



AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	3,60 %	USA	-0,42 %	USD/EUR	0,08 %	Ropa Brent	-6,53 %
Evropa – DJ Stoxx 600	3,07 %	Evropa	-0,34 %	CZK/USD	-1,63 %	Zemní plyn	-4,86 %
Japonsko – Nikkei 225	1,12 %	ČR	0,13 %	CZK/EUR	-1,57 %	Sil. elektřina	1,50 %
MSCI Emer. Mark.	1,68 %	Polsko	0,34 %	PLN/EUR	-2,18 %	Zlato	-2,46 %
ČR – PX	2,64 %	Maďarsko	1,53 %	HUF/EUR	-2,59 %	Stříbro	-3,38 %
Polsko – WIG30	7,17 %	Turecko*	-5,05 %	TRY/EUR	6,81 %	Měď	-5,28 %
Maďarsko – BUX	-1,07 %	* BofA Merrill Lynch index					

ČERVEN V KOSTCE

KLÍČOVÉ UDÁLOSTI VE SVĚTĚ

- V průběhu července byla zveřejněna data o tempech růstu HDP klíčových světových ekonomik za druhé čtvrtletí. Hospodářství USA své tempo výrazně zrychlilo, když po 2,0 % v prvním čtvrtletí vzrostlo ve druhém čtvrtletí o 4,1 % (mezikvartálně a annualizovaně).
- Eurozóna podle očekávání mírně zpomalila z 0,4 % na 0,3 % mezikvartálně a z 2,5 % na 2,1 % meziročně.
- Ekonomika Číny, jež je klíčovým faktorem růstu celé světové ekonomiky, si ve druhém čtvrtletí udržela velice solidní tempo růstu na úrovni 6,7 % meziročně po 6,8 % v prvním čtvrtletí.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

- Americký dolar, jenž v předchozích měsících v prostředí zvýšené rizikové averze posiloval, byl v červenci relativně stabilní. Dolarový index DXY, jenž měří výkonnost dolaru vůči koši hlavních světových měn, nepatrně posílil o 0,1 %. Vůči euru dolar naopak mírně oslabil o 0,1 % na 1,169 dolaru za euro (resp. posílení eura vůči dolaru).
- Koruna oproti minulým měsícům, kdy sledovala trend oslabování, obrátila směr a vůči hlavním měnovým párům solidně posílila. Vůči euru posílila o 1,6 % na úroveň 25,60 CZK/EUR a vůči dolaru posílila rovněž o 1,6 % na úroveň 21,81 CZK/USD.
- Pro globální akciové trhy červenec představoval příznivý měsíc, když si index MSCI All Country World připsal zisk 2,9 % (v dolaru). V korunovém vyjádření si globální akciové trhy kvůli znatelnému posílení dolaru vůči koruně připsaly mírnější zisk 0,6 %.
- Z regionálního pohledu se dařilo zejména akciovým trhům rozvinutých zemí (MSCI World +3,1 %), akciové trhy rozvíjejících se zemí si připsaly mírnější zisk (MSCI Emerging Markets +1,7 %).
- Z konkrétních zemí se velmi dařilo akciím v Brazílii (Bovespa +8,9 %), Indii (Sensex +6,2 %) a Polsku (WIG30 +7,2 %). Na druhou stranu mírné ztráty zaznamenaly akcie v Číně (Hang Seng -1,3 %), Rumunsku (BET -1,4 %) a Maďarsku (BUX -1,1 %).
- České státní dluhopisy přerušily pokles z minulých měsíců, když dle indexu českých státních dluhopisů Bloomberg Barclays mírně zpevnily v průměru o 0,1 %. Výnos do doby splatnosti státního dluhopisu s dvouletou splatností vzrostl o 0,16 % na 1,24 % zejména vlivem zvýšení úrokových sazeb ČNB na konci června. Výnos do doby splatnosti státního dluhopisu s dlouhou 10letou splatností zůstal naopak stabilní na úrovni 2,20 %. Česká výnosová křivka tak mírně snížila svůj sklon.
- Polské státní dluhopisy mírně posílily o 0,3 %, maďarské státní dluhopisy posílily výrazněji o 1,5 %, zatímco turecké státní dluhopisy pokračovaly v silném propadu, když v červenci oslabily o dalších 5,0 % a od začátku roku je jejich výkonnost negativní již na úrovni -12,7 %.
- V prostředí mírnější rizikové averze se poměrně dobře dařilo korporátním dluhopisům. Eurový index korporátních dluhopisů investičního stupně přidal 0,3 % a eurový index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně (high-yield) posílil dokonce o 1,6 %.
- Cena ropy Brent zastavila růstový trend z předcházejících měsíců, když za červenec poměrně výrazně poklesla o 6,5 % na úroveň 74 dolarů za barel. Přitom za uplynulých 12 měsíců je cena ropy stále výrazně výše o 41 %.



ČERVEN V KOSTCE

CO JSME DĚLALI V NAŠICH INVESTIČNÍCH PORTFOLIÍCH?

- V rámci asset alokace investičních portfolií jsme v průběhu července 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 dosaženo na konci loňského roku vrcholu a v příštích dvou letech bude světová ekonomika postupně mírně zpomalovat, stejně jako dynamika růstu korporátních zisků.
- V rámci akciové složky stále preferujeme rozvíjející se trhy (emerging markets) oproti trhům rozvinutým (developed markets) zejména z důvodu příznivějších valuací a výrazně vyšších temp ekonomického růstu.

