkce rostla v květnu tempem 5 % r/r (bez sezonního očištění pak 9,1 % r/r), stále tedy tempem rychlejším než byl průměr přechozích 12 měsíců (3,9 %). Negativní zprávou pro další měsíce je květnové zpomalení výrobního PMI na 52,7 (z dubnových 54,1), což znamená, že index PMI poklesl na své půlroční minimum. V červnu však opět mírně vzrostl, na 53,1.

**Inflační obrázek se pomalu normalizuje, na utažení měnové politiky to však ještě dlouho nevypadá. Poté, co se polská jádrová inflace v dubnu vyšplhala na 0,9 %**, což byla její nejvyšší hodnota od června 2014, klesla v květnu na 0,8 %. Celková inflace od svého maxima v únoru (2,2 %) pozvolně klesá, dle předběžných dat až na 1,5 % v červnu 2017. Nadále je tak pohodlně v inflačním pásmu polské centrální banky, jehož střed je 2,5 %.

**Měnový výbor centrální banky (MPC) ponechal v červnu dle očekávání sazby beze změny na 1,5 %**. V podstatě se tak nachází – a na rozdíl od něj to tak komunikuje - v podobné situaci jako americký FED. Na jedné straně se 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. Vývoj cen ropy, očekávání bazického efektu cen potravin a bezinflační prostředí v Eurozóně také snižují obavu z toho, že by se inflace měla utrhnout ze řetězu. Guvernér po zasedání potvrdil holubičí náladu v MPC, když řekl, že by jej utážení měnové politiky v příštím roce velmi překvapilo.



## HLAVNÍ UDÁLOSTI

## MAĎARSKO

**Maďarsko roste solidně i ve druhém čtvrtletí, výborný trh práce a silný růst mezd však nadále plně nereflektuje vývoj poptávky domácností.**

**Finální data o růstu maďarské ekonomiky potvrdila, že silný růst v 1Q17 (1,3 % q/q) byl způsoben stejnými faktory jako v ČR nebo v Polsku.** K (nahoru mírně revidovanému) meziročnímu tempu růstu o 4,2 % totiž největší mírou přispělo oživení investic – zatímco fixní investice táhly růst v posledním čtvrtletí minulého roku dolů o více než 5 p.b., jejich příspěvek v 1Q17 se díky stavebnictví přehoupl na +3,7 p.b., což je nejvíce od konce roku 2013. Příspěvek poptávky domácností (1,8 p.b.) byl sice nejnižší od konce roku 2015, stále je však solidní.

Měsíční data jsou nadále slabší, než bychom očekávali. **Maloobchodní tržby vzrostly po dubnových 2 % r/r v květnu o 5,4 %, což je zlepšení,** nezaměstnanost však klesla na 4,4 % a růst mezd nadále zůstává výrazně dvouciferný. V tempu jeho růstu se totiž nadále zrcadlí lednový růst minimální /zaručené mzdy (o 15 % resp. 25 %). Proto nepřekvapí, že v dubnu vzrostla průměrná hrubá nominální mzda o 14,6 % (!) meziročně. Je nabíledni, že s takovým makroekonomickým obrázkem šlo čekat ještě rychlejší růst poptávky domácností.

**Průmyslová produkce** po dvou silných předcházejících měsících (6,9% r/r v únoru a 9,9% r/r v březnu) v dubnu zpomalila, když její meziroční tempo dosáhlo 2,3 %. Vzhledem k oživení v západní Evropě, nízkému základu z minulého roku (kdy poprvé nerostla kapacita v automobilech) a k rostoucí kapacitě v některých sektorech (produkce potravin) si však nadále myslíme, že letošní růst přesáhne 6 % a že duben byla jenom výjimka. Průměrné tempo růstu za leden až duben je 5,3 % r/r.

