



AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	0,43 %	USA	-0,93 %	USD/EUR	0,01 %	Ropa Brent	6,85 %
Evropa – DJ Stoxx 600	0,24 %	Evropa	-0,13 %	CZK/USD	-0,05 %	Zemní plyn	3,16 %
Japonsko – Nikkei 225	5,49 %	ČR	-0,40 %	CZK/EUR	0,01 %	Sil. elektřina	5,91 %
MSCI Emer. Mark.	-0,76 %	Polsko	0,07 %	PLN/EUR	-0,13 %	Zlato	-0,84 %
ČR – PX	2,71 %	Maďarsko	-0,25 %	HUF/EUR	-1,00 %	Stříbro	1,90 %
Polsko – WIG30	-2,04 %	Turecko*	13,44 %	TRY/EUR	-7,16 %	Měď	4,80 %
Maďarsko – BUX	-0,17 %	* BofA Merrill Lynch index					

ZÁŘÍ V KOSTCE

KLÍČOVÉ UDÁLOSTI VE SVĚTĚ

- Turecká centrální banka na svém řádném zasedání 13. září výrazně zvýšila základní úrokovou sazbu, týdenní reposazbu, o 6,25 % ze 17,75 % na rovných 24 % a výrazně přispěla ke zklidnění tržního sentimentu na tureckých aktivech v čele s tureckou lirou.
- 13. září proběhlo také zasedání Evropské centrální banky (ECB). Žádných překvapení jsme se, v souladu s tržním očekáváním, nedočkali. ECB rozhodla o snížení měsíčního objemu nákupu aktiv v rámci programu kvantitativního uvolňování (QE) na 15 miliard eur ze současných 30 miliard, a to od října. Všechny ostatní parametry měnové politiky ECB zůstaly beze změny: úrokové sazby na technické nule, očekávání ukončení programu kvantitativního uvolňování ke konci letošního roku i výhled na úrokové sazby, jež by měly zůstat na aktuální – nulové – úrovni minimálně do léta příštího roku.
- V souladu s očekáváním trhu Česká národní banka 26. září zvýšila základní úrokovou sazbu, dvoutýdenní reposazbu, o čtvrt procentního bodu na 1,5 %. Bylo to třetí zvýšení sazeb v řadě a letos již celkově čtvrté. Mezi klíčové důvody pokračujícího cyklu zvyšování českých úrokových sazeb patří nadprůměrný růst české ekonomiky na hranici strukturálních možností, enormně utažený trh práce a rapidní růst mezd, inflace mírně nad inflačním cílem a oproti prognóze ČNB slabší úroveň české koruny. Přitom platí, že další zvýšení sazeb na příštím listopadovém zasedání je poměrně pravděpodobné.
- 26. září rovněž zasedala americká centrální banka Fed. Podle očekávání trhu došlo ke zvýšení základní úrokové sazby – federal funds rate – o čtvrt procentního bodu na cílové pásmo 2,00–2,25 %. Také v případě Fedu je další zvýšení na příštím prosincovém zasedání velice pravděpodobné.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

- Americký dolar byl meziměsíčně stabilní. Dolarový index DXY, jenž měří výkonnost dolaru vůči koši hlavních světových měn, září zakončil na úrovni z konce srpna. Vůči euru byl dolar rovněž meziměsíčně stabilní na úrovni 1,160 dolaru za euro.
- Ani koruna také nevykázala zásadnější meziměsíční pohyb. Vůči euru i dolaru září zakončila přibližně na úrovních z konce srpna.
- Pro globální akciové trhy září představovalo, stejně jako srpen, mírně příznivý měsíc, když si index MSCI All Country World připsal drobný zisk 0,3 % (v dolaru). V korunovém vyjádření si ovšem globální akciové trhy kvůli posílení koruny vůči dolaru připsaly mírnou ztrátu -0,3 %.
- Z regionálního pohledu si mírné zisky opět připsaly akciové trhy rozvinutých zemí (MSCI World +0,4 %), naopak akciové trhy rozvíjejících se zemí opět poklesly (MSCI Emerging Markets -0,8 %).
- Z konkrétních zemí se po srpnovém propadu dařilo akciím v Turecku (BIST 100 +7,8 %) a Rusku (RTSI +9,1 %). Slušný zisk zaznamenaly také japonské akcie (Nikkei +5,5 %). Na druhou stranu ztráty zaznamenaly akcie v Indii (Sensex -6,3 %) a nedařilo se ani akciím v Polsku (WIG 30 -2,1 %).
- Index pražské burzy PX zaznamenal solidní zisk 2,7 % a měsíc zakončil na úrovni 1 102 bodů.

**ZÁŘÍ V KOSTCE****VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH**

- České státní dluhopisy na rozdíl od předcházejících měsíců mírně oslabily, když dle indexu českých státních dluhopisů Bloomberg Barclays v průměru ztratily 0,4 %. Výnos do doby splatnosti státního dluhopisu s dvouletou splatností vzrostl o 0,16 % na 1,48 %, zejména vlivem dalšího zvýšení úrokových sazeb ČNB. Výnos do doby splatnosti státního dluhopisu s dlouhou desetiletou splatností vzrostl o 0,07 % na úroveň 2,19 %. Česká výnosová křivka tak dále mírně snížila svůj sklon.
- Polské státní dluhopisy pokračovaly v mírném posilování, tentokrát o 0,1 %, naopak maďarské státní dluhopisy oslabily opět o 0,3 %. Turecká měnová krize se po výrazném zvýšení úrokových sazeb tureckou centrální bankou a pro představení nového střednědobého hospodářského plánu tureckou vládou relativně uklidnila. Tržní sentiment se stabilizoval, z čehož výrazně těžily turecké vládní dluhopisy, které si připsaly měsíční zisk 13,5 %. Od začátku roku je index tureckých vládních dluhopisů nicméně stále výrazně v minusu, a to -12,5 %.
- Výkonnost korporátních dluhopisů se opět pohybovala kolem nuly, když eurový index korporátních dluhopisů investičního stupně mírně, o 0,3 %, oslabil, zatímco eurový index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně (high-yield) mírně, o 0,3 %, posílil.
- Cena ropy Brent pokračovala v růstu, za září posílila o 6,8 % na úroveň 83 dolarů za barel. Přitom za uplynulých 12 měsíců je cena ropy výrazně výše, a to o 44 %.

CO JSME DĚLALI V NAŠICH INVESTIČNÍCH PORTFOLIÍCH?

- V rámci asset alokace investičních portfolií jsme v průběhu září žádné významné investiční akce neprováděli.
- Celkově jsme v rámci asset alokace investičních portfolií vůči srovnávacím indexům (benchmarkům) i nadále mírně podváženi v akciích, podváženi v dluhopisech a naopak nadváženi v alternativních investicích a hotovosti.
- Podvážení akciové složky momentálně považujeme za tzv. strategické, neboť se domníváme, že v rámci aktuálního globálního hospodářského cyklu již bylo velice pravděpodobně dosaženo na konci loňského roku vrcholu a v příštích dvou letech bude světová ekonomika postupně mírně zpomalovat (celkově potvrzeno daty o HDP klíčových ekonomik za první dvě čtvrtletí, např. eurozóna, Japonsko nebo Čína, a globálním indexem nákupních manažerů v průmyslu), stejně jako dynamika růstu korporátních zisků.
- V rámci akciové složky i nadále preferujeme rozvíjející se trhy (emerging markets) oproti trhům rozvinutým (developed markets), zejména z důvodu příznivějších valuací, vyššího očekávaného tempa růstu korporátních zisků a výrazně vyšší dynamiky HDP.

