



Aktiové Indexy	Dluhopisové indexy Bloomberg Effas	Měny (pokles = oslabení)	Komodity	
USA – S&P 500	-0,12 %	USA - 0,65 %	EUR/USD - 0,16 %	Ropa Brent 10,79 %
Evropa – DJ Stoxx 600	0,48 %	Evropa - 0,35 %	CZK/USD - 0,14 %	Zemní plyn 0,38 %
Japonsko – Nikkei 225	1,92 %	ČR 0,60 %	CZK/EUR 0,00 %	Sil. elektřina - 4,92 %
MSCI Emer. Markets	2,31 %	Polsko 0,65 %	PLN/EUR - 0,04 %	Zlato - 3,05 %
ČR – PX	-2,56 %	Maďarsko 0,18 %	HUF/EUR 0,53 %	Stříbro - 8,48 %
Polsko – WIG30	3,82 %	Turecko 1,03 %	TRY/EUR 1,20 %	Měď - 6,30 %
Maďarsko – BUX	1,23 %			

HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Růst za 2. čtvrtletí byl potvrzen na tempu dle prvního odhadu, ve struktuře překvapil relativně velký vliv zahraničního obchodu. Předstihové indikátory ale nedávají naději, že se růst brzy urychlí a tudíž je pravděpodobné, že jádrová inflace zůstane nízká.

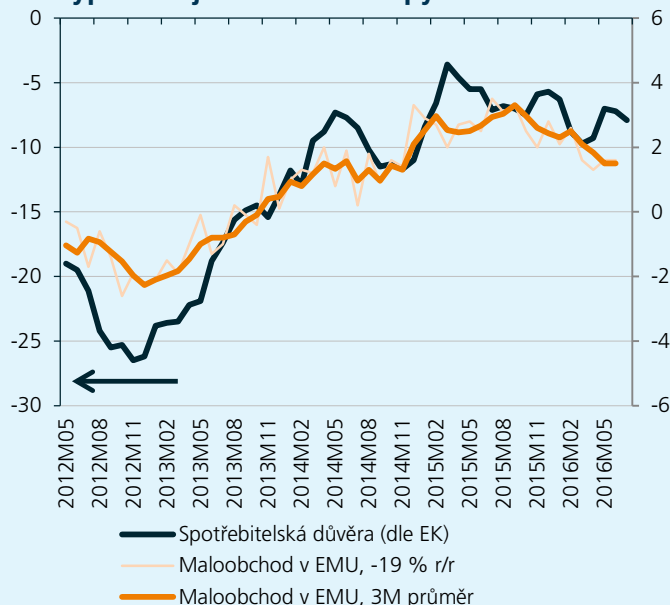
Růst Eurozóny byl potvrzen na tempu 0,3 % q/q, tj. na tempu polovičním ve srovnání s prvním čtvrtletím a tedy tempu shodném s průměrem posledních 12 čtvrtletí. Španělsko jako jediná velká země růstové tempo minulých kvartálů udrželo (dle finálních dat 0,8 % q/q), Francie i Itálie pouze stagnovaly a zpomalení, byť ne tak výrazné jako v těchto 2 zemích, zaznamenalo i Německo (z 0,7 % v 1Q16 na 0,4 %). V srpnu zveřejněná struktura dat o růstu odhalila překvapivě velký příspěvek zahraničního obchodu - ve Španělsku tento dosáhl 0,6 p.b., a to hlavně díky exportu služeb (pravděpodobně kvůli migrační krizi v jiných dovolenkových destinacích), v Německu rovněž 0,6 p.b. (a byl to tak nejvyšší příspěvek od 3Q14). Ve Španělsku i v Německu se naopak negativně na růstu podepsaly investice.

Na urychlení růstu v nejbližších čtvrtletích to nadále bohužel nevypadá: předstihové indikátory se potácejí kolem hodnot konzistentních s růstem stávajícím tempem, tj. 0,3-0,4 % q/q. Pohyby srpnových indexů byly malé - výrobní PMI ubral marginálních 0,2 bodu na 51,8, ve službách pak o stejnou částku index vzrostl (na hodnotu 53,1). Slabší vyhlídky průmyslu pak dále naznačuje jak skutečnost, že sub-index objednávek v průmyslu klesl na 1 ½leté minimum, skutečnost, že se zhoršil německý IFO a také to, že klesly německé objednávky (-0,4 % m/m v červnu, za celý kvartál -2 % q/q).