**Celková inflace v květnu 2017 dále zvolnila, oproti únorovému maximu 2,9 % (což bylo 4leté maximum) je tak nyní už o 0,8 p.b. nižší.** Většinu této desinflace má na svědomí meziroční snížení tempa růstu u cen paliv. Jádrová inflace (tj. celková inflace bez nepřímých daní) se dostala v květnu na 2 %, a byla tak o 0,9 p.b. vyšší než v květnu minulého roku. Nejenom že 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 dosáhla v květnu úrovně 1,6 %, což je jen o 0,1 p.b. vyšší tempo než před rokem.

**Maďarská centrální banka (MNB)** tak ponechala i v červnu sazby beze změny (potřinácté v řadě), a to jak O/N zápůjční a depozitní sazbu, tak i tříměsíční repo sazbu (na 0,9 %). V souladu s rétorikou minulých zasedání však centrální banka dále využila nekonvenční nástroje, když snížila objem akceptovaný v tříměsíční depozitní facilitě z 500 na 300 mld. HUF. To bude mít za následek další pokles krátkých sazeb / výnosů. Dle hodnocení Bankovní rady se zvýšila rizika směrem dolů pro inflaci, což centrální banka reflektovala i v nové prognóze, která snížila výhled inflace na letošek i na rok 2018. Jakýkoliv růst sazeb dle toho nemusí být na pořadu dne až do roku 2019.

**Ropa**

Ropa (WTI) v první polovině dubna rostla, a to až na dohled 54 dolarů za barel. Důvodem byla spekulace, že S. Arábie tlačí na další země kartelu k dalšímu omezení těžby. Problémem totiž je, že ačkoliv země kartelu dodržují domluvu z konce listopadu minulého roku o omezení těžby (platnou prozatím jen pro první polovinu letošního roku), export na světové trhy se moc nezměnil (tj. klesla domácí spotřeba). Ve druhé polovině dubna se pak objevily zprávy o tom, že počet těžebních plošin v USA dále roste, což ropu velice rychle vrátilo zpátky pod 50 dolarů za barel.



### AKCIOVÉ TRHY

#### MSCI World Index



#### MSCI Emerging Markets



Vyspělé akciové trhy s blížícími se prázdninami více méně přešlapovaly na místě. Americké akciové trhy (index S&P 500) si připsaly 0,5 procentního bodu. Dařilo se především bankovnímu sektoru, jenž reagoval na zvýšení základní úrokové sazby americkou centrální bankou. Naproti tomu se nedařilo sektorům s vyššími dividendovými výnosy a to utilitám a telekomunikacím, které naopak při růstu výnosů zpravidla ztrácejí. Téměř tříprocentní propad zažily evropské akcie (index DJ STOXX 600). Spouštěčem výběrů zisků byla výhra Macronova hnutí v parlamentních volbách ve Francii a nízký zisk křesl konzervativců premiérky Mayové v dolní komoře. I v případě evropských akcií, při opatrnější rétorice ECB, se nejlépe vedlo akciím bank, nejhůře pak telekomunikačním společnostem.

#### CECE Composite



V rámci střední Evropy se solidně vedlo polským akciím (WIG30 +1,9 %). Slušných výkonností dosáhly akcie utilit, které zaostávaly v minulých měsících. Určitý výběr zisků pak probíhal na akciích bank a to jednak z důvodu dobrých výkonností v minulých měsících, tak také z důvodu ochlazení očekávání budoucího růstu základních měnově politických úrokových sazeb. Za jednocentním růstem maďarského indexu BUX byla banka OTP, která nyní těží z ruské a ukrajinské části byznysu, respektive tamních vysokých požadovaných úrokových výnosů a posilujících měn. Zajímavou událostí byl vstup maďarské logistické společnosti Waberer's International na burzu. Waberer disponuje největší flotilou kamionů v Evropě, přičemž se i nadále bude snažit o organický růst ve spojení s akvizicemi konkurentů. Akcie obchodované v Praze ve většině případů ztrácely (index PX -1,1 %). Výjimkou byly akcie Fortuny a s ní spojené spekulace na zvýšení odkupní ceny ze strany Penta. Solidních zisků dosáhly také akcie Unipetrol a Philip Morris. V červenných číslech skončila většina finančních titulů.