JAKÝ JE NAŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

- Naše očekávání pro zbytek roku 2018 a rok 2019 jsou v rámci našeho základního scénáře budoucího vývoje opatrně pozitivní.
- Globální ekonomický růst pokračuje a je silně synchronizován napříč světovými regiony. Růst světového HDP by se měl přitom i letos pohybovat kolem úrovně 3,5 %.
- Na druhou stranu se ovšem domníváme, že dynamika neboli tzv. momentum světové ekonomiky je již momentálně v rámci aktuálního hospodářského cyklu za svým vrcholem, jehož bylo dosaženo na konci loňského roku, a v následujícím období bude dále mírně zpomalovat.
- Čísla o HDP za druhé čtvrtletí z klíčových ekonomik přitom potvrdila, že je na tom světová ekonomika celkově stále poměrně dobře, zejména dynamika HDP v USA byla velice slušná, a s největší pravděpodobností nás v nejbližších měsících žádné zásadní hospodářské ochlazení nečeká, byť je již celkově skutečně patrné mírné slábnutí (např. eurozóna, Japonsko a Čína).
- Inflační vývoj pro globální finanční trhy stále nepředstavuje žádný problém. Inflace sice měla v posledních měsících mírně růstovou trajektorii, do značné míry ovlivněnou vyšší cenou ropy, prozatím se nicméně rozhodně nezdá, že by měla inflace nějakým zásadním způsobem přestřelit, a to i přes velice nízkou míru nezaměstnanosti napříč světovou ekonomikou. Celkově se inflace v klíčových světových ekonomikách pohybuje poblíž inflačních cílů, u některých ekonomik dokonce výrazně pod cílem (např. Japonsko a dále eurozóna v případě jádrové inflace).
- Americká centrální banka Fed bude velice pravděpodobně pokračovat v graduálním zvyšování úrokových sazeb, jež jsou z historického srovnání stále velice nízké. Evropská centrální banka drží úrokové sazby stále na nule a podle zářijového prohlášení velice pravděpodobně ukončí program nákupu dluhopisů (kvantitativní uvolňování) na konci roku. I nadále se navíc zdá, že eurozóna má před sebou ještě minimálně celý jeden rok bez zvýšení sazeb.



ZÁŘÍ V KOSTCE

JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

- Co se globálního akciového výhledu týče, domníváme se, že po devíti letech globálního býčího trhu, pohledem nejširšího světového indexu MSCI All Country World, již pravděpodobně mají akciové trhy to nejlepší za sebou. Dynamika světové ekonomiky a růst korporátních zisků budou velice pravděpodobně v následujících dvou letech z cyklického vrcholu z konce loňského roku postupně mírně zpomalovat, což bude pro akciovou výkonnost představovat negativní faktor. Za celý rok 2018 tak v našem základním scénáři očekávaného vývoje počítáme pouze s mírně kladnou výkonností globálních akciových trhů kolem 5 % (v dolaru).
- Co se týče ocenění globálních akciových trhů neboli valuací tržních cen akcií ve vztahu k fundamentálním veličinám jako zisky (P/E), tržby (P/S) či účetní hodnota vlastního kapitálu (P/B), opět na bázi nejširšího světového indexu MSCI All Country World, ty jsou momentálně z historického srovnání již celkově mírně nadprůměrné, proto u valuací v letošním roce očekáváme postupný mírný pokles.
- Na trh českých státních dluhopisů máme i nadále poměrně opatrný výhled, neboť výnosy do doby splatnosti jsou z historického srovnání stále poměrně hodně nízké, byť již o poznání výše oproti historickým minimům dosaženým před dvěma lety.
- Co se týče korporátních dluhopisů investičního i neinvestičního stupně, domníváme se, že po výrazném cenovém růstu z minulých let, včetně roku 2017, již pravděpodobně mají to nejlepší za sebou. Klíčový indikátor atraktivity korporátních dluhopisů – kreditní marže, tzn. rizikové přírázky nad výnosy relativně bezrizikových státních dluhopisů, se totiž stále pohybují poblíž historickým minim.
- V každém případě musíme i nadále počítat se zvýšenou krátkodobou volatilitou neboli kolísavostí tržních cen všech rizikových aktiv v čele s akciemi.
- Mezi aktuální klíčová rizika našeho opatrně pozitivního základního scénáře očekávaného vývoje globálních finančních trhů pro zbytek roku 2018 a pro rok 2019 patří:
 - 1) zhoršení měnové, inflační a celkové hospodářské situace v Turecku,
 - 2) další zásadní vyostření situace v mezinárodním obchodě, zejména ve vztahu mezi USA a Čínou,
 - 3) politický vývoj v Itálii – postoj nové vlády k eurozóně a fiskální politice,
 - 4) dálejší zhoršení ekonomické situace klíčových ekonomik v Latinské Americe (Venezuela, Brazílie a Argentina),
 - 5) rychlejší než aktuálně očekávané postupné zpomalování globální ekonomiky z cyklického vrcholu, jehož bylo dosaženo na konci loňského roku,
 - 6) neočekávané a výrazné zvýšení inflace a inflačních očekávání,
 - 7) oproti aktuálnímu očekávání výrazně rychlejší normalizace monetárních politik klíčových centrálních bank (FED, ECB, BOJ),
 - 8) oproti aktuálnímu očekávání výraznější zpomalení čínské ekonomiky, případně kreditní či realitní krize.

HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Růst ekonomiky táhne dolů pomalý průmysl. Absence růstu mezd a jen pomalé zlepšování trhu práce znamenají, že jádrová inflace zůstává nadále velmi nízká a bez trendu.

Finální data o růstu ekonomiky EMU ve 2Q18 na příběhu nic zásadního nezměnila. Tempo růstu dosáhlo 0,4 % q/q, což nebyla proti druhému čtvrtletí žádná změna. To nebylo žádné překvapení – ono se totiž nic jiného čekat nedalo, protože finální data za Francii či Itálii, zveřejněná již počátkem září, přinesla u obou zemí jenom potvrzení nevýrazného růstu (+0,2 % q/q). Struktura růstu byla také poměrně nudná. Příspěvek domácí poptávky k mezikvartálnímu růstu byl na úrovni roku 2017; důvodem pro nižší tempo q/q růstu než v minulém roce byla tedy skutečnost, že se tak dobře nevedlo čistému exportu. Meziroční růst dosáhl 2,1 % a jeho struktura byla ten samý příběh jako v případě růstu čtvrtletního – příspěvek domácí poptávky zůstal na úrovni 1,5 p. b., tj. na podobné úrovni jako v předcházejících šesti čtvrtletích, a faktorem, který způsobil, že tempo r/r růstu je pomalejší než v roce 2017, byl čistý export. Jeho příspěvek k r/r růstu byl totiž nejnižší od čtvrtého čtvrtletí 2016. Finální data tak podpořila náš dlouhodobý názor, že příspěvek domácí poptávky k růstu je na dlouhodobém maximu, a pokud má růst urychlit, bude potřeba dodatečný impuls zvenčí (z exportu). A to je vzhledem k rizikům (Trump, brexit, rozvíjející se trhy) nyní málo pravděpodobné.



HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Průmyslová produkce totiž nadále zůstává slabá. Počátkem druhého pololetí **německá průmyslová produkce** poklesla o 1,1 % m/m, což znamená, že letos poklesla v pěti měsících ze sedmi. Zpracovatelský průmysl poklesl ještě výrazněji (-2 % m/m v červenci, po -0,7 % m/m v červnu), průmyslu pomohla pouze výroba energií. Celková průmyslová produkce tak byla meziročně pouze o 1,2 % vyšší, ve zpracovatelském průmyslu to bylo dokonce jen o 0,8 %. Německé průmyslové objednávky navíc v červenci opět klesly – jejich pokles o skoro procento přišel po červnovém poklesu o 3,9 % m/m a znamenal, že letos rostly objednávky jenom v květnu. Celkově jsou tedy objednávky nyní jen o zhruba 3 % vyšší než před třemi (!) roky. Tento nelichotivý obrázek průmyslu neplatí jen pro Německo – červencová data totiž potvrdila, že průmysl v celé eurozóně téměř neroste (červencové tempo -0,1 % r/r nelze popsat jinak).