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. Aktuálně tak stále probíhá nejsilnější globální hospodářská expanze od finanční krize z let 2007-2009. 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 a v následujícím období bude dále mírně zpomalovat.
- Podle předstihových indikátorů sentimentu (zejména indexy nákupních manažerů PMI – Purchasing Managers Indices) přitom dosáhla dynamika světové ekonomiky svého maxima na konci loňského roku a od začátku letošního roku již mírně zpomaluje, což ostatně potvrdily údaje o vývoji tempa růstu HDP za první dvě čtvrtletí napříč světovými ekonomikami. Přitom japonská ekonomika dokonce v prvním čtvrtletí mírně poklesla.
- Inflační vývoj pro globální finanční trhy stále nepředstavuje žádný problém. Inflace má sice v posledních měsících mírně růstovou trajektorii, do značné míry ovlivněnou vyšší cenou ropy, prozatím se nicméně rozhodně nezdá, že by měla inflace nějakým zásadním způsobem přestřelit a to i přes velice nízkou míru nezaměstnanosti napříč světovou ekonomikou.
- Americká centrální banka Fed bude pravděpodobně pokračovat v graduálním zvyšování úrokových sazeb, jež jsou z historického srovnání stále velice nízké. Evropská centrální banka drží úrokové sazby stále na nule a podle červnového prohlášení velice pravděpodobně ukončí program nákupu dluhopisů (kvantitativní uvolňování) na konci roku. I nadále se navíc zdá, že eurozóna má před sebou ještě minimálně celý jeden rok bez zvýšení sazeb.
- Co se globálního akciového výhledu týče, domníváme se, že po devíti letech globálního býčího trhu, pohledem nejširšího světového indexu MSCI All Country World, již 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), ty jsou již momentálně z historického srovnání 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 stále poměrně blízko historických minim, resp. ceny poměrně blízko historických maxim. Ve střednědobém horizontu tak očekáváme pokračování nárůstu výnosů do doby splatnosti, resp. pokles cen, a to zejména u emisí delších splatností. Tento výhled vychází z našeho výhledu na německé státní dluhopisy, jež jsou s českými protějšky velice úzce spjaty. Po velice pravděpodobném ukončení programu nákupu dluhopisů Evropské centrální banky ke konci pravděpodobně postupně dojde k růstu výnosů německých státních dluhopisů, resp. poklesu cen, přičemž české státní dluhopisy budou patrně tento pohyb do značné míry kopírovat.
- Co se týče korporátních dluhopisů investičního i neinvestičního stupně, domníváme se, že po výrazném cenovém růstu z minulých let, včetně roku 2017, již pravděpodobně mají to nejlepší za sebou. Klíčový indikátor atraktivity korporátních dluhopisů – kreditní marže, tzn. rizikové přírážky nad výnosy relativně bezrizikových státních dluhopisů, se totiž stále pohybují poblíž historickým minim.



ČERVEN V KOSTCE

JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

- V každém případě musíme i nadále počítat se zvýšenou krátkodobou volatilitou neboli kolísavostí tržní 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) další zásadní vyostření situace v mezinárodním obchodě, zejména ve vztahu mezi USA a Čínou, a USA a Evropskou unií,
 - 2) politický vývoj v Itálii – postoj nové vlády k eurozóně a fiskální politice,
 - 3) další výrazné zhoršení měnové situace v Turecku,
 - 4) další 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 eurozóny ve druhém čtvrtletí dále zpomalil, a ani začátek třetího čtvrtletí nevypadá dle předstihových ukazatelů o moc lépe. Pravděpodobnost utážení měnové politiky v roce 2019 se tak snižuje.

Růst HDP ve 2. čtvrtletí zklamal již beztak nízko nastavené očekávání. Dle předběžných dat dosáhlo tempo růstu ve druhém čtvrtletí nejnižšího tempa (0,3 % q/q) za poslední dva roky. Španělská ekonomika zůstala premiantem regionu, ale i tak rostla nejpomalejším tempem (0,6 % q/q) od 2. čtvrtletí 2014. Itálie zpomalila na 0,2 % q/q, což bylo nejpomalejší tempo od 3. čtvrtletí roku 2016, a francouzská ekonomika rostla stejně nevýrazným tempem, jako tomu bylo v prvním čtvrtletí (0,2 % q/q). Německá data ještě zveřejněna nebyla, ale vzhledem k celkovému růstu eurozóny a tempům zaznamenaným zbylými velkými zeměmi lze čekat, že tempo dosáhlo 0,3 % q/q.

Tato data nebyla nijak překvapivá. Během druhého čtvrtletí totiž **maloobchod** žádných extra dobrých výsledků nedosáhl. Maloobchodní tržby totiž v dubnu poklesly o 0,2 % m/m a i když v květnu i červnu přidaly 0,3 % m/m, růstově bylo druhé čtvrtletí ještě slabší než to první. Meziroční tempo koncem 1. pololetí dosáhlo pouze 1,2 % r/r a vzhledem k vývoji inflace (viz níže) a trhu práce (zpomalování tempa poklesu nezaměstnanosti, která byla v červnu už jen o 0,7 p. b. nižší než v červnu 2017, 8,3 %) se nedá čekat, že bychom se letos vrátili k netriviálním tempům růstu (více než 3 %). **Průmyslová produkce** v květnu po dlouhé době citelně vzrostla, když zaznamenala nejrychlejší měsíční expansi (1,4 %) od listopadu 2017. I tak však meziroční tempo dosáhlo pouze 2,4 % (vs. 5,1 % na konci roku 2017). Květnové tempo navíc ve světle předstihových indikátorů a eskalující obchodní války vypadá mnohem více jako jednorázová záležitost než jako začátek lepších časů. **Předstihové indikátory** se totiž ani počátkem druhého pololetí nijak nezlepšily. Index PMI ve zpracovatelském sektoru zůstal v podstatě beze změny na úrovni června 2018, tj. 55 bodů. Jeho protějšek v nezpracovatelském sektoru (služby) pak poklesl na dvouměsíční minimum 54,3. Celkový index **PMI** se tak dostal na druhou nejnižší hodnotu (54,3) od listopadu 2016 (jediným slabším měsícem od zmiňovaného listopadu byl letošní květen). Navíc, sub-index nových objednávek poklesl nejnižší od října 2016, což do dalších měsíců není zrovna dvakrát optimistické. Ani další indikátory nenaznačují urychlení růstu – index celkového ekonomického sentimentu **ESI** zůstal v červenci poblíž ročního minima (112 bodů), německý index **IFO** se dále zhoršil na 101,7 bodu, nejnižší od března 2017.