Maloobchodní tržby v červnu meziměsíčně stagnovaly a meziroční tempo dosáhlo 1,6 %. Dynamika tržeb tak letos výrazně zpomaluje a tempa růstu jsou nyní již v podstatě na úrovni 1. poloviny roku 2014, tj. před kolapsem cen ropy. Důvěra domácností zůstává sice stále vysoko, ale klesá, a dvouciferná je nadále nezaměstnanost, jejíž tempo zlepšování je slabé (za rok klesla míra nezaměstnanosti v EMU pouze o 0,9 p.b.).

Vnější vztahy EMU jsou stále výborné: přebytek červnové obchodní bilance meziročně vzrostl o pětinu (na 23,4 mld. EUR), roční přebytek se tak nachází na historickém maximu 262,2 mld. EUR. Chybičkou na kráse je pouze to, že je to pouze zásluha cen ropy: bez ropy by byl roční kumulativní přebytek o 26 mld. EUR nižší než v červnu 2015, což je hlavně důsledkem nárůstu (spotřebitelských) dovozů.

Maloobchodní tržby v EMU reflektují vyprchávací vliv levné ropy





HLAVNÍ UDÁLOSTI

Zlepšení poptávky domácností v posledním roce žádný dopad na inflaci nemělo. Celková inflace se v srpnu udržela na červencových 0,2 % r/r, jádrová inflace naopak mírně poklesla (z 0,9 % na 0,8 %). Inflace v EMU tak stále nikam nesměřuje, což pro ECB znamená, že musí nadále přemýšlet, jak inflaci dostat na cíl a pro ČNB to, že se prozatím na žádný import poptávkových tlaků nemůže spoléhat.

ECB v srpnu nezasedala. Během srpna zveřejněný zápis z červencového zasedání ukázal, že rizika směrem dolů se kvůli Brexitu zvýšila (byť trhy reagovaly umírněně), že ECB trápí, že inflace se nikam nevyvíjí a že inflační očekávání jsou stále nízká. ECB tak přirozeně naznačila, že na zářijovém zasedání, kdy bude nová prognóza a kdy budou i první tvrdá po-Brexitová data, se bude znovu zabývat otázkou, zda dále neuvolnit měnovou politiku (jakkoliv je to stávajícím způsobem již neefektivní).

USA

Srpnová měsíční data nakonec zkorigovala relativně jestřábí vyjádření představitelů Fedu i jestřábí zápis z červencového zasedání.

Tempo růstu HDP ve 2Q16 bylo dle druhého odhadu ještě o 0,1 pb. pomalejší než dle odhadu prvního. Dosáhlo tedy pouze 1,1% q/q analizovaně, což bylo pod tržním očekáváním. Struktura ale byla relativně optimistická: zaprvé, poptávka domácností dále přidala, a zadruhé, na růst negativně, podobně jako v předchozích 4 kvartálech, působily hlavně zásoby. Vývoj zásob tak vytváří podmínky buď pro rychlý růst ve 2H16 nebo, pokud by měla být recese, pro její mírnější průběh.

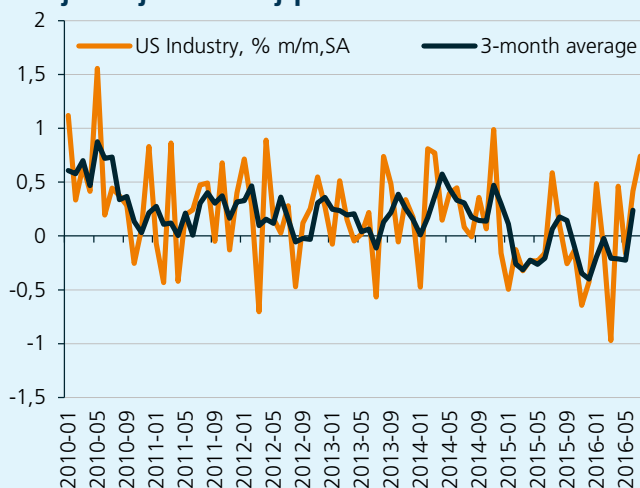
Fixní investice sice ve druhém čtvrtletí znovu růstu nepomáhaly, z měsíčních dat se však zdá, že se zde blýská na lepší časy: **objednávky zboží dlouhodobé spotřeby** totiž v červenci vzrostly, 3měsíční průměr se po delší době dostal konečně nad 0 % m/m. Navíc, **průmyslová produkce** po růstovém červnu (který byl z 0,6 % m/m revidován na 0,4 % m/m) zaznamenala velmi silný růst i v červenci (0,7 %) a zdá se tak, že průmysl je (z rok a půl trvajících) slabosti způsobené ropou a dolarem venku. Optimistické je, že růst byl silný napříč všemi kategoriemi: zpracovatelský průmysl např. přidal v červenci 0,5 % m/m.