V červnu akcie na rozvíjejících trzích v souhrnu rostly, oproti předcházejícímu měsíci však podstatně pomaleji. Index MSCI Emerging Markets připsal zhodnocení ve výši 0,54 % (v USD). Bez významnějších nových kurzotvorných zpráv čínské akcie vzrostly meziměsíčně o 0,35 %, indické pak o nepatrných 0,1 %. Za pokračujícím růstem stojí stále solidní regionální makroekonomická data podpořená relativní politickou stabilitou. Podobná čísla dorazila i z Brazílie (+0,30 %), kde aktuální data potvrzují postupné ožívování tamní ekonomiky, a to i přes nízkou popularitu prezidenta Temera.



### DLUHOPISOVÉ TRHY

#### Dluhopisy USA a EMU

Německé desetileté výnosy zůstávaly během většiny minulého měsíce na úrovních nižších než koncem května, tj. kolem 25 b.b. V poslední dekádě června však významně vyrostly a koncem června se nacházely až nad 45 b.b., tj. nejvýše od března letošního roku. Spouštěčem výprodeje byla slova guvernéra ECB Draghiho pronesená na setkání v portugalské Sintře, kde (velmi) opatrně naznačil, že éra ultra volné měnové politiky se blíží ke konci. Z jeho (vcelku nevinného) povídání, které oproti prohlášení a tiskovce po zasedání začátkem června nepřineslo nic nového, tj. že ekonomika je sice z nejhoršího nebezpečí (deflace) venku, že však nadále vyžaduje masivní měnovou stimulaci, si trh vzal jenom první polovinu: kromě výnosů se na roční maximum vůči dolaru dostalo i euro. Podobně zareagovaly i krátké výnosy, dvouletý vládní výnos se dostal na nejvyšší hodnotu (-55 b.b.) od června minulého roku.

Americké desetileté výnosy se vyvíjely úplně stejně – většinu června byly v klidu, v případě desetiletých oscilujících kolem letošních minim (2,20 %), a až v jeho poslední dekádě vystřelily směrem ke 2,40 %. Dvouleté výnosy se přehoupaly přes 1,40 %, což je nejvýše od roku 2008.

#### Firemní dluhopisy

Korporátní dluhopisy neinvestičního i investičního stupně na obou stranách Atlantiku zůstaly vůči tržnímu vývoji v segmentu státních obligací rezistentní. Kreditní marže v průměru stagnovaly v případě dluhopisů investičního stupně a dále klesly v sektoru vysoce úročených obligací ve spekulativním ratingovém pásmu. Probíhající ekonomická expanze jak v Evropě, tak USA a dalších regionech včetně rozvíjejících se zemí, podporuje korporátní výsledky a pozitivně ovlivňuje očekávání jejich dalšího vývoje, což je pro firemní dluhopisy důležitým cenotvorným faktorem.

Kreditní marže na trhu CDS v červnu prodloužily sestupný (pokles požadovaných marží) trend z předešlých měsíců. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) klesl o dalších 6 bodů na 56 bodů. Index iTraxx Xover, obsahující emitenty ze spekulativního ratingového pásma, ubral taktéž shodně 6 b na 247 bodů.