Celková inflace v červenci dále mírně vzrostla (na 2,1 %), což je lehce nad cílem ECB („poblíž, ale pod 2 %“). Tento růst však byl, podobně jako v květnu a červnu, důsledkem růstu cen energií – ceny paliv přidaly 6,1 % r/r v květnu, 8 % r/r v červnu a 9,4 % v červenci. Jádrová inflace naopak zůstala na 1,1 %, tj. přesně na úrovni letošního května a o 0,1 p. b. níže než v červenci 2017. Společně se slabším růstem ekonomiky se tak oddaluje moment, kdy se inflace dostane udržitelně na cíl ECB.

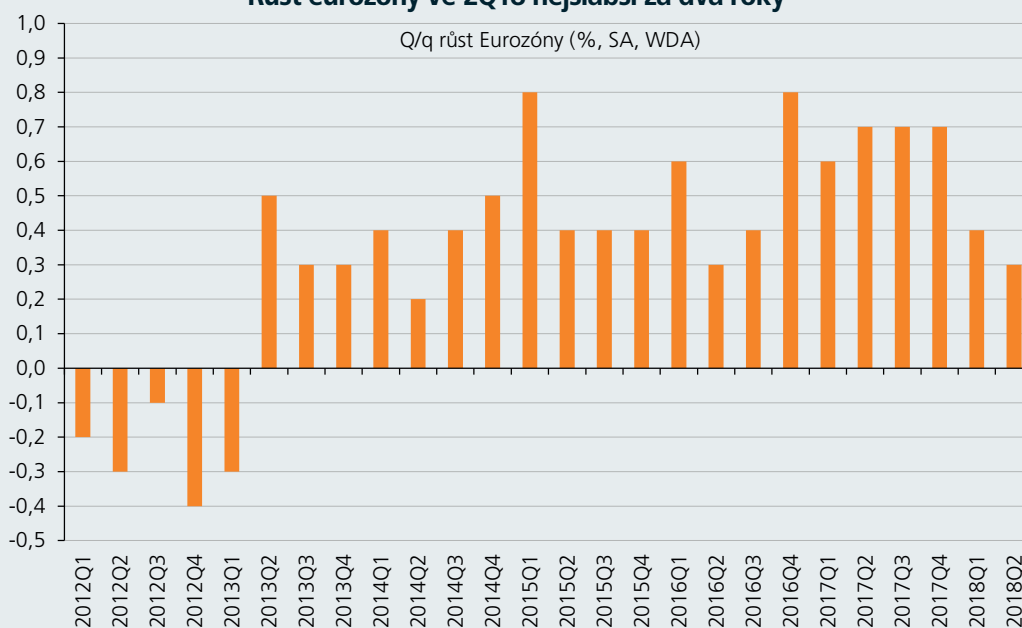


HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

ECB však zatím na tento vývoj nijak nereaguje, a to ani verbálně. To samozřejmě není překvapením, protože jenom v červnu ohlásila ukončení odkupu aktiv na konec letošního roku – brzká otočka jen nedávno nastaveného kurzu by určitě nebyla trhem dobře přijata. Na posledním zasedání jsme se nedozvěděli absolutně nic nového – Draghi odmítl specifikovat, co znamená očekávání ECB, že sazby zůstanou beze změny „do léta 2019“ ani to, jaká bude reinvestiční politika ECB po skončení kvantitativního uvolňování. I když se snažil zachovat si pokojnou tvář ve světle slabých růstových i inflačních dat a ve světle rizik (Trumpova obchodní válka, chaotický Brexit), byl nucen přiznat, že na inflační frontě žádný pokrok nenastal.

Růst eurozóny ve 2Q18 nejslabší za dva roky



Zdroj: ECB

USA

Americká ekonomika zaznamenala ve 2Q18 nejrychlejší růst za 4 roky, z velké části však kvůli dlouhodobě neudržitelným faktorům. Inflace naopak lehce zpomalila.

První data o růstu ekonomiky ve druhém čtvrtletí letošního roku přinesla americkému prezidentovi radost. Ekonomika totiž vzrostla o 4,1 % q/q anualizovaně, což bylo nejrychlejší tempo růstu od třetího čtvrtletí 2014. Nejvýraznějším vlivem byly spotřebitelské výdaje, které k růstu přidaly 2,7 p. b., a čistý export (s příspěvkem 1,1 p. b.). V prvním případě se jedná o efekty daňové reformy (=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 pak ještě na USA dopadne silný dolar. Fixní investice přidaly 0,9 p. b., tolik však ubral růst zásob. Právě tento negativní růst zásob podporuje narativ o přesunu části zahraniční poptávky v čase. Ve světle slabého růstu zpracovatelského průmyslu (viz níže) se pak zdá být jasné, že tato dodatečná a neočekávaná (protože v čase přesunutá) poptávka byla uspokojena právě z existujících zásob.

Měsíční data zveřejněná během července nebyla vzhledem k tomu, že jsou k dispozici data o růstu celé ekonomiky, tak zajímavá. **Průmyslová produkce** v červnu přidala 0,6 % m/m, což však pouze kompenzovalo skoro stejný propad v květnu. I tak je však dynamika růstu výrazně lepší než v letech 2015-2017. Ve zpracovatelském průmyslu to už tak velká sláva není – v posledních třech měsících vzrostl jenom mírně (celkem o cca 0,3 %), a to i navzdory růstu o 0,8 % m/m v samotném červnu.



HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby (bez letadel a vojenské techniky) přidaly v červnu pouze 0,2 % m/m, jejich růst v minulých měsících druhého čtvrtletí (+2 % m/m v dubnu a 0,7 % m/m v květnu, vše po revizích) však znamenal, že investice ve druhém čtvrtletí celkově vzrostly. Což, ostatně, potvrdila i data o HDP zmiňovaná nahoře.