Další měsíční data, která byla během srpna 2016 zveřejněna, **byla ale spíše slabší** a navzdory relativně jestřábímu vyjádření představitelů Fedu i jestřábímu zápisu z červencového zasedání **pravděpodobnost brzkého (zářijového) zvýšení sazeb mírně snížila. Maloobchod** (bez aut a paliv) v červenci mírně poklesl (-0,1 % m/m), což ještě po silných minulých měsících moc neznamená – poptávka domácností stále roste tempem zhruba 1 % q/q. Horší byly údaje **z trhu práce: ten sice v srpnu pokračoval v růstu**, ale jen 126 tis. nových míst v soukromém sektoru bylo přeci jen zklamáním. Pro Fed to ale nakonec nemusí nic znamenat: je potřeba mít na paměti, že první srpnové odhady byly v posledních pěti letech vždy pod finální skutečností.

Na inflačním obrázku se však ani v srpnu nic nezměnilo. Jádrová inflace zpomalila ke kvartálnímu tempu cca. 0,3 %, dynamika nijak neurychluje. Meziroční jádrová inflace se tak drží na 1,6 %, celková inflace poklesla na 0,8 %.

Obsah zápisu ze zasedání **Fedu** společně s projevem Yellenové v Jackson Hole nejdříve zvýšil pravděpodobnost růstu sazeb v letošním roce, slabší data ji však posléze znovu snížila. Fed byl dle zápisu celkem rozpolcený, a tudíž předvídat výsledek zářijového zasedání lze jenom s velkými obtížemi: „někteří členové se domnívali, že růst sazeb je nebo brzy bude odůvodněný“ a dva dokonce tvrdili, že je na místě učinit tak hned (jenom E. Georgeová ale nakonec takto i hlasovala). Většina členů však stále chce počkat, zda se ekonomická aktivita skutečně přetaví v rostoucí inflaci.

Průmyslová produkce je z nejhoršího nejspíš venku





HLAVNÍ UDÁLOSTI

CEE3

ČR

Růst české ekonomiky ve 2. čtvrtletí překvapil, inflace však nadále zůstává slabá.

Ekonomika ve 2. čtvrtletí dle prvního odhadu přidala silných 0,9 % q/q (2,5 % r/r), což bylo nejrychlejší tempo od 3Q15. To bylo překvapivé, když uvážíme, že ekonomika EMU ve stejném období zpomalila; dle struktury zpomalila poptávka domácností (0,1 % q/q, nejpomalejší za 10 kvartálů), nejvýrazněji růstu pomohl čistý export (kvůli poklesu dovozů, i.e. investic) a zásoby. Ani jedno není ale lehce opakovatelné do budoucna.

Slabost poptávky domácností byla překvapivá. Maloobchodní tržby totiž i v červnu pokračovaly v silném růstu, přidaly 1,5 % m/m (6,2 % r/r). Růst byl napříč celým spektrem - jádrové tržby (= bez aut a bez paliv) tak již 18 měsíců rostou průměrným tempem 7,5 % r/r, prodeje aut pak po tuto dobu rostou tempem cca 10 % r/r. Důvěra se sice mírně zhoršila, ale to bylo nejspíš způsobeno Brexitem a i tak je z historického pohledu nadprůměrně vysoko. Společně s fiskální expanzí vlády to tak do dalších čtvrtletí naznačuje primární vliv poptávky domácností na růst.