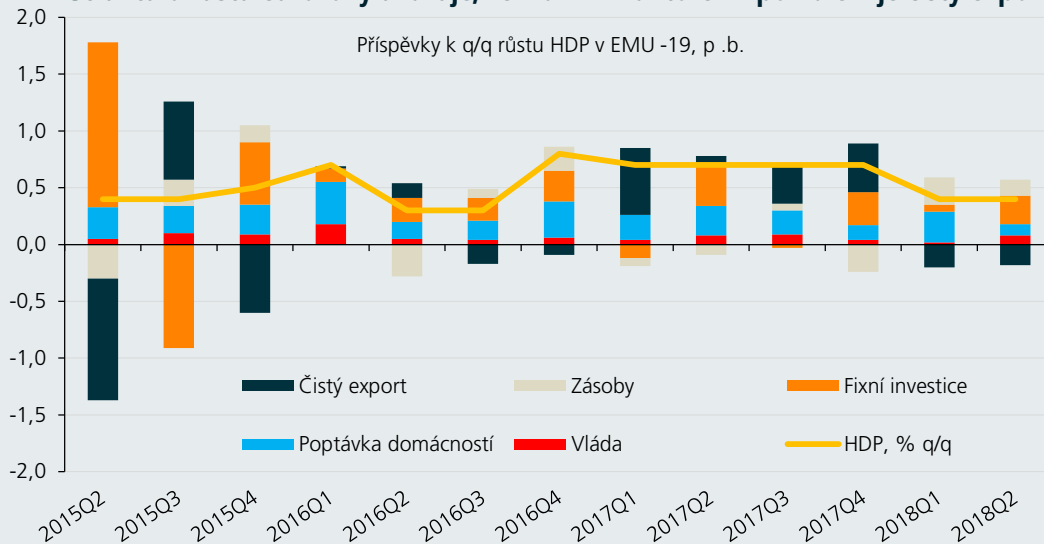
Předstihové indikátory za září nedoznaly v Německu oproti srpnu žádných velkých změn: index IFO se ani ve složce očekávání (101 bodů), ani ve složce hodnocení stávající situace (106,4 bodu) oproti srpnu nezměnil (101,3, resp. 106,5). Za celou eurozónu se indikátory ve zpracovatelském sektoru zhoršily: finální index PMI totiž dále poklesl a dosáhl tak nejnižší hodnoty (53,2) od září 2016. Nejdůležitějším faktorem poklesu byla důvěra, která kvůli napětí ve světovém obchodě způsobenému Trumpem poklesla na tříleté minimum. Ve službách zůstala situace neměnná (54,7 vs. srpnová hodnota 54,4). Prozatím se tedy nervozita z průmyslu dále nešíří.

Maloobchod počátkem druhého pololetí zůstal stejně slabý jako koncem pololetí prvního. Jeho meziroční tempo růstu totiž v červenci dosáhlo pouze 1,2 %, což je skutečně velmi málo na vygenerování jakýchkoliv inflačních tlaků v eurozóně. Srpnová data na tomto obrázku nic nezměnila, růst byl jen o málo lepší (1,8 %). Slabá poptávka se zrcadlí v důvěře domácností, která mezi červencem (-0,2 bodu) a zářím poklesla o rovné dva body a dostala se tak nejnižší od května 2017. Trh práce se zlepšuje jen velmi pomalu, míra nezaměstnanosti v srpnu dosáhla 8,1 %, což bylo jen o 0,9 p. b. méně než před rokem. Růst mezd je nadále velmi pomalý a stěží pokrývá inflaci, a to dokonce i v Německu, kde je nezaměstnanost jedna z nejnižších v Evropě.

Celková inflace v srpnu zpomalila na 2 %, jádrová inflace zvolnila na 1 % – u obou indikátorů se jednalo o pokles o 0,1 p. b. oproti červenci. Jediným důvodem, proč se celková a jádrová inflace liší, tak nadále zůstávají ceny energií, které v srpnu vzrostly o 9,2 % r/r, v červenci o 9,5 %. Zářijová inflace, přesněji řečeno její první odhad, který byl zveřejněn na konci měsíce, žádnou změnu v inflačním obrázku nepřinesl: jádrová inflace dosáhla jen 0,9 %, což znamená, že se již více než rok nevychýlila z pásma 0,8–1,1 % (a že od března 2013 nebyla nad 1,2 %).

ECB na stagnaci jádrové inflace nijak nereaguje, a to ani verbálně. Naopak, navzdory tomu, že ECB na svém zářijovém zasedání snížila odhad tempa růstu HDP v letošním roce i v roce 2019, Draghi akcentoval růst mezd a obecně zlepšování trhu práce a tvrdil, že inflace se pohne blíž k cíli. Což podle nás není tolik založeno na skutečnosti (mzdy nerostou rychleji než před rokem), spíše na víře a přání, aby se tak stalo. Je proto jasné, že i navzdory nulovému zlepšení skutečné inflace program odkupu aktiv na konci roku skončí tak, jak je plánováno.

Struktura růstu eurozóny ukazuje, že hlavním faktorem zpomalení je čistý export



Zdroj: Eurostat



HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Ekonomika si vede nadále dobře, ve druhé polovině roku má nakročeno k růstu tempem mezi 2,5 a 3 %. Inflace se drží kolem cíle centrální banky, která tak pokračuje v postupném utahování politiky.

Finální (třetí) odhad růstu americké ekonomiky ve druhém čtvrtletí letošního roku nedoznal oproti druhému odhadu žádné změny. Ekonomika tedy vzrostla o 4,2 % q/q anualizovaně, což bylo nejrychlejší tempo růstu od třetího čtvrtletí 2014. Nejvýraznějším přispěvatelem byly spotřebitelské výdaje, které k růstu přidaly 2,6 p. b., a čistý export (s příspěvkem 1,2 p. b.). V prvním případě se jedná o efekty daňové reformy (tj. daňových úlev), ve druhém pak – vzhledem k tomu, že silný příspěvek čistého exportu byl výhradně v důsledku exportu samotného –, nejspíš o efekt přesunu části vývozu v čase tak, aby se vyhnul odvetným celním opatřením ze strany EMU a Číny. Ani jeden z těchto efektů není udržitelný, v případě vývozu na USA dopadne ještě silný dolar. Fixní investice přidaly 1,1 p. b., tolik však ubral růst zásob (-1,2 p. b.).

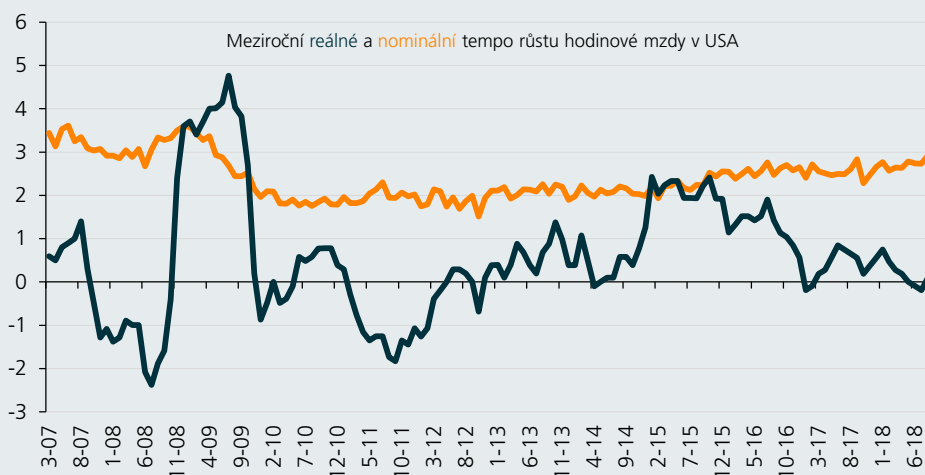
Měsíční data zveřejněná během září byla vcelku dobrá. **Průmyslová produkce** v srpnu přidala 0,4 % m/m, v posledních třech měsících tedy překvapivě silných 1,5 %. Zpracovatelská složka si vedla jen o málo hůř, když v srpnu přidala 0,25 % a v posledních třech měsících 1,3 %. Vzhledem k vývoji kurzu dolaru je to vcelku překvapivý – a pozitivní – výsledek.

Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby (bez letadel a vojenské techniky) po červnovém, nahoru revidovaném růstu o 0,9 % m/m poklesly v červenci o 1,7 % m/m, což znamená, že v posledních třech měsících dohromady poklesly o více než procento. Je otázka, zda to už není důsledek obchodní války odstartované prezidentem Trumpem, která má dopad na sentiment a investiční rozhodování. V každém případě však červencová data nejsou pro investiční aktivitu ve třetím čtvrtletí nijak zvlášť pozitivní.

Maloobchodní tržby (bez aut a bez paliv) si počátkem třetího čtvrtletí vedly dobře, podobně jako celé druhé čtvrtletí. V červenci totiž přidaly nahoru revidovaných 0,7 % m/m. Samozřejmě, podstatnou zásluhu na tom má daňová reforma prezidenta Trumpa, tj. de facto výměna růstu státního zadlužení za rychlejší poptávku domácností. Srpnová data byla sice o něco slabší – maloobchod přidal jen 0,2 % – kvartální dynamika však zůstává stejná jako ta, kterou jsme viděli ve druhém čtvrtletí (1,5 % q/q). **Růst mezd** zůstává z historického hlediska nadále relativně pomalý – nominální hodinová mzda počátkem druhého pololetí vzrostla o 2,7 %, reálně pak kvůli vyšší inflaci poklesla v červenci nejvíce (-0,3 % r/r) od října 2012. V srpnu však růst mezd zrychlil na 2,9 %, nejvíce od května 2009, což je jistě dobrá zpráva.

To vše i navzdory tomu, že trh práce je stále velmi dobrý. V červenci vytvořil 153 tisíc, v srpnu pak 204 tisíc pracovních míst v soukromém sektoru. **Oficiální míra nezaměstnanosti** tak v srpnu dosáhla 3,9 %, což je nadále poblíž 18letého minima, její alternativní míra U6 (zahrnující oficiálně nezaměstnané, pracovníky k trhu práce připojené pouze částečně, pracovníky od hledání práce odrazené či pracující nedobrovolně na částečný úvazek) dokonce klesla na nejnižší hodnotu (7,4 %) od dubna 2001 (7,4 %). **První žádosti o podporu v nezaměstnanosti** jsou nejnižší nejméně od roku 1970 (což je období, za které máme k dispozici data). Jediným lehce negativním znakem trhu práce tak zůstává, že **neroste míra participace**, která se setrvale drží pod 63 % (v srpnu 62,7 %).

Růst mezd je nadále z historického hlediska slabý, v srpnu však zrychlil na nejvyšší tempo od května 2009



Zdroj: BLS.gov, časové řady číslo CES0500000003, CES0500000013



HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Jádrová PCE inflace v srpnu sice meziročně zůstala počtvrté v řadě na úrovni 2 %, její měsíční dynamika však výrazně zpomalila, když se cenová hladina meziměsíčně proti červenci 2018 nezměnila. Stagnaci m/m inflace jsme neviděli od března 2017. V posledních třech měsících tak vzrostla jádrová inflace celkem pouze o 0,3 % a podporuje tak názor Fedu, že z hlediska cenové stability má věci pod kontrolou a že razantnější utahování měnové politiky, než které Fed provádí, není potřeba.

Fed na svém zasedání koncem září sice opět zvýšil sazby (klíčová sazba se tak dostala do pásma 2–2,25 %), ze zápisu však zmizela zmínka o tom, že měnová politika je „akomodativní“. Z toho lze dovodit, že další zvyšování sazeb bude nejspíš pozvolné, obzvláště pokud se potvrdí zpomalení inflace, které naznačují měsíční inflační data.

CEE3

ČR

Česká ekonomika roste nejpomaleji v regionu, inflace se však v posledních měsících znatelně zvedla. Česká národní banka pokračuje v utahování politiky.

Druhý odhad tempa růstu HDP ve 2Q18 ukázal, že česká ekonomika rostla rychlejším tempem, než se původně odhadovalo, stále však tempem nejslabším v rámci regionu. Navzdory očekáváním analytiků na vyšší růst totiž ve druhém čtvrtletí přidala „jen“ 0,7 % q/q, což kromě zaostávání za Maďarskem a Polskem také znamená, že česká ekonomika rostla v prvním pololetí anualizovaným tempem pouze 2,4 % (ve srovnání s více než dvounásobným tempem v Maďarsku i v Polsku). Struktura růstu ukázala zpomalení tempa růstu poptávky domácností na nejslabší úroveň za dva roky (0,7 % q/q) a také zpomalení růstu fixních investic (byť na stále velmi silných 1,7 % q/q). Zpomalení tempa růstu poptávky společně s překvapivě silným exportem znamenalo, že růstu ve 2Q18 pomáhal i čistý export. Nejpозitivnější do dalších čtvrtletí je vývoj zásob, které ve 2Q18 poklesly o devět miliard, což znamená, že v dalším čtvrtletí budou nejspíš přispívat k růstu HDP pozitivně. Finální (třetí) odhad, zveřejněný počátkem října, na druhém odhadu nic nezměnil. Jedinou novou informací bylo, že míra úspor domácností, ač historicky nadále velmi nízká, již ve druhém čtvrtletí dále neklesla, ale že naopak narostla na nejvyšší hodnotu (9,8 %) od prvního čtvrtletí 2017.

Maloobchodní tržby setrvaly i počátkem druhého pololetí v solidním růstu, ale tempa růstu z předcházejících šesti kvartálů se již neopakují. **Jádrové maloobchodní tržby (bez aut, bez paliv, bez potravin) přidaly v červenci 7,3 % r/r**, což bylo stejné jako průměr druhého čtvrtletí (7 %), které ale bylo z hlediska tempa růstu tržeb také nejslabší za poslední rok a půl. Že ke zpomalení dynamiky tržeb z často dvouciferných hodnot r/r růstu v předcházejících kvartálech dojde, však není úplně překvapivé – nezaměstnanost už totiž nemá kam dál klesat, nízké sazby v bankách a spotřebitelská důvěra na historických maximech zase v minulosti stlačily míru úspor na historické minimum. Jinými slovy, prostor pro tak silný růst jako v minulém roce a půl jednoduše není. Mimo jádrového segmentu byla situace také dobrá. Po překvapivém (a od prosince 2016 prvním) poklesu tržeb za potraviny v červnu (–0,7 % r/r) se v červenci tržby za jídlo vrátily k pozitivnímu růstu (3 % r/r). V segmentu prodejů aut došlo k růstu tržeb o 0,6 % m/m, v meziročním vyjádření to však kvůli bazickému efektu znamenalo tempo +7 % r/r. Tržby za pohonné hmoty mírně zvolnily, podobně jako u tržeb za potraviny a z podobného důvodu – kvůli růstu cen. Zatímco počátkem letošního roku rostly tempem 6,5 % r/r, v červenci tempem 4 % r/r. **Růst mezd je nadále silný (8,6 % r/r nominálně ve 2Q18), primárním tahounem zůstává veřejný sektor.**

Průmyslová produkce po překvapivě silném květnu a červnu zaznamenala v červenci pokles o 1,8 % m/m. Meziroční tempo dosáhlo 6,7 %, a to hlavně díky silnému růstu výroby elektrické energie v důsledku teplého počasí (+23,3 % r/r). Růst ve zpracovatelském sektoru dosáhl 5 % r/r, což je v souladu s tím, co indikoval index PMI (a jak se vyvíjí průmysl u našich západních sousedů). Index PMI totiž v srpnu poklesl na 54,9. Že budou další průmyslová data spíše slabší, ukázal zářijový index PMI, který poklesl na nejnižší hodnotu (53,4) od listopadu roku 2016.