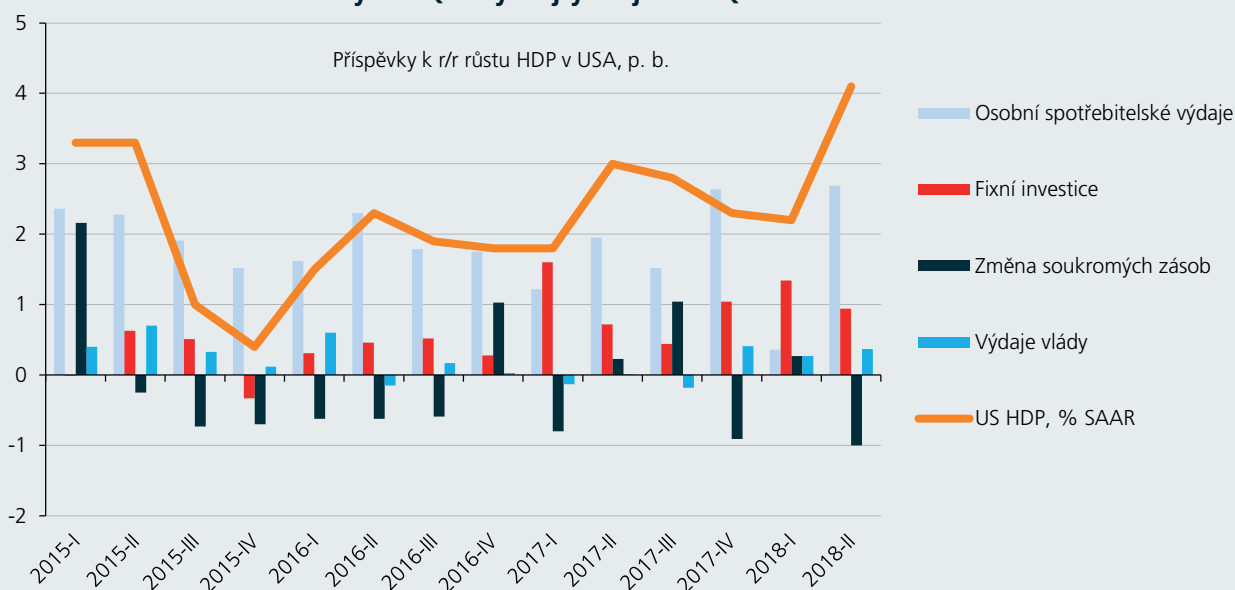
Maloobchodní tržby (bez aut a bez paliv) si celé druhé čtvrtletí vedly dobře, a to i když červnová data ukázala pouze jejich stagnaci – za celé čtvrtletí však přidaly přes 1,5 %, což je tempo skutečně impozantní. Samozřejmě, podstatnou zásluhu na tom má daňová reforma prezidenta Trumpa, tj. de facto výměna růstu státního zadlužení za poptávku domácností.

Růst mezd zůstává nadále pomalý – nominální hodinová mzda koncem prvního pololetí vzrostla o 2,7 %, reálně však poprvé od ledna 2017 klesla (-0,1 %). To vše i navzdory tomu, že trh práce je nadále velmi dobrý. V červnu vytvořil 234 tis. pracovních míst, v červenci pak 170 tis. **Oficiální míra nezaměstnanosti** v červenci dosáhla 3,9 %, což je 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 (7,5 %) od dubna 2001. **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 je, že **neroste míra participace**, která se setrvale drží pod 63 %.

Jádrová PCE inflace v červnu mírně klesla pod hranici 2 %, když dosáhla 1,9 %, celková inflace se díky cenám ropy udržela nad touto hranicí počtvrté v řadě (2,2 %). Měsíční dynamika jádrové inflace zpomalila na 0,1 % m/m, což snížilo průměrné meziměsíční tempo růstu v posledních třech měsících na 0,15 % (nejnižší od září minulého roku). Důležitější je však to, že v aktualizovaném vyjádření je to hodnota stále lehce nad hranicí dvou procent, což je relevantní pro centrální banku (dvě procenta jsou totiž její inflační cíl).

Fed na svém zasedání koncem července a počátkem srpna sice sazby ponechal beze změny, celkem jednoznačně však naznačil, že na dalším zasedání (konec září) je dál zvedne. Fed totiž popsal vývoj ekonomiky jako „velmi silný“ a „silný“ byl dle něj i vývoj na trhu práce – s obojím lze ve světle shora uvedeného souhlasit. V září tak sazby s největší pravděpodobností o dalších 25 bazických bodů vzrostou (klíčová sazba se tak bude pohybovat v pásmu 2–2,25 %).

Růst ekonomiky ve 2Q18 byl nejrychlejší od 3Q14



Zdroj: BEA, tabulka 1.1.2



HLAVNÍ UDÁLOSTI

CEE3

ČR

Dle měsíčních dat se zdá, že česká ekonomika rostla ve 2Q18 zhruba stejným tempem jako v 1Q18. ČNB zvedla podruhé v řadě sazby, dvoutýdenní repo je tak nejvýše od podzimu 2009.