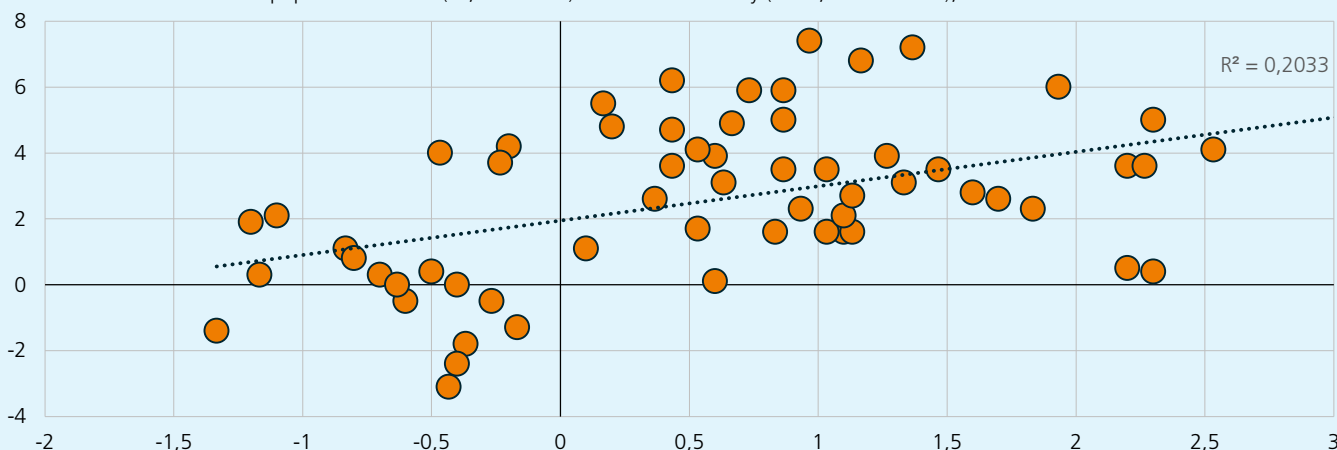
Hůř se vede průmyslu. **Ten sice v červnu přidal silných 2,5 % m/m**, ale to jenom kompenzovalo slabý růst v květnu a dubnu. Druhou vadou krásy je, že největším přispěvatelem je produkce aut, bez které by průmysl byl již v mírné kontrakci. Slabost v jiných segmentech průmyslu mimo auta souvisí asi i s pokračujícím poklesem ve stavebnictví. Výhledově urychlení nelze čekat, v nejlepší pokračování růstu tempem kolem 2-3 % r/r: předstihové indikátory v EMU i v samotném Německu jsou stabilní / mírně klesají, německý průmysl si nevede nijak dobře (a Brexit na něj nějak nakonec dolehne). Český index PMI se navíc po šokujícím poklesu pod 50 v červenci (49,3) neméně překvapivě v srpnu zlepšil jenom kosmeticky (50,1).

Inflace v červenci vzrostla o 0,3 % m/m na 0,5 % r/r. Poptávková inflace vzrostla o 0,4 % m/m, což je nejrychleji od dubna 2015. O začátek rychlého růstu cen se ale nejedná. Růst m/m inflace byl totiž primárně díky zájezdům, které (jako každý rok) vzrostly dvouciferným tempem, letos dokonce tempem stejným jako vloni (12,8 % m/m). Meziroční růst celkové inflace z 0,1 % v červnu na 0,5 % v červenci je pak pouze díky cenám potravin: zatímco příspěvek poptávkové inflace k celkové inflaci byl 0,6 p.b. (tj. shodně s průměrem v letech 2015-16), příspěvek cen potravin byl v červenci pozitivní poprvé za 3 čtvrtletí a dosáhl 0,05 p.b. (vs. -0,4 p.b. v červnu). Ani ceny dovozců či ceny producentů na žádné inflační tlaky stále neukazovaly.

Srpnové zasedání ČNB bylo bez zajímavostí. ČNB nadále čeká, že růst mezd a růst dovozních cen posune inflaci v roce 2017 na cíl, a umožní tak exit z režimu kurzového závazku.

Vlažný vztah mezi českou inflací a růstem mezd

Roční poptávková inflace(%, vertikálně) vs. růst reálné mzdy (% r/r, horizontálně), 2001-2016





HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

Růst ve 2. čtvrtletí se po zakolísání ve čtvrtletí prvním (-0,8 % q/q) vrátil do starých kolejí: +0,9 % q/q, +3,1 % r/r. Mimo fixních investic se na něm kladně podílely všechny složky poptávky. Ze skoro dvou procentních bodů, kterými k růstu přispěla poptávka domácností, je evidentní, že o žádné deflační mentalitě v Polsku nemůže být ani řeč.

A to ani počátkem 3. čtvrtletí. **Maloobchodu se totiž stále vede relativně dobře**, byť v červenci zklamal (růst pouze o 2 % r/r). Fiskální expanse, růst zaměstnanosti (+3,2 % r/r), růst nominálních mezd (4,8 % r/r) a trvajících deflace však naznačují, že se není důvod o poptávku domácností obávat. Nezaměstnanost klesla na nové historické minimum (8,6 %).

Na druhé straně, **průmysl zůstává relativně slabý**, koneckonců, jako v posledním roce v podstatě neustále. V červenci poklesl o 1,7 % m/m, meziročně vzrostl pouze o 1,5 % (po očištění o pracovní dny o 2,5 %). Slabost není překvapivá, předznamenávaly ji indexy PMI i slabé objednávky v Německu; jedinou pozitivní zprávou tak je, že samotný PMI se po slabém červenci (50,3) v srpnu zvedl (51,5).