Spotřebitelská (měnověpolitická) inflace v srpnu přidala 0,1 % m/m, meziročně tak poskočila z 2,3 % na 2,5 %. Nejvíce tlačilo ceny nahoru zvýšení cen souvisejících s bydlením, zejména cen elektrické energie a nájemného (což reflektuje růst cen nemovitostí). Jádrová inflace dosáhla 2,5 %.

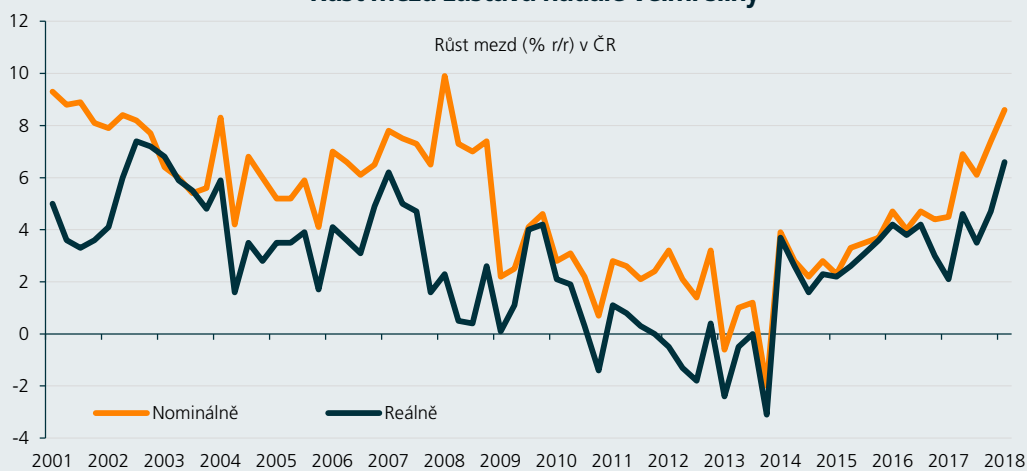


HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

Česká národní banka na svém zasedání koncem září potřetí v řadě zvedla klíčovou dvoutýdenní repo sazbu o 25 b. b. Dvoutýdenní repo sazba tak dosáhla 1,50 %, což je její nejvyšší hodnota od podzimu 2009. Hlavním důvodem růstu sazeb byla slabší koruna, která nadále nenaplnjuje očekávání centrální banky. Na zasedání se ke zklamání trhu guvernér neupsal k dalšímu růstu sazeb na dalším zasedání počátkem listopadu, ale vzhledem k trvající slabosti koruny je dosti reálné, že se tak stane.

Růst mezd zůstává nadále velmi silný



Zdroj: WWW.CZSO.CZ

POLSKO

Polská ekonomika roste nadále velmi dobře, ve druhém čtvrtletí přidala více než 5 % r/r. Inflace však zůstává velmi nízkou.

Poté, co ekonomika v prvním čtvrtletí letošního roku přidala šokujících 1,6 % q/q, se jí vedlo velmi dobře i ve čtvrtletí druhém. To plyne z dat o růstu HDP, který ve druhém čtvrtletí přidal 1 % q/q. Meziroční růst tak dosáhl 5 %, což bylo jen kosmetické zpomalení oproti předcházejícímu čtvrtletí (5,1 % r/r).

Průmyslová produkce v červenci mírně překonala odhady analytiků a přidala silných (neочиštěných) 10,3 % r/r, v srpnu rostla přesně dle očekávání o 5 % r/r; průměrné tempo růstu v posledních třech měsících tedy dosáhlo 7 % r/r. Zpomalení růstové dynamiky bylo v souladu s tím, jak zvolnil index PMI. Stavebnictví nadále pokračuje ve velmi silném růstu, který byl v srpnu dokonce ještě o něco rychlejší (20 % r/r) než v červenci. Polskému průmyslu se tak v rámci zemí regionu daří v letošním roce nadále nejlépe. V následujících měsících tomu tak ale asi nebude. V srpnu totiž polský PMI zpomalil na 51,4 bodu, což je nejnižší ze tří zemí regionu (Polsko, Maďarsko, ČR), v září pak klesl na dohled 50 bodů (50,5).

Maloobchodní tržby si počátkem druhého pololetí vedly velmi dobře. V červenci přidaly reálných 7,1 % r/r, v srpnu pak 6,7 %, což je nadále nad průměrným tempem dosaženým v předcházejícím roce a půl. I ve druhém pololetí tak, zdá se, bude spotřebitelská poptávka hlavním motorem růstu polské ekonomiky. Důvody tohoto silného tempa zůstávají stejné jako v prvním pololetí – silně rostoucí mzdy (v červenci nominálně +7,2 % r/r) a velmi dobrý trh práce. Míra nezaměstnanosti totiž v srpnu zůstala velmi nízkou, klesla dokonce na nové historické minimum (5,8 %); po očistění o efekt sezonnosti pak klesla na 6,1 %. Ani do dalších měsíců letošního roku tedy není vidět důvod, proč by poptávka domácností měla zpomalit.

Navzdory silnému růstu ekonomiky, nízké nezaměstnanosti a vysokému růstu mezd zůstává jádrová inflace nadále nízkou. Srpnová data totiž ukázala, že jádrová inflace byla pouze 0,9 % – to je sice o 0,3 p. b. více než v červenci, ale nadále výrazně pod cílem centrální banky. Pokračuje tak paradoxní inflační vývoj, ze kterého centrální banka nemá vůbec radost. Předběžná data za září byla zveřejněna počátkem října, ale žádnou změnu nepřinesla: celková inflace dosáhla 1,8 %, tj. o 0,2 p. b. méně než v srpnu. Jádrová inflace za září známá ještě není, dá se ale čekat, že nevrůstla.



HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

Měnový výbor centrální banky (MPC) na svém zářijovém zasedání ponechal dle očekávání sazby beze změny na 1,5 %, kde se nacházejí od března 2015. Nic jiného se ani nedalo čekat – inflační vývoj je sice paradoxní, ale reálný. Guvernér Glapinski na tiskovce opět zopakoval, že až do konce roku 2020 (!) nevidí prostor pro růst sazeb. Nová prognóza očekává inflace na hranici 3 % až v roce 2020; pro zbytek letošního roku pak zpomalení růstu ke 4 % a zpomalení inflace pod spodní hranici inflačního pásma (1,5 %).

MAĎARSKO

Růst inflace posouvá centrální banku drobnými krůčky k utažení.

Jako jinde v regionu, i v Maďarsku byl zveřejněn druhý (a v případě Maďarska finální) odhad růstu HDP za druhé čtvrtletí. Růst tak dosáhl 1 % q/q, což bylo jenom marginálně méně než v prvním čtvrtletí (1,2 % q/q). Meziroční tempo tak dosáhlo 4,8 %, což bylo dokonce o něco rychlejší než tempo v 1Q18 (4,4 % r/r). Růst byl tažen domácí poptávkou – domácnosti přispěly k meziročnímu růstu 2,6 p. b., fixní investice 3,3 p. b.