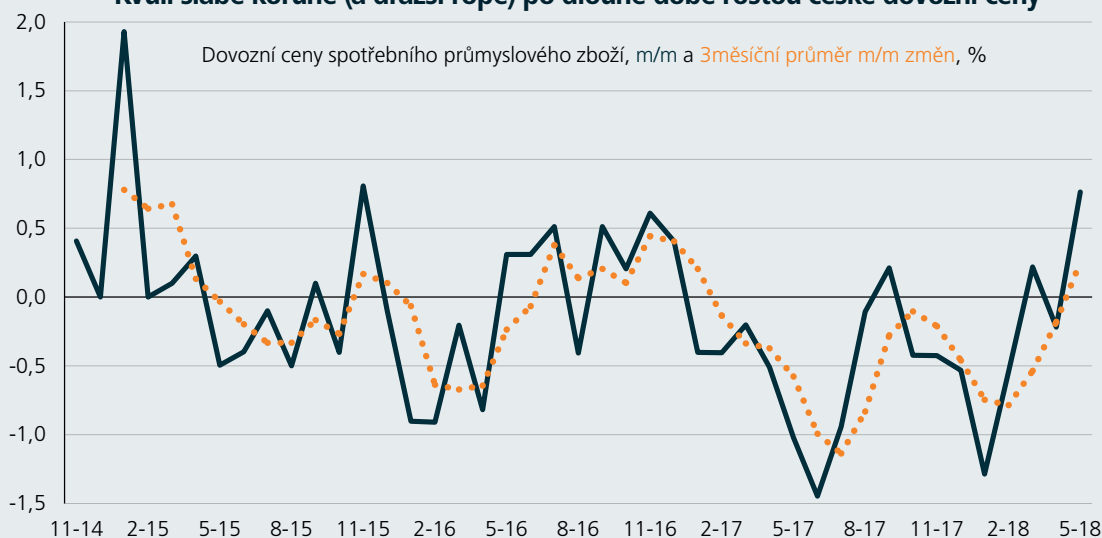
Předběžná data o růstu HDP ve 2Q18 prozatím zveřejněna nebyla, vzhledem k tomu, jak slabý však byl růst v EMU, se nedá čekat, že by se český růst ve druhém čtvrtletí od tempa růstu eurozóny výrazněji lišil. Nenaznačují to ostatně ani měsíční data zveřejněná během července.

Maloobchodní tržby navzdory trvajícím růstu mezd a velmi nízké nezaměstnanosti v květnu zpomalily. **Jádrové maloobchodní tržby** (bez aut, bez paliv, bez potravin) **přidaly v květnu jen 5,5 % r/r**, což znamenalo, že jejich růst za březen, duben a květen dosáhl v průměru 6,7 %. To samozřejmě není málo, je to však nejslabší kvartální průměr za rok a půl (což mimochodem ukazuje jak velmi rychlý růst v minulém roce a půl byl). Není to však až tak úplně překvapivé – nezaměstnanost už totiž klesat dál nemá kam, 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 není situace homogenní – ceny paliv neměly, což je zajímavé, žádný dopad na maloobchodní tržby za paliva (které přidaly +5 % r/r v březnu až květnu), naopak, spotřebitelská důvěra a silné fundamenty se stále neprojevíly v prodeji aut (jejichž tržby poklesly o 3,5 % r/r).

Průmyslová produkce po dubnovém zklamání v květnu výrazně poskočila, a to tempem neviděným půl roku. Meziměsíční tempo růstu dosáhlo 2,9 % (ve zpracovatelském segmentu 2,5 %), což však stačilo jenom na to, aby r/r tempo dosáhlo 1,4 %. Vzpomeňme, že ještě na konci roku 2017 rostla produkce meziročním tempem 8 % - meziroční tempo v květnu tak bylo nejslabší od poloviny roku 2016. Výhledově se vzhledem k faktu, že index PMI klesl v červenci na 55,4 a že nové objednávky jsou nejslabší od listopadu 2016, nedá čekat zlepšení. A to ani nemluvíme o případné obchodní válce, kterou, zdá se, chce americký prezident rozpoutat.

Spotřebitelská (měnově-politická) inflace v červnu dále urychlila, ale jenom kvůli nepoptávkovým faktorům. Meziroční tempo inflace tak dosáhlo 2,6 %, stejně jako v (a nejvýše od) listopadu 2017. Struktura inflace však byla jiná – v listopadu 2017 přispěla poptávková inflace k celkové inflaci 1,4 p. b., v červnu 2018 jen 1,1 p. b. V březnu, kdy celková inflace dosáhla letošního minima (1,7 %) přitom přispívala poptávková složka stejně (1 p. b.). Jinými slovy, růst inflace v posledních měsících je jen důsledek růstu cen paliv (příspěvek v červnu +0,4 p. b., v březnu -0,1 p. b.), potravin (0,7 p. b. v červnu, 0,4 p. b. v březnu) a regulovaných cen (zejména elektřina, 0,2 p. b. v březnu vs. 0,4 p. b. v červnu). Měsíční dynamika poptávkové inflace je však nadále vysoká – ve 2Q18 přidala poptávková inflace 1 % ve srovnání s 0,7 % ve stejném čtvrtletí minulého roku.

Kvůli slabé koruně (a dražší ropě) po dlouhé době rostou české dovozní ceny





HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

Česká národní banka tak na svém zasedání počátkem srpna zvedla klíčovou dvoutýdenní repo sazbu o dalších 25 b. b. na 1,25 %, nejvýše od listopadu 2009. Primárním důvodem byla slabá koruna – obě minulá prognózy ČNB z tohoto roku (tj. z února i z května) čekaly, že koruna bude touto dobou již pod hranicí 25 korun za euro. To se však nestalo, slabá koruna tak přispěla (společně s růstem cen ropy) k výraznému nárůstu dovozních cen v květnu. Srpnová prognóza tuto realitu akceptovala a zmírnila očekávání toho, jak silná letos koruna bude. Výměnou za to pak zvedla trajektorii tříměsíčního PRIBORu. Jinými slovy, vyměnila jednu složku měnových podmínek (kurz měny) za druhou. ČNB tak pro letošek očekává ještě minimálně jedno zvýšení sazeb. Hodnoty kurzu koruny i 3M PRIBORu koncem příštího roku se nijak nezměnily (24,30 a 1,8 %).

POLSKO

Polská ekonomika roste nadále velmi dobře, inflace paradoxně zůstává velmi nízko. Centrální banka prodloužila scénář neměnných sazeb až do konce roku 2020.

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

Průmyslová produkce v červnu podobně jako v květnu překvapila, a opět pozitivně, když přidala 6,8 % r/r. Za celý druhý kvartál tak produkce vzrostla o 7,2 % r/r, což bylo ještě lepší tempo než tempo růstu dosažené ve čtvrtletí prvním (5,9 %). Stavebnictví sice oproti předcházejícímu čtvrtletí mírně zpomalilo, ale i tak jeho růst zůstal nad 20 % (!) r/r (přesněji 21,7 %). Polskému průmyslu se tak v rámci zemí regionu dařilo ve druhém čtvrtletí nejlépe. Otázkou je, zda to tak bude i dále – v červenci totiž PMI zpomalil na 52,9 bodu, což je nejnižší ze tří zemí regionu (Polsko, Maďarsko, ČR).