Na inflační frontě je klid. Polsko je nyní více než dva roky v deflaci: jádrová inflace v červenci dosáhla 0,4 %, celková pak -0,9 %. Polská centrální banka však ani v srpnu žádnou změnu měnové politiky neprovedla (repo sazba je tedy stále na 1,5 %). Nadále u většiny Bankovní rady (MPC) trvá přesvědčení, že deflace nepřekáží, změnou však je, že v zápise i ve vystoupeních se objevují první hlasy volající po snížení (člen MPC Zyzynski dokonce mluvil o 50 b.b.).

Vláda výrazně přehodnotila plán pomoci držitelům hypoték denominovaných ve švýcarských francích: nebude sice nutit banky dělat konverze, ale 1) banky budou muset odškodnit klienty za „excesivní“ marže na měnových konverzích prováděných v minulosti a 2) regulátor bude od bank vyžadovat jejich plán řešení situace. Ten bude prozatím na dobrovolném základě, ale pokud nebude u regulátora (potažmo vlády) spokojenost, nucená konverze bude znovu na stole.

MAĎARSKO

Dle očekávání byl růst HDP ve 2. čtvrtletí výrazně lepší než ve čtvrtletí prvním: růst zrychlil na 2,6 % r/r (z 0,9 % r/r), dle předběžných dat díky automobilům (tj. díky exportu) a službám (tj. díky spotřebě domácností).

Druhý ze zmíněných faktorů růstu pomůže i ve druhé polovině roku. Maloobchod se totiž stále drží na meziročním tempu mezi 5-6 % a nezaměstnanost se dostala, podobně jako v Polsku, na nové historické minimum (5,1 %).

Průmysl si v podstatě vede stejně jako jinde v regionu. Po 0,6 % poklesu v květnu poklesl v červnu o více než 2 %. Vývoj je tak podobný jako jinde v regionu: meziroční tempo růstu max. kolem 3 %.

Podobně jako v ČR či Polsku ani v Maďarsku solidní **poptávka domácností stále negeneruje inflaci. Inflace zůstala v červenci pod nulou (-0,3 %), cíl Maďarské centrální banky je tak stále v nedohlednu.** Bez trendu a nízké jsou i poptávková a jádrová složka inflace.

Centrální banka v srpnu ponechala sazby beze změny (tříměsíční sazba na 0,9 %), na tiskové konferenci nesdělila nic dalšího, pouze zopakovala, že sazby zůstanou takto nízko velmi dlouhou dobu.

Ropa

Ropa (WTI) v srpnu vzrostla ze 40 dolarů za barel na jeho počátku až na 48 dolarů za barel koncem jeho druhé dekády. To byl důsledek spekulace, že se OPEC na nadcházejícím zářijovém setkání v Alžírsku pokusí domluvit omezení produkce a také důsledek relativně aktivní letošní hurikánové sezóny v USA. Pozitivní zprávy o nabídce (růst těžebních souprav v USA, nový rekord v produkci S. Arábie, růst zásob) však koncem měsíce znovu stlačily cenu na dohled 45 dolarů za barel.



AKCIOVÉ TRHY

MSCI World Index



MSCI Emerging Markets



Na globálních akciových trzích panovala prázdninová nálada projevující se nižší likviditou s minimální volatilitou. Meziměsíční výkonnost jak akcií obchodovaných v Evropě (index DJ STOXX 600), tak USA (index S&P 500), se pohybovala blízko nuly. Ze stran centrálních bank nepřišly žádné překvapivé výroky ohledně jejich budoucích měnových akcí, to stejné platilo pro příchozí makro údaje, jež v některých případech dokázaly překvapit, avšak nevedly ke změně obrázku na budoucí hospodářský vývoj. Ke změně názoru na další vývoj nevedly ani zveřejňované výsledky hospodaření amerických nebo evropských společností, které, jak je již zvykem, v průměru překonaly odhady analytiků.

CECE Composite



Pěkné dvouprocentní zhodnocení doručily akcie obchodované na burzách střední Evropy (index CECEEUR 1,8 %). Nejlépe se vedlo dividendovým titulům v Rumunsku (BET index 4,6 %). Ty byly, při absenci výrazných politických komentářů ze strany PiS, následovány polskými akciemi (WIG30 index 2,8%). Nejvyššího zhodnocení dosáhly akcie těžaře uhlí JSW a po představení určitého rámce budoucích konverzí hypotéčních úvěrů ve švýcarských francích také akcie většiny polských bank. Ztrácely „hračky“ v rukou politiků a to utility (PGE, Tauron, Enea, Energa). Na pražské burze (PX index -2,6 %) jsme mohli sledovat spanilou jízdu akcií Erste bank, avšak také výrazný propad akcií Komerční banky, jež schladila očekávání investorů ohledně budoucí výše dividendy.