Maloobchodní tržby si dobře vedou i na začátku druhého pololetí. V červenci totiž přidaly 5,3 %, což bylo sice slabší než očekávání analytiků (dle průzkumu agentury Bloomberg 6,9 %), ale špatný výsledek to určitě nebyl. K silnému meziročnímu růstu přispěla, podobně jako v minulých měsících (a podobně jako u nás), hlavně jádrová komponenta. A podobně jako u nás je tento růst důsledkem velmi dobrého vývoje na trhu práce. **Nezaměstnanost** za červen až srpen (3,8 %) setrvala poblíž historického minima, což je výrazně pod přirozenou mírou nezaměstnanosti. Tento vývoj (a vládní zásahy v oblasti minimální a zaručené mzdy) se pak odráží v **růstu mezd** – v červnu vzrostly nominální mzdy o 11,2 % r/r, v červenci o 12,8 %.

Průmyslová produkce po slabém květnu a červnu nic zvláštního nepředvedla ani v červenci. Po květnovém růstu (očištěném o počet pracovních dní) o 3,8 % r/r vzrostla produkce v červnu jen o 3,1 % r/r a v červenci jen o 3,9 %. Vzhledem k tomu, že index PMI v červnu i v červenci zůstal pouze na úrovni 53 bodů, nebylo to ale zas tak překvapivé. V srpnu se index PMI zvedl na 56,2, což sice mohlo indikovat jisté zlepšení podmínek v dalších měsících, zářijový návrat indexu na 53,8 však takové očekávání utlumil. Maďarský průmysl tak i nadále nejspíš bude doplácet na svou velkou otevřenost a vázanost na Německo (což tolik neplatí třeba u Polska).

Celková inflace se v srpnu udržela na úrovni z července, tj. na 3,4 %. Jako jinde v regionu jsou tyto vyšší úrovně (počátkem roku byla inflace na úrovni 2,1 %) primárně důsledkem růstu cen ropy (+16,3 % r/r) a cen potravin (4,1 % r/r). Jádrová inflace, která tyto složky spotřebního koše neobsahuje, zůstala na červencové úrovni 2,3 %. Oproti počátku letošního roku i oproti červenci 2017 je poptávková inflace vyšší o 0,6 p. b., což je zčásti důsledek oslabení maďarského forintu, jehož jsme byli svědky během května a června.

Maďarská centrální banka (MNB) sice zatím na růst inflace nereaguje, s holubičími nápady z předcházejících čtvrtletí je však definitivní konec. V srpnu sice MNB ještě ponechala sazby beze změny a neučinila ani žádnou změnu v nestandardních nástrojích měnové politiky (úrokové swapy, odkupy HZL), v září to však už tak nebylo. Vzhledem k vývoji inflace a (resp. „v důsledku“) měny se dalo čekat jestřábí poselství, a to také přišlo. Centrální banka totiž zrušila svoji tříměsíční sazbu jako hlavní sazbu, místo ní bude hlavní sazbou sazba povinných minimálních rezerv. Centrální banka také, a to je velmi důležité, řekla, že je „připravena zahájit pozvolnou a opatrnou normalizaci měnové politiky v závislosti na výhledu inflace“. Proto centrální banka ohlásila konec svých dvou nekonvenčních programů: programu úrokových swapů a programu odkupu HZL (který skončí ve dvou krocích ke konci září a ke konci prosince 2018). Jinými slovy, maďarská centrální banka udělala první drobnější krůčky směrem k utaženější měnové politice.

ROPA

Ropa (Brent) během září vyšplhala ze zhruba 75 dolarů za barel počátkem měsíce až k hranici 85 dolarů na jeho konci. Důvodem byly zejména trvající obavy z dopadu amerických sankcí na Írán, které vstupují v platnost počátkem listopadu.

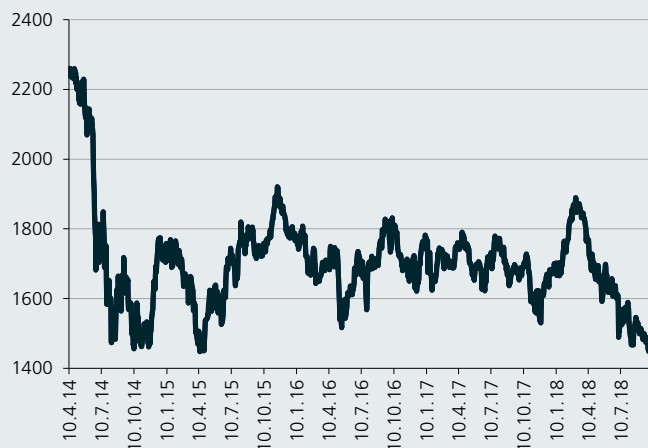


AKCIOVÉ TRHY

MSCI Emerging Markets



CECE Composite



První poprázdňinový měsíc se nesl v klidném duchu, když globální akciový index skončil téměř beze změny (MSCI All Country World 0,3 %). Výkonnostně se nejlépe z vyspělých trhů dařilo akciím japonských společností (index Nikkei 225 +5,5 %), výkonnost akcií amerických (index S&P 500 +0,4 %) a evropských (index DJ STOXX 600 +0,2 %) byla blízka nule. Akciové trhy ve většině případů postrádaly výrazné zprávy pro budoucí vývoj. Nadále se v politických kruzích propírala celní opatření, výstup Velké Británie z EU nebo udržitelnost italského státního dluhu. Z korporátních zpráv nadále rezonovaly emisní problémy automobilek a vyšetřování Elona Muska kvůli zveřejnění nepravdivých informací.

Ze středoevropských trhů se nejlépe vedlo akciím českých společností (index PX +2,7 %). Přes 11 % si po relativně dobrých čtvrtletních výsledcích připsaly akcie Avast. Okolo 6 % si při dalším očekávání zvyšování úrokových sazeb ČNB připsaly akcie bank Moneta a Erste Bank a pojišťovny Vienna Insurance Group. Solidní výkonnost předvedly také akcie Kofola (+4,6 %), kdy v průběhu září ve zrychlené aukci prodal celý svůj zbývající podíl polský fond CED GROUP. Polský akciový index WIG30 skončil s mírnou ztrátou (-1 %). Důvodem byla jednak nervózní nálada panující na globálních rozvíjejících se trzích a jednak přežazení polského akciového trhu, společností FTSE, v rámci indexů z rozvíjejících se trhů mezi trhy vyspělé. Nejistota ohledně pravděpodobné penzijní reformy a možného zhoršení bilance státního rozpočtu nadále bránila v lepší výkonnosti rumunského indexu BUX (+1,7 %).

Rozvíjející se trhy si nadále procházejí složitým obdobím. Měřeno indexem MSCI Emerging Markets, v září poklesly o dalších 0,76 % (v USD) a od začátku roku o více než 15 %. Valuačně čím dál zajímavější trhy dokázaly na některých trzích tento měsíc již přilákat dostatek investorů, a tak například čínské a brazilské akcie přidaly přes 3 %. Situace se relativně uklidnila také v Turecku (+8,34 %), kde centrální banka konečně zvýšila úrokové sazby a byl představen ekonomický plán na následující období. Nedařilo se naopak indickým akciím (-6,26 %), které klesají pod tíhou vysokých očekávání růstu indické ekonomiky a horšího sentimentu. Tlak na rozvíjející se trhy byl i nadále podporován nepředvídatelností americké obchodní politiky, silným dolarem a zvyšováním sazeb americké centrální banky. Trhy tak zůstávají nadále velice citlivé na nové informace.

MSCI World Index



Zdroj: Bloomberg



DLUHOPISOVÉ TRHY

USA A EMU

Vývoj ve Spojených státech se v září nesl ve znamení růstu výnosů amerických vládních dluhopisů. Vlivem pokračujícího utahování měnové politiky a indikací Fedu, že v něm bude i dále pokračovat, se celá křivka posunula nahoru o zhruba 20 b. b. Dvoutleté vládní výnosy se tak dostaly na 2,8 %, desetileté pak na 3,1 %. Křivka je nadále nejvíce plochá od roku 2007.