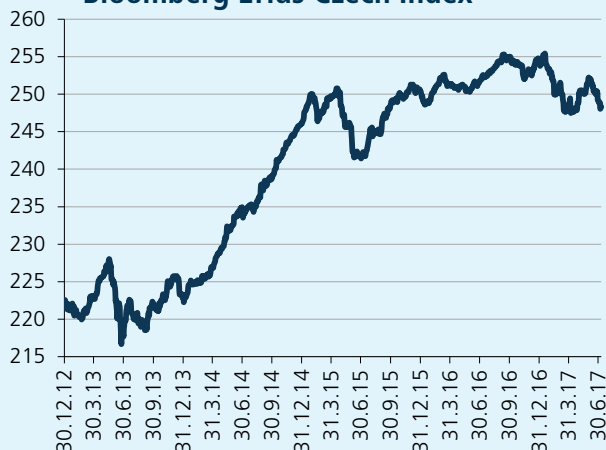
#### Dluhopisový trh ČR

**Během června výrazně poklesly ceny (vzrostly požadované výnosy) zejména dlouhodobých českých vládních dluhopisů, a to vlivem vývoje v Eurozóně.** Výnos desetiletých dluhopisů se tak z hodnot kolem 0,60 %, kam vyklesal koncem května, posouval postupně vzhůru až nad 1,0 %. Ceny dluhopisů delších splatností se tak vrátily poblíž minim z března/dubna, předtím, než jim pomohly nákupy zahraničních investorů odrážející zahrnutí českých obligací do EM indexů JP Morgan. Na krátkém konci výnosy vzrostly také, ale o něco méně dramaticky – dvouletý výnos vzrostl o zhruba 20 b.b na – 10 b.b.

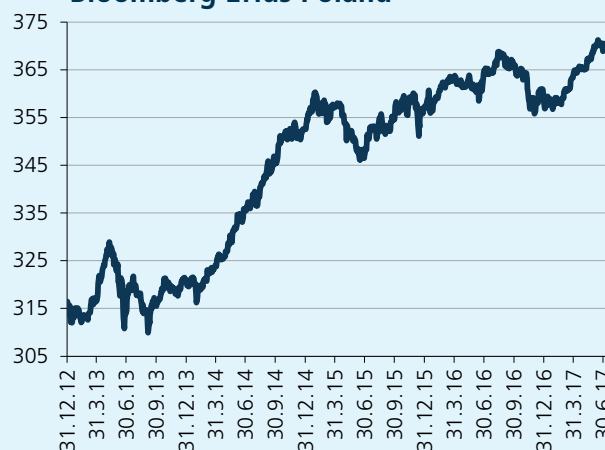
#### Dluhopisový trh Polsko

**Ani polská křivka samozřejmě nemohla na svém dlouhém konci nereagovat na vývoj v Eurozóně.** Desetileté výnosy pod vlivem výprodeje německých výnosů vzrostly zhruba o 20 bodů na 3,40 %. Na krátkém konci se nic takového nestalo, růstu výnosů zamezila nižší než očekávaná inflace a také holubičí centrální banka, která slibuje stabilní sazby na dlouhou dobu. Dvouleté výnosy tak klesly na 1,9 %, nejnižší od listopadu minulého roku.

Bloomberg Effas Czech Index



Bloomberg Effas Poland





## DLUHOPISOVÉ TRHY

### Dluhopisový trh Turecko

U tureckých dluhopisů se během června neodehrály žádné výraznější pohyby, desetileté výnosy během celého června setrvaly lehce nad 10 %. Ani koncem měsíce nezaznamenaly výraznější pohyb v reakci na růst výnosů na hlavních obligačních trzích – podporou jim byl sílící zájem z řad zahraničních investorů, navyšující své snížené pozice na tureckém trhu v očekávání obratu ve vývoji inflace v důsledku atraktivních reálných úrokových sazeb.

## MĚNOVÉ TRHY

**Dolar** během prvních dvou červnových dekád posílil proti euru až k 1,11. V poslední dekádě se však vlivem Draghiho komentářů v Portugalsku a i navzdory tomu, že FED hodlá relativně brzy začít se snižováním své rozvahy, propadl až k hranici 1,145, což je jeho roční minimum.

**Na spotovém trhu s korunou jsme byli svědky dalšího pozvolného posilování** koruny, a to až k hranici 26,10 koncem měsíce. Důvodem byla hlavně jestřábí ČNB, která naznačila, že ve třetím čtvrtletí nejspíš zvýší sazby.