I maloobchodní tržby si koncem prvního pololetí vedly velmi dobře. V červnu totiž přidaly reálných 8,2 %, což bylo nad tempem dosaženým v předcházejícím roce a půl. Důvody pro toto silné tempo zůstávají stejné – silně rostoucí mzdy (v červnu nominálně +7,5 % r/r) a velmi dobrý trh práce. Míra nezaměstnanosti totiž v červnu poklesla na nové historické minimum (5,9 %), po očištění o efekt sezonnosti pak, shodně s březnem, dubnem a květnem, zůstala na úrovni 6,2 %. Ani do dalších měsíců letošního roku tedy není vidět důvod, proč by poptávka domácností měla zpomalit.

Navzdory silnému růstu ekonomiky, nízké nezaměstnanosti a vysokému růstu mezd se inflace moc nezvedá. Celková inflace sice v červenci dle prvních dat vzrostla na 2,0 % (v březnu byla ještě 1,3 %), ale vzhledem k vývoji cen ropy je evidentní, že to nebylo nárůstem poptávkových tlaků – ceny paliv totiž meziročně přidaly 18,7 % r/r (a ceny potravin pak 2,1 % r/r). Ačkoliv tedy za červenec ještě nemáme k dispozici data o jádrové inflaci, je nabíledni, že se od červnové hodnoty (0,6 %) moc nelišila. Pokračuje tak paradoxní inflační vývoj, který centrální bance umožňuje zůstávat nadále v klidu.

Měnový výbor centrální banky (MPC) tak dle očekávání ponechal v červenci 2018 sazby beze změny na 1,5 %, 40. měsíc v řadě. Nic jiného se ani nedalo čekat – inflační vývoj je sice paradoxní, ale reálný. Guvernér Glapinski na tiskovce řekl, že až do konce roku 2020 (!) nevidí potřebu růstu sazeb a dodal, že bez toho, aby začala ECB zvyšovat sazby „nevidí důvod uvažovat nad utažením politiky“. S ekonomickým vývojem je MPC spokojený – „inflace je nízko, růst ekonomiky je vysoký, nerovnováhy vidět nejsou, nezaměstnanost je na historickém minimu“.

MAĎARSKO

Jako jinde v regionu ani v Maďarsku nebyla zveřejněna data o růstu HDP za druhé čtvrtletí. Maloobchodní tržby vzrostly v květnu o 7,1 % r/r (očištěné o sezonnost a počet pracovních dní), což znamenalo, že pokračoval velmi dobrý růst posledních měsíců; od září minulého roku rostou tržby průměrným meziročním tempem bezmála 7 procent. Meziměsíční růst o 1,4 % m/m byl nejrychlejší od dubna 2016. K silnému meziročnímu růstu přispěla podobně jako v minulých měsících (a podobně jako u nás) hlavně jádrová komponenta. Nadále je tento růst hnán velmi dobrým vývojem na trhu práce. **Nezaměstnanost** za duben až červen poklesla na nové historické minimum (3,6 %), což je výrazně pod přirozenou mírou nezaměstnanosti. Tento vývoj (a vládní zásahy) se pak samozřejmě odráží v růstu mezd – v květnu vzrostly nominální mzdy o 10,9 % r/r.



HLAVNÍ UDÁLOSTI

MAĎARSKO

Průmyslová produkce v květnu pokračovala v pouze pomalém růstu – po dubnových nahoru revidovaných 2,9 % přidal průmysl v květnu jen (o počet pracovních dní očištěných) 3,8 %. Vzhledem k tomu, že index PMI v červnu i v červenci zůstal pouze na úrovni 53 bodů, nedá se v následujících měsících očekávat výraznější urychlení. Podobně jako v ČR tak i maďarský průmysl doplácí na svou velkou otevřenost a vázanost na Německo (což tolik neplatí u Polska).

Celková inflace se v červnu 2018 dále zvedla, oproti květnové hodnotě 2,8 % dosáhlo červnové tempo růstu cenové hladiny 3,1 %, což je nejrychlejší tempo růstu cen od ledna 2013. Jako jinde v regionu to však bylo primárně díky růstu cen ropy a cen potravin. Jádrová inflace, která tyto složky spotřebního koše neobsahuje, vzrostla jenom mírně (z 2 % v květnu na 2,1 % v červnu). Oproti počátku letošního roku je však poptávková inflace vyšší o 0,4 p. b.

To samozřejmě není takový překotný vývoj, aby maďarskou centrální banku (MNB) vybídli k růstu sazeb, zejména pak v situaci, kdy se forint během července vrátil k hranici 320 forintů za euro. I když tedy i po červencovém zasedání zůstala tříměsíční sazba na 0,9 % a O/N depozitní sazba na -0,15 %, zápis zopakoval postoj z června, kdy došlo k definitivnímu odklonu od předchozího, přes dva roky trvající, ultraholubičích postoje. MNB tak v červenci zopakovala, že stávající uvolněné podmínky dle ní nevydrží na celém horizontu prognózy (5–8 kvartálů), ale dodala, že prozatím se nic v nastavení politiky měnit nebude.

ROPA

Ropa (Brent) během července spadla z úrovně 78 USD/barel na 74 USD/barel. Příčinou bylo zlepšení nabídky ropy v Libyi poté, co se národní těžařská společnost (National Oil Corporation) znovu dostala ke 4 instalacím, které předtím padly do rukou rebelů. Na straně poptávky pak obchodníky vystrašila hrozba obchodní války mezi USA a Čínou.