V jádru eurozóny byl vývoj nezajímavý, německé desetileté dluhopisy během září sice vzrostly (na dlouhém konci o zhruba 15 b. b.), z historického hlediska však zůstaly velmi nízko (pod 0,5 % na desetileté splatnosti). Na periferii byla situace jako obvykle zajímavější. Italské dluhopisy sice skoro celé září rostly na ceně, to však byl jenom důsledek absence jakýchkoliv vyjádření italské vlády. Hned jak se to změnilo a italská vláda představila návrh rozpočtu na rok 2019 (s deficitem 2,4 %, tj. výrazně nad doporučením EK), hrozící konflikt mezi EK a italskou vládou poslal výnosy opět vzhůru. Italské desetileté výnosy tak končily září na úrovni skoro 3 %, tj. stejně, jako tento měsíc začínaly.

FIREMNÍ DLUHOPISY

Trh korporátních dluhopisů byl v září ve znamení relativní stability kreditních marží. Sentiment směrem k rizikovým aktivům měl tendenci se mírně zlepšovat, další navýšení objemu obchodu s Čínou zatíženého plánovanými americkými cly naproti tomu živilo obavy z prohlubující se obchodní války mezi těmito klíčovými velmocemi. I s ohledem na pokračující zvyšování sazeb Fedu se investoři v tomto prostředí více zaměřovali na segment vysoce úročených dluhopisů spekulativních ratingů, jejichž marže tak klesly o něco více. Průměrná kreditní marže indexu EUR iBoxx Corporate IG za září klesla o 2 b. na 79 bodů, v případě indexu spekulativního stupně (EUR iBoxx HY) ubrala 9 b. na 293 bodů. Kreditní marže dané CDS kontrakty klesly o něco výrazněji než v případě korporátních obligací.

ČR

Požadované výnosy na krátkém konci české výnosové křivky vlivem dalšího růstu sazeb ČNB vzrostly o dalších 15 b. b., a dostaly se tak již na 1,5 %. V segmentu dlouhodobých vládních dluhopisů byl pohyb méně výrazný, desetileté výnosy vzrostly o 6 b. b. na 2,2 %. Projevoval se zde sílící nákupní apetit jak domácích (zejména bank), tak zahraničních investorů, které přilákal citelný nárůst výnosové marže proti eurovým protějškům v předešlých měsících.

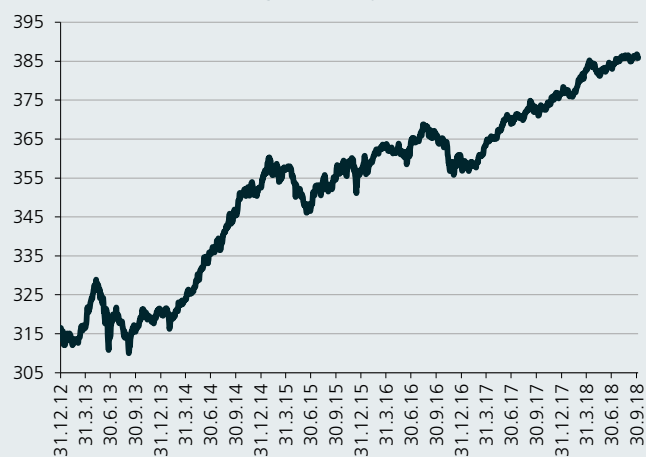
POLSKO

Polská výnosová křivka zůstala i během září bez jakýchkoliv změn. Na delším konci se výnosy proti začátku září vůbec nezměnily (tj. nadále zůstávaly kolem úrovně 3,2 %), na krátkém konci křivky byly změny pouze kosmetické (−4 b. b. na 1,56 %).

Bloomberg Barclays Czech Index



Bloomberg Barclays Poland



Zdroj: Bloomberg



DLUHOPISOVÉ TRHY

TURECKO

Záříjový vývoj cen tureckých aktiv se již nesl ve výrazně pozitivním duchu než dramaticky negativní srpen. Klíčovým faktorem bylo výrazné a větší než trhem očekávané zvýšení klíčových úrokových sazeb tureckou centrální bankou. Základní úroková sazba vzrostla o 625 bps na 24 % s příslibem, že zpřísněné podmínky budou trvat i nadále, dokud nedojde k trvalému zlepšení inflačního vývoje. Ministrem financí představený a trhem ostře sledovaný střednědobý fiskální plán investoři ohodnotili jako vcelku racionální a dosažitelný. Nicméně z podstaty, že jde o dlouhodobé ekonomické fundamenty, se viditelné dopady budou projevovat postupně a ve střednědobém horizontu. Proběhnuvší masivní oslabení měny se v první řadě bude silně promítat do inflačních čísel. Tržní sentiment se tak prozatím stabilizoval a opatrně zlepšil, z čehož těžily jak turecké vládní dluhopisy, tak zejména měnový kurz TRY. Výnosová křivka klesla o 2,5–5 procentních bodů a koncem měsíce se nacházela na úrovni 18–25,5 %. Měnový kurz TRY v září odmazal část rozsáhlých ztrát měsíčním ziskem 7,6 % ke koši měn (EUR, USD); od počátku roku jeho ztráta i tak dosahovala přes 55 %.

MĚNY

V září se americký dolar proti euru většinu měsíce držel hranice 1,16, jen počátkem třetí záříjové dekády vlivem relativně holubičího Fedu na chvíli oslabil k 1,18. Vzhledem k nevalnému inflačnímu vývoji v eurozóně však koncem září opět zamířil k 1,16 a počátkem října, po komentáři Ewase z Fedu, že s prosincovým utažením problém nemá a že je dle jeho názoru namíste vzhledem ke kondici americké ekonomiky dostat sazby na mírně restriktivní úroveň 3–3,25 %, dokonce pod 1,15.

Česká koruna v září nejdříve posilovala až ke 25,40, což bylo způsobeno očekáváním jestřábiho vyznění záříjového zasedání ČNB. Po zasedání, na kterém se guvernér Rusnok nevyjádřil zcela jasně, že počátkem listopadu opět ČNB zvedne sazby, však došlo k výprodeji a vybírání zisků, následkem čehož se koruna dostala zpátky nad 25,70, tj. na hodnotu ze začátku září. U **polského zlotého** bylo září velmi nudné. Kromě mírného, pár dní trvajících posílení k úrovni 4,27 koncem září se zlotý celý měsíc držel nad 4,30. **Maďarský forint** během září také zrovna neplnil stránky finančních novin: v září totiž posílil jenom mírně, a to z úrovně 326 forintů za euro počátkem měsíce na úroveň 322 na jeho konci. Navzdory posunu v postoji centrální banky tak výraznější posílení forintu zatím nepřišlo.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Riziková prémie vůči německým dluhopisům zůstala na desetileté splatnosti lehce nad hranicí 170 b. b. V dalších čtvrtletích čekáme její snížení, které by mělo probíhat primárně zdola (tj. růstem německých výnosů). Vzhledem k tomu, že čekáme, že ekonomika EMU už dále zpomalovat nebude a že ECB postupem času začne připravovat investory na to, že přeče jen sazby zvedne, by mělo dojít k nárůstu německých desetiletých výnosů někam k 0,8–1 % v nejbližším roce.