U **polského zlatého** jsme zaznamenali právě opačný vývoj, když proti euru oslabil zpátky nad 4,20 a koncem měsíce se pohyboval jen lehce pod 4,25. Prim tak hrála korekce pozic zahraničních investorů pod tlakem citelnějšího nárůstu bezrizikových obligačních výnosů.

Vývoj **maďarského forintu** byl přesně mezi českou korunou a polským zlotým: během celého června osciloval kolem hranice 308, bez jakéhokoliv výraznějšího trendu.

## 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 Draghiho komentář (prozatím) neobsahoval. Každopádně ekonomický vývoj v eurozóně poměrně přesvědčivě 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. Navíc, česká makroekonomická situace mluví ve prospěch brzkého začátku cyklu zvyšování úrokových sazeb ČNB, jejíž představitelé tento scénář zatím potvrzují, i přes dosavadní posílení CZK po ukončení intervenčního režimu v dubnu.

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 květnu 2017 přes 40 %, tj. dvojnásobek podílu z května 2016 a cca 3,5 násobek 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 z části vystoupí, je tento scénář velmi pravděpodobný.





## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### Dluhopisový trh Polsko

**Dle našeho očekávání z minulých měsíců se polská riziková prémie i v červnu dále utáhla**, vůči německým dluhopisům se tak dostala na 280 bazických bodů. Vzhledem k tomu, že už vyprchalo přesvědčení posledních měsíců, že budou kvůli nárůstu inflace brzy růst sazby centrální banky (což rozptýlilo jak několik posledních zasedání MPC, tak zpomalující inflace), že na polskou vládu si už každý zvykl a za předpokladu, že na hlavních světových obligačních trzích uvidíme stabilizaci současného vzestupu požadovaných výnosů, očekáváme ještě další mírný pokles výnosů (růst cen dluhopisů). Výnosová prémie k německým protějškům by tak mohla dále klesnout 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 utažení politiky před tím, 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 – v červnu toto potvrzovaly údaje jádrové inflace, začátkem července pak už všech složek spotřebitelské inflace. V dalších měsících by se měl prosadit vliv opadajícího minulého oslabení liry, nižších cen komodit a potravin a inflace by se měla dostat zpět na jednociferné hodnoty. Z hlediska výhledu cen tureckých dluhopisů je to příznivý scénář – musí však být doprovázen ponecháním současného přísnějšího nastavení měnové politiky, opětovnou stabilizací nyní uvolněné fiskální politiky a v neposlední řadě relativně příznivým náhledem globálních investorů na rozvíjející se trhy.

### Měny

Kurz eura proti dolaru se v červnu dostal nad 1,14 a zatím se tak vyplňuje scénář, že se v průběhu letošního roku podívá nad 1,15. Pro scénář posílení eura přes tuto hranici mluví silné cyklické oživení v EMU, a naše očekávání, že ECB ve druhé polovině roku explicitně ohlásí utlumování programu odkupu aktiv (tzv. „tapering“). Rovněž v první polovině roku minimálně na nejbližších 12 měsíců zmizela politická rizika (viz francouzské volby). Naproti tomu však mezitím dojde ve Spojených státech k posunu v neutralizaci měnové politiky FEDu, který dle našeho názoru do konce příštího roku kumulativně zvedne úrokové sazby více, než kolik je zaneseno v tržních očekáváních. To by dolaru mohlo dodat ztracený lesk v nejbližších měsících – předtím, než se trvaleji prosadí trend postupného posilování společné evropské měny.

**U koruny** nevidíme v blízké době prostor pro další viditelnější posílení, naopak vnímáme riziko, že koruna v horizontu měsíců oslabí zpět k hranici 27. Stalo by 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 nad hranici 27 by eventuálně tlumila ČNB. Dlouhodobým trendem kvůli vyššímu růstu produktivity zde než v EMU nadále zůstává posilování koruny, tempem zhruba 2 % ročně.

**U polského zlatého** silná data z tamní ekonomiky, stále příznivé vnější prostředí, posilující euro proti dolaru i trvajícím atraktivním úrokovým diferenciálům nahrávají znovuoživení trendu posilování zlatého z první poloviny letošního roku.