Akciové trhy rozvíjejících se zemí opět překonaly trhy vyspělé. Hodnota indexu MSCI Emerging Markets se zvýšila o 2,3 procenta, když se nejvíce dařilo akciím obchodovaným v Hong Kongu. Místní akciový index Hang Seng posílil o 5 procent, i přes to, že zveřejněná čínská makročísla byla spíše zklamáním, zvláště pak v oblasti tvorby fixních investic. Naopak nejmenší růst z větších trhů zaznamenal ten turecký v důsledku geopolitických událostí a zpomalení místní ekonomiky.



DLUHOPISOVÉ TRHY

Dluhopisy USA a EMU

Změny výnosových křivek státních dluhopisů byly v srpnu malé. U německé křivky byly změny oproti konci července minimální, rozsahem ani ne do 3 b.b. Výnosová křivka je tak nadále záporná až do splatnosti 10 let včetně, na krátkém konci se dvouletý výnos pohybuje kolem -60 b.b. Investoři si zůstávali jisti, že rozsah kvantitativního uvolňování měnové politiky ECB zůstane minimálně zachován i v dalším období, či bude ještě dále navýšen. Nejistota ohledně výhledu vývoje úrokových sazeb v USA však na druhou stranu bránila poklesu obligačních výnosů. Index Bloomberg Effas Euro za srpen odepsal 0,35 %.

Na druhé straně Atlantiku byly změny větší. Vzhledem k tomu, že pod vlivem vyjádření Yellenové na konferenci v Jackson Hole a pod vlivem zápisu z červencového zasedání Fedu vzrostla pravděpodobnost letošního utažení měnové politiky, nepřekvapilo, že výnosy za současného snížení sklonu křivky vzrostly. Na krátkém konci se tak výnosy vrátily nad 0,8 %, na dlouhém k 1,6 %. Výsledkem tohoto pohybu byla měsíční ztráta indexu Bloomberg Effas US ve výši 0,65 %.

Firemní dluhopisy

Korporátním dluhopisům se v poklidném letním módu na tržích dařilo i během srpna, a to na obou stranách Atlantiku. Citelnější cenové zisky se však již omezily na dluhopisy nižších ratingových kategorií (nabízející vyšší výnos), obligace investičního stupně již spíše stagnovaly. To byl důsledek již velmi utažených kreditních marží v tomto segmentu, způsobených mj. probíhajícími nákupy ze strany ECB v rámci jejich programu QE. Podporou cenám firemních dluhopisů nicméně zůstával převis poptávky po výnosu lačnických investorů při tlumené nabídce (výrazně snížená aktivita emitentů na primárním trhu pokračovala i v srpnu). Panika po britském referendu definitivně opadla, do popředí se dostávaly spekulace o možném dalším uvolnění měnové politiky v EMU. Marže v segmentu EUR firemních dluhopisů investičního stupně ve výsledku v průměru klesly o další 4 bps na 76 bps.

Index Markit iTraxx Europe (mapující marže CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) naproti tomu stagnoval na 68 b. Marže CDS kontraktů na dluhopisy s neinvestičním ratingem dle indexu iTraxx Xover ubraly 7 bodů na 311 b.

Dluhopisový trh ČR

České dluhopisy během srpna dále snižovaly rizikovou prémii oproti svým německým protějškům. Ta se v červnu dostala až na 60 b.b., od té doby však klesá a během srpna se snížila na 30 b.b. Na krátkém konci byl vývoj podobný, z 55 b.b. se riziková premie na dvouletém českém dluhopisu během července a srpna smrškla na 25 b.b. Příčinou byl přetrvávající resp. zesilující příznivý technický obrazek lokálního trhu – vysoká volná likvidita domácích bank a zájem zahraničních investorů převyšoval omezenou nabídku vládních dluhopisů (i díky pozitivnímu vývoji rozpočtu, a tudíž nízké emisní aktivitě na primárním trhu). Výnosová křivka českých státních dluhopisů ve výsledku za srpen klesla zhruba paralelně v rozsahu 10 – 15 bazických bodů.