AKCIOVÉ TRHY

Pro globální akciové trhy červenec představoval příznivý měsíc, když si index MSCI World v dolarovém vyjádření připsal zisk 3,1 %. Za dobrou výkonností amerických společností (index S&P500 +3,6 %) bylo povzbuzení v podobě oznámených čísel o růstu HDP a pokračující výsledková sezóna. Zveřejněné výsledky i tentokrát vyzněly lépe než odhady analytiků, což ocenily akcie zvláště ze sektorů průmyslu, zdravotnictví a financí. Dobré výsledky o hospodaření v druhém čtvrtletí se podepsaly i na výkonnosti evropských akcií (index DJ STOXX 600 +3,1 %). Nejvyšší výkonnost předvedl sektor bank a zdravotnictví, ve ztrátě pak skončil sektor těžby nerostných surovin.

Po slabších měsících se výrazně zadařilo středoevropským akciím. Prim hrálo proxy na náš region a to polský akciový trh. Polský index WIG 30 si připsal výrazných 7,2 %. Za vysokým zhodnocením byl relativně pozitivní sentiment panující na globálních rozvíjejících se trzích a následně také to, že polský akciový trh byl od začátku roku mezi třemi nejhůře výkonnými trhy na světě. Relativně levnější valuace tak přilákaly nové investory, včetně domácích penzijních fondů, které byly v první polovině roku v nakupování akcií spíše laxní. Nejvyšší zisky si již po několikáté připsaly akcie vývojářské společnosti CD Project, s jejím očekávaným titulem Cyberpunk 2077. Maďarský index BUX klesl o 1,1 %. Český index PX si naopak připsal 2,6 %. Tahounem, s rostoucími cenami silové elektřiny, byl ČEZ, následovaný akciemi AVAST.

MSCI World Index



Zdroj: Bloomberg

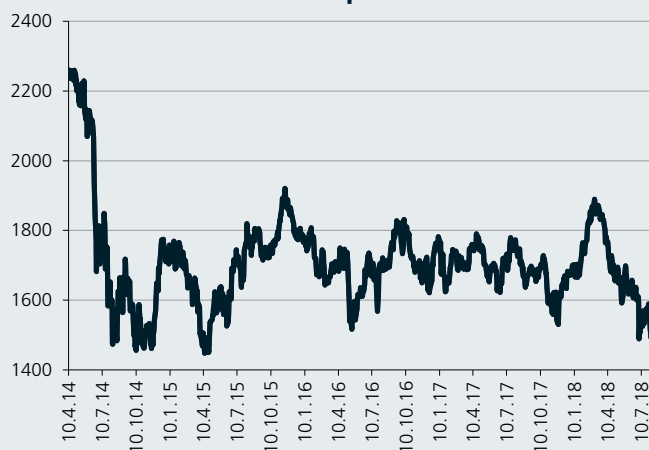


AKCIOVÉ TRHY

MSCI Emerging Markets



CECE Composite



Zdroj: Bloomberg

Akcíím rozvíjejících se zemí se v červenci dařilo lépe než v minulém měsíci. Zatímco červen byl ve znamení propadu, tak nyní se svezly s ostatními trhy a připsaly 1,93 % (vše měřeno v USD). Dařilo se hlavně regionu Latinské Ameriky, konkrétně Brazílii, která se vzpamatovává z velkého propadu způsobeného divokými stávkami dopravců v předchozích měsících. V červenci tak připsala 12,22 % a táhla globální rozvíjející se trhy hodně nahoru. Čínským akciím se delší dobu nedaří a červenec potvrdil jejich pokračující zmar. Tamní index Shanghai Shenzhen CSI 300 odepsal dalších 2,72 % a klesá tak kontinuálně prakticky od února. Důvodem je především prohlubující se obchodní válka s USA, kterou započal americký prezident Donald Trump. Asijským trhům v červenci dominovala Indie, když akciový trh zhodnotil o 6,19 %. Nejhorší výsledek v červenci zaznamenalo Turecko, které propadlo o 10,85 %. To doplácí především na autoritářský styl politiky prezidenta Erdogana a nově uvalené sankce ze strany USA. Do budoucna by rozvíjející se trhy mohly dále těžit ze silícího spotřebitele, konvergence k vyspělým ekonomikám a skutečnosti, že jsou oproti trhům rozvinutým relativně levnější. Investor, ale musí počítat s tím, že jsou zde stále velká politická rizika, na která jsou tyto země momentálně hodně náchylné.

DLUHOPISOVÉ TRHY

USA A EMU

Vývoj ve Spojených státech se v červenci nesl ve znamení mírného růstu výnosů amerických vládních dluhopisů. Desetileté výnosy vyrostly o cca 10 b. b. z 2,85 % koncem června na 2,95 % koncem července. V první srpnových dnech se na chvíli dokonce dostaly na hranici 3 %, kde nebyly od léta 2011. I na krátkém konci křivky pokračoval setrvalý růst, výnosy vzrostly až k hranici 2,7 %. Křivka tak zůstala extrémně plochá. V eurozóně byl vývoj v jádru i na periferii kvalitativně stejný (růst výnosů), kvantitativně však nikoliv. Německé desetileté výnosy vzrostly o 15 bazických bodů na 0,45 %, což však bylo pouze odmazání poklesu z června a části května; 0,45 % je tak stále hodnota nižší než v prvních 5 měsících letošního roku. Na periferii byla situace volatelnější, italské výnosy např. koncem měsíce na chvíli vzrostly i nad 3 %, a to vlivem nejistoty ohledně osudu ministra financí a ohledně rozpočtu na příští rok, o kterém začaly vládní populistické strany diskutovat.

FIREMNÍ DLUHOPISY

Vývoj na kreditním trhu byl v červenci o poznání příznivější oproti předešlým měsícům, když kreditní marže částečně korigovaly dřívější nárůsty. Pozitivně působil příliv solidních kvartálních hospodářských výsledků firem (zejména z USA, z Evropy méně), snížená nabídka nových emisí na primárním trhu a oživený zájem investorů. Proti výraznějšímu utahování kreditních marží naopak stálo pokračující rozdmýchávání obchodních válek administrativy Donalda Trumpa, hrozící ochlazením současného solidního tempa globálního obchodu. Průměrná kreditní marže indexu EUR iBoxx Corporate IG za červenec klesla o 8 b. na 73 bodů, v případě indexu spekulativního stupně (EUR iBoxx HY) ubrala 39 b. na 293 bodů. Kreditní marže dané CDS kontrakty klesly zhruba stejným tempem jako korporátní oblihační trh.