**Maďarský forint** má dle nás potenciál posílit a vymanit se tak z poměrně úzkého pásma, kde se v letošním roce pohybuje. Spouštěčem by měla být centrální banka, která v dohledné době přejde do módu, kdy už nebude akcentovat možnost dalšího uvolnění měnových podmínek a kdy její komunikace bude vyrovnanější. V tu chvíli pak mohou převážit příznivé makroekonomické fundamenty v čele s citelným přebytkem obchodní bilance, solidním růstem a příznivým fiskálním vývojem.



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

## Akciový trh

**Akciovým trhům** nadále věříme. Americkým akciím by mohlo pomoci slibované snížení korporátních daní ze současných 35 % a zároveň alespoň část plánovaných investic do infrastruktury by měla být dalším stimulem pro americkou ekonomiku a čisté zisky korporací. **Mnohé akciové trhy** tak dle nás nabízí zajímavé **růstové příležitosti**, jejichž atraktivita vyplývá i z pohledu relativního srovnání s jinými třídami aktiv, jako například dluhopisy. Velice **nízkých valuačních hodnot** dosahují akciové **rozvíjející se trhy**. Také **evropské akciové trhy** se nachází **pod svými valuačními historickými průměry**, co se P/B, P/E nebo dividendových výnosů týká. Z valuačního hlediska se jako nejméně atraktivní jeví americké akcie. Ty se ve srovnání s historickými průměry obchodují s premií, avšak tyto vyšší ceny jsou kompenzovány, ve srovnání s Evropou, vyšším hospodářským růstem nebo silnějším pracovním trhem. Z valuačního hlediska mohou být podporou akciím nadále uvolněné měnové politiky centrálních bank. Při investování do akcií však **musíme počítat se zvýšenou volatilitou**, která nás, při současných úrovních akciových indexů, bude v následujících letech provázet.

Atraktivnost většiny **středoevropských akcií** nyní vidíme selektivně v některých akciích, růstových i těch dividendových. Pozitivní jsme ve středoevropském regionu především na některé české, rumunské a selektivně některé polské akcie. 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 nebo leasingová společnost Prime Car Management. V Rumunsku máme pozitivní pohled na akcie rumunského restitučního fondu Fondul Proprietatea, zdravotnického konglomerátu MedLife, fondu SIF1, plynárenskou společnost 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 na většinu bankovního a ropného sektoru, zvláště pak toho polského. Opatrní jsme zároveň na společnosti s vysokým vlivem státu.

## Důležitá upozornění:

Před rozhodnutím investovat do podílového fondu by měl potenciální investor věnovat pozornost sdělení klíčových informací a statutu (prospektu) fondu. Informace uvedené v této zprávě mají pouze informační charakter a jejich účelem není nahradit sdělení klíčových informací nebo statut (prospekt) nebo poskytnout jeho kompletní shrnutí. Údaje o minulých kursech a výnosech uvedené v tomto dokumentu nelze považovat za indikátor budoucího vývoje. Hodnota investice do podílových fondů může s časem jak stoupat, tak i klesat a Conseq Investment Management, a. s., ani jiná osoba nezaručuje návratnost původně investované částky, nepřebírá odpovědnost za jednání učiněná na podkladě údajů v tomto dokumentu uvedených a doporučuje investorům konzultovat investiční záměry s odbornými poradci. Další informace, sdělení klíčových informací, kopie statutu (prospektu) fondu a poslední výroční a pololetní zprávy můžete (zdarma) získat v sídle společnosti Conseq Investment Management, a. s., nebo na [www.conseq.cz](http://www.conseq.cz).

## PODROBNĚJŠÍ INFORMACE ZÍSKÁTE

- na telefonické lince společnosti Conseq 225 988 225
- e-mailem na adrese [fondy@conseq.cz](mailto:fondy@conseq.cz)
- na webové stránce společnosti Conseq [www.conseq.cz](http://www.conseq.cz)