Dluhopisový trh Polsko

Polská křivka byla během srpna relativně stabilní, podobně jako v červenci. Cenová volatilita však byla o poznání větší – ceny dluhopisů delších splatností v první polovině měsíce rostly, podpořeny přehodnocením vládního plánu pomoci držitelům hypoték denominovaných v CHF, jež není zdaleka tak negativní pro bankovní sektor, jak se investoři obávali. Později však obligační ceny část zisků zkorigovaly. Na křivce se nijak výrazněji neprojevil vyjádření některých členů MPC ohledně možnosti sazby případně dále snížit, ani neutuchající deflace. Výnosová křivka ve výsledku mírně klesla a snížila sklon, pohyb výnosů se pohyboval v rozsahu do -15 bps.

Bloomberg Effas Czech Index



Bloomberg Effas Poland





DLUHOPISOVÉ TRHY

Dluhopisový trh Turecko

V Turecku byl v srpnu vývoj na dluhopisovém trhu stabilizovaný. Poté, co se situace již v červenci po nezdařilém pokusu o převrat z části uklidnila, úrovně obligačních výnosů se během srpna při dalším stabilizovaly v úzkém pásmu bez viditelného trendu. Zatímco tržní obavy z budoucího (geo)politického vývoje v Turecku přetrvávaly a zveřejněné makroekonomické údaje byly horší (zejména vyšší než očekávaný nárůst inflace), očekávání pouze velmi pozvolné neutralizace měnové politiky Fedu a poptávka po více úročených rizikových aktivech držely turecký dluhopisový trh v rovnováze. Výrazněji, cca o 50 bps poklesly pouze krátkodobé výnosy (vlivem pokračujícího opatrného uvolňování měnové politiky Turecké centrální banky), středně- a dlouhodobé výnosy stagnovaly mezi 9,5 – 9,8 %.

MĚNOVÉ TRHY

Dolar se proti euru během většiny srpna pohyboval v relativně úzkém pásmu 1,11-1,13. Ve druhé polovině měsíce se pod vlivem rostoucí pravděpodobnosti zvýšení sazeb Fedu usadil na spodním okraji tohoto pásma. **Koruna se celý srpen držela hranice 27,025**. Polský zlotý jevil, samozřejmě, více života. V polovině měsíce posílil až k hranici 4,25 s tím, jak vláda představila poměrně „měkké“ řešení problému cizoměnových hypoték, poté se vrátil nad 4,35 pod vlivem růstu pravděpodobnosti utahení sazeb v USA. Maďarský forint byl stabilní, posílil jenom marginálně (z 312 na 310).

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Dluhopisový trh ČR

Nadále platí, že z českého prostředí impuls k růstu výnosů stále nemá proč přijít – byť ekonomika velmi slušně roste, nezaměstnanost klesla na dlouhodobé minimum, domácí poptávka zůstává silná atd., tak prozatím převládají a v blízké budoucnosti dále budou převládat technické faktory. Domácí bankovní trh je v masivním a rostoucím přebytku likvidity, ministerstvo financí má nyní díky silně rostoucí ekonomice rychle rostoucí příjmy a excesivně neutrácí (za prvních 8 měsíců roku byl rozpočet v nejvyšším přebytku od roku 1993, 81,2 mld. Kč, tj. o 62 mld. vyšší než v roce 2015), takže jeho emisní aktivita je pochopitelně nízká – ve třetím čtvrtletí MFČR emitovalo dluhopisy pouze za 15,4 mld. Kč. I když se dá očekávat zvýšení emisní aktivity s blížícími se volbami v roce 2017, vzhledem k masivní likviditě zde i v zahraničí bude tlak na růst výnosů do značné míry tlumen.

V delším horizontu nadále očekáváme postupný vzestup požadovaných výnosů a zvýšení sklonu výnosové křivky – nejvíce by tak měly poklesnout ceny dlouhodobých dluhopisů. Klíčovým přitom zůstává vývoj v EMU, potažmo USA. Zde budou hlavními determinanty vývoj měnových politik hlavních centrálních bank, respektive globální ekonomický vývoj (zejména inflace). Obnovený příznivý vývoj zaměstnanosti ve Spojených státech dle nás potvrdil tezi o probíhajícím široce zakořeněném hospodářském růstu v největší ekonomice světa, jež postupně začíná generovat viditelnější inflační tlaky. Spolu s očekávaným urychlením růstu v druhém pololetí by tento vývoj měl přesvědčit dosud váhající Fed opět zvýšit úrokové sazby a zvednout očekávání v tomto směru i do budoucna. Být opačným směrem bude prozatím působit dodatečná měnověpolitická expanze dalších hlavních centrálních bank, výsledný efekt by dle našeho názoru měl být v dalších měsících ve směru rostoucích bezrizikových obligačních výnosů, zejména v segmentu delších splatností (pokles cen dluhopisů).