U českých obligačních výnosů je vzhledem k pokračujícímu růstu sazeb ČNB pravděpodobná stabilita (v segmentu dlouhodobých dluhopisů), respektive mírný růst (kratší splatnosti). Výhled českých výnosů nadále komplikuje situace na devizovém trhu, konkrétně přetrvávající překoupenost české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž stále uložena právě v českých dluhopisech – koncem srpna drželi nerezidenti 35 % všech a 39 % korunových dluhopisů, což jsou signifikantní podíly, vysoce nad průměry z let předcházejících intervenčnímu režimu ČNB. Další stovky miliard korun z intervencí, které jsou v rukou zahraničních investorů, jsou pak v jiných instrumentech. Jinými slovy, dluhopisy, podobně jako koruna, jsou velmi náchylné na zhoršení sentimentu. Naproti tomu aktuální fiskální vývoj (přebytkový, na konci roku dost možná vyrovnaný rozpočet) umožňuje Ministerstvu financí směrem ke konci roku výrazně omezit vydávání nových dluhopisů na primárním trhu, což je a dále bude podporující faktor.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Výnosy polských dlouhodobých dluhopisů jsou po většinu letošního roku velmi stabilní, na úrovních kolem 3,20%. I přes velmi robustní hospodářský růst polská jádrová inflace v letošním roce povětšinou klesala, což způsobilo, že pravděpodobnost růstu sazeb v nejbližších šesti kvartálech je blízka nule. Byť očekáváme, že ekonomická dynamika a silná domácí poptávka vytlačí postupně inflaci na vyšší úroveň, proti citelnějšímu růstu požadovaných výnosů vládních dluhopisů (poklesu cen) hovoří příznivý fiskální obrázek. Ten se dle našeho výhledu dále promítne do omezené emisní aktivity Ministerstva financí, a tím do poklesu kreditní marže vůči bezrizikovým (německým) vládním dluhopisům EMU. Polské vládní dluhopisy by tedy měly v dalším období výkonnostně překonávat své německé protějšky.

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Kroky turecké centrální banky (především razantní zvýšení klíčových úrokových sazeb, jinými slovy tolik investory vyžadované ortodoxní utažení měnové politiky) a vlády (nový střednědobý ekonomický plán, zaměřený primárně na boj s inflací, na zpřísnění fiskální politiky či na podporu bankovnímu sektoru) stabilizovaly dramatickou situaci na trhu tureckých aktiv (dluhopisy, měnový kurz TRY). Domníváme se, že stávající vládnoucí garnitura v čele s prezidentem Erdoganem si uvědomuje vážnost situace a bude v hospodářské politice jednat racionálně s cílem podpořit rebalancování přehřáté ekonomiky slíbeným utažením rozvolněné fiskální politiky. K němu již ostatně podle posledních údajů zahraničního obchodu a skokově snížené úvěrové aktivity bank dochází. To doplňuje razantní zpřísnění politiky monetární (zvýšení úrokových sazeb na 24%) – přes ochlazení ekonomiky to povede posléze k postupnému ztlumení nyní excesivně vysoké inflace a k redukci schodku běžného účtu platební bilance. Přestože vládní představitelé odmítají možnost asistence ze strany Mezinárodního měnového fondu, možné bilaterální finanční dohody u spojenců a obchodních partnerů na Východě (objem 15 mld. USD přislíbil Katar, ve hře může dále být Čína a Rusko) by výrazně snížily refinanční potřeby na obligačních trzích. Tento scénář by byl pozitivní pro turecká aktiva, a jak měnový kurz TRY, tak ceny tureckých vládních dluhopisů by pokračovaly v korigování rozsáhlých ztrát z předešlých měsíců.

MĚNY

Vzhledem k dosažení našeho letošního cíle a vzhledem k tomu, že nás nové informace nevedou k přehodnocení našeho názoru, očekáváme u kurzu **eura proti dolaru** po zbytek letošního roku setrvání na stávajících hodnotách, tj. na úrovních kolem / lehce nad 1,15. Pro výrazně vyšší úroveň (= pro slabší dolar kolem 1,20) nenacházíme odůvodnění v současných ani v očekávaných diferenciálních měnových politikách na opačných stranách Atlantiku (což je primární faktor kurzu v posledním desetiletí). Fed ve druhé polovině roku totiž ještě nejspíš přistoupí k dalšímu zvýšení sazeb, ECB se přitom k žádnému utažení politiky nechystá a nedojde k němu nejspíš ani v roce 2019. Ztráta dynamiky růstu a nižší než očekávaná inflace naopak zvyšují pravděpodobnost, že sazby ECB zůstanou na nízkých úrovních dlouhou dobu. Střednědobé faktory však již pro kurz dolaru příznivé nejsou – jedná se zejména o negativní fiskální vývoj, podtržený daňovou reformou Trumpovy administrativy, jež prohlubuje deficitní hospodaření americké ekonomiky, navíc ve spojení se schodkem obchodní bilance.

Vývoj v posledních měsících potvrdil, že **koruna** to s dalším posílením k hranici 25 korun za euro, respektive pod tuto hranici, nebude mít jednoduché. Ačkoliv korunu podporuje utahování měnové politiky ČNB, jejímu výraznějšímu posílení brání tendence zahraničních investorů z koruny vystupovat hned, jak se naskytne příležitost. Tato tendence bude dle nás tím patrnější, čím blíže bude k hranici 25 korun – čím více koruna posílí, tím více bude mít tendenci se kvůli vybirání zisků vracet na slabší úroveň. Posílení koruny bude rovněž limitováno vysokým podílem zajištěných vývozu. Naš výhled tak je koruna nad 25 korunami po zbytek letošního roku a i v roce 2019, přičemž výrazné oslabení může v případě vyostření situace na trzích přijít velmi lehce. Dlouhodobým trendem kvůli vyššímu růstu produktivity v ČR ve srovnání s EMU nadále zůstává posilování koruny, a to tempem zhruba 1,5–2% ročně.

U polského zlatého nadále očekáváme posílení. Slabá inflace sice nedovolí centrální bance hned tak zvyšovat sazby, což limituje prostor pro výraznější posílení měny, hodnoty 4,30 ze září však neodpovídají silnému růstu ekonomiky ani celkovému stavu polské ekonomiky. Letos tak očekáváme návrat k úrovni 4,20 PLN/EUR.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

MĚNY

Maďarský forint má dle nás fundamentální potenciál posílit k hranici 300 HUF/EUR, či dokonce pod ni. Stávající hodnoty kolem 320 jsou, podobně jako u polského zlotého, fundamentálně podhodnocené a korekci těchto hodnot směrem k hranici 310 očekáváme v řádu týdnů. Dopomocť by tomu mělo i to, že se konečně ze svého holubičích spánku probírala maďarská centrální banka. Ke zvýšení sazeb má sice stále daleko, ale poslední zasedání jasně ukázalo směr, kterým se bude centrální banka v příštím roce ubírat. Na kurzu by se to tak mělo projevit – v letošním roce k úrovni 310, v příštím roce pak k hranici 300 HUF/EUR.

AKCIOVÝ TRH

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

Z akcií na českém trhu se nám líbí akcie většiny finančních institucí. Dobré makroprostředí s rostoucími požadovanými výnosy by měly být pozitivním stimulem pro provozní zisky většiny bank a pojišťoven. Pozitivní jsme ohledně akcií Moneta, jejímž cílem je stát se digitálním lídrem na českém trhu, akcií Erste Bank a Vienna Insurance Group. Pozitivní jsme i ohledně relativně nového akciového titulu AVAST. Investoři dle nás začnou postupně oceňovat celosvětovou diverzifikaci tržeb, širší nabízených produktů proti kyberútokům na rostoucím trhu, zlepšující se free cash flow a to vše ve spojení s globálně známou značkou. Na českém trhu momentálně neočekáváme výrazný propad u žádné z obchodovaných akcií. Z polských titulů se nám líbí mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, banky Pekao a Alior nebo leasingová společnost Prime Car Management. V Rumunsku jsme pozitivní ohledně akcií rumunského restitučního fondu Fondul Proprietatea, zdravotnického konglomerátu MedLife, plynárenských společností Romgaz a Petrom a producenta vína Purcari, ve Slovinsku jsou to akcie farmaceutické společnosti Krka a přístavu Luka Koper.

Důležitá upozornění:

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