Dluhopisový trh Polsko

Polské dluhopisy vnímáme na úrovních z konce prázdnin jako poměrně atraktivní, nabízející slušný rizikově očištěný výnos. Na politickou nejistotu si investoři zvykli, atraktivitu polských dluhopisů umocňuje relativně rozumný přístup vlády k řešení cizoměnových hypoték, hluboce záporné výnosy v Německu či jinde v Evropě. Dokud bude ECB provádět expansivní měnovou politiku (což bude ještě minimálně 2 roky) a dokud se nezvedne inflační výhled v Eurozóně, ani případné nestandardní chování polské vlády, pokud nebude skutečně excesivní, investory hladové po výnosu neodradí. Potenciálním lokálním faktorem růstu cen zůstává možný pokles sazeb, ke kterému se sice stále polská centrální banka staví obecně rezervovaně, ale už méně, než v minulých měsících.

Dluhopisový trh Turecko

Turecké výnosy zůstávají rizikovou sázkou. Kromě stále nedobrého inflačního výhledu (jádrová inflace kolem 8,5 %) a trvajících (geo)politické nejistoty je nutno brát v potaz částečně politicky závislou centrální banku, jež neúnavně pokračuje ve snižování horní hranice měnověpolitického úrokového koridoru, čímž reálně snižuje úrokový polštář, kterým turecká aktiva vybalancovávají výše zmíněné rizikové faktory. Hlad globálních investorů po vyšším výnosu v prostředí vysoké likvidity na finančních trzích a často záporných bezrizikových sazeb však může za předpokladu opatrného Fedu (tzn. nadále nízkých USD výnosů) tureckým dluhopisům pomáhat na vyšší cenové úrovni, pokud to umožní inflační vývoj.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Měny

Euro se proti dolaru v dalších měsících udrží kolem 1,10; vzhledem k tomu, že neočekáváme, že Fed bude zvyšovat sazby výrazně a že čekáme, že ECB setrvá ve svém uvolněném měnově-politickém postoji, neočekáváme výraznější pohyby jedním či druhým směrem.

U koruny bude prozatím nadále pokračovat dosavadní vývoj, většinu času bude mírně nad hranicí 27,00 a bude tudíž nutit ČNB k intervencím. Ty však v současnosti nabývají na síle, ve vedení ČNB se navíc objevují hlasy, že exit z intervenčního režimu nemusí být nutně až při dosažení inflačního cíle 2 %. Je tedy možné, že ČNB bude chtít trh překvapit a může k exitu dojít již dříve v průběhu první poloviny 2017. **Polský zlotý** vnímáme fundamentálně jako slabý, očekáváme jeho postupné posilování v průběhu dalších měsíců. Maďarský forint dle nás bude pokračovat v oscilaci lehce nad 310, a to i pokud dojde k dalšímu uvolnění měnové politiky skrze nestandardní nástroje, jak stále nevyklučuje centrální banka.

Akciový trh

Akciové trhy se nadále obchodují na zajímavých úrovních a považujeme je za jedny z **nejatraktivnějších finančních aktiv**. Akcie se jeví levné zvláště v prostředí ultra nízkých úrokových sazeb, kdy by se valuační hodnoty mohly oproti historickým průměrům pohybovat výše. Velice nízkých valuačních hodnot dosahují akciové rozvíjející se trhy, které v posledních měsících vzbuzují rostoucí zájem ze strany investorů. Také evropské akciové trhy se nachází zhruba 20 % pod svými historickými průměry, což se P/B, P/E nebo dividendových výnosů týká. Z valuačního hlediska se jako nejméně atraktivní jeví americké akcie. Ty se ve srovnání s historickými průměry obchodují s mírnou premií, avšak tyto vyšší ceny jsou kompenzovány, ve srovnání s Evropou, vyšším hospodářským růstem nebo zdravějším pracovním trhem. Z valuačního hlediska mohou být podporou akciím nadále **uvolněné měnové politiky centrálních bank**. Při investování do akcií však musíme počítat se zvýšenou volatilitou, která nás, při současných úrovních akciových indexů, bude v následujících letech provázet. Důležitými událostmi bude vyjednávání podmínek Brexitu, s možnými dopady na EU jako celek, a prezidentské volby v USA.

Volatilita může být způsobena a tedy rizika nyní vidíme například v neočekávaném výrazném zpomalení hospodářství v USA, geopolitických rizicích, zvláště na východě Evropy nebo Asie, popřípadě bankrotu jednoho z největších cargo přepravců Hanjin nebo nevhodných krocích centrálních bank.

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