DLUHOPISOVÉ TRHY

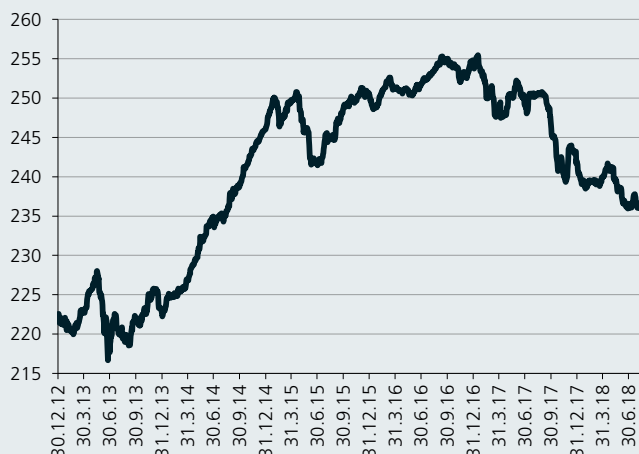
ČR

Na českém dluhopisovém trhu došlo v červenci k mírnému zploštění výnosové křivky. Výnosy na krátkém konci výnosové křivky vlivem růstu sazeb ČNB a nové prognózy slibující jejich další růst vzrostly o cca 12 bazických bodů na 1,2 %. Na dlouhém konci výnosové křivky byl vývoj stabilní – desetiletý výnos zůstal meziměsíčně na úrovni 2,2 % poté, co nejprve mírně klesal za podpory solidního zájmu zejména domácích investorů v primárních aukcích Ministerstva financí, později se však navrátil na předešlou úroveň pod vlivem stoupajících výnosů na zahraničních trzích.

POLSKO

Polskému dluhopisovému trhu se dařilo opět o něco lépe, když výnosová křivka během července mírně klesla. Cenám dluhopisů pomohlo uklidnění na měnovém trhu a potvrzení překvapivě nízké aktuální inflace spolu s utvrzením centrální bankou, že v dohledné budoucnosti nehodlá zvyšovat úrokové sazby. Obligační výnosy podél celé vládní výnosové křivky klesly zhruba o 5 b. desetiletý výnos se tak posunul k úrovni 3,1 % (a celý měsíc oscilovaly pouze mezi 3,10 a 3,20 %), dvouletý na hranici 1,6 %.

Bloomberg Barclays Czech Index



Bloomberg Barclays Poland



Zdroj: Bloomberg

TURECKO

Turecká aktiva bohužel v červenci čelila dalším výprodejům, zejména pak měnový kurz liry. Začátkem měsíce zveřejněná červnová inflace ukázala citelnou akceleraci tempa růstu cen (z důvodu předchozího měnového oslabování a částečně též silné domácí poptávky), na základě které se konsensus tržních očekávání posunul k dalšímu utažení měnové politiky zvýšením úrokových sazeb. Centrální banka však na svém zasedání koncem července k tomuto kroku nepřistoupila a nechala nastavení sazeb beze změny, což vyvolalo výrazně negativní reakci trhu. Mimo jiné to oživilo obavy, že Turecká centrální banka není politicky nezávislá a že plní instrukce prezidenta Erdogana. Pod tímto tlakem výrazně oslabily ceny vládních dluhopisů, výnosová křivka ve výsledku dále stoupla o výrazných 170–290 bps. Na konci července se turecká vládní výnosová křivka nacházela na úrovni 18–20 %. Měnový kurz TRY za červenec vůči koši měn (EUR, USD) čelil ztrátě 7 %.

MĚNY

Poté, co se po červnovém zasedání ECB dolar proti euru dostal až pod hranici 1,16, se červencové obchodování neslo v duchu oscilace bez jakéhokoliv trendu. Celý červenec byla středem pásma, ve kterém se dolar proti euru pohyboval, hranice 1,165, a obchodování probíhalo v úzkém pásmu 1,16–1,175.

V červenci se po předchozím několikátýdenním oslabování stabilizovala koruna. Ta sice ještě v prvních dnech července oslabila na 26,10, poté však celý měsíc posilovala s tím, jak se stabilizoval kurz EUR/USD a hlavně s tím, jak růst sazeb ČNB dostával stále jasnější obrysy. Koncem července tak koruna dosáhla až hranice 25,60, byť v reakci na samotné zasedání a růst sazeb zkraje srpna oslabila zhruba o deset haléřů.



DLUHOPISOVÉ TRHY

MĚNY

U **polského zlotého** byla situace stejná jako u koruny – s tím, jak ustaly odtoky kapitálu z regionu, opustil i zlotý extrémní červnové úrovně (4,40) a vrátil se pod 4,30, což byla stejná hodnota jako ta, na které se obchodoval začátkem června, tj. před jeho výraznějším oslabením. Nejinak tomu bylo v červenci i u maďarského forintu. Ten v červnu oslabil o 3,3 % a dostal se vůči euru až k úrovni 330, což byla jeho nejslabší hodnota vůbec. V červenci však podobně jako ostatní měny regionu posílil, a to až k úrovni 320.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

V souladu s očekáváním došlo s tím, jak se během července uklidnila situace na středoevropských dluhopisech (tj. poté, co se stabilizovalo euro proti dolaru), k utažení rizikové prémie mezi německými a českými dluhopisy.

Toto utažení bylo prozatím mírné, jen cca 10 bodů na 180 b. b. Tento vývoj by však dle nás měl pokračovat. Utažování rizikové prémie by mělo probíhat jak zdola (tj. růstem německých výnosů), tak i shora (mírným poklesem českých výnosů). Pokles dlouhých českých výnosů bude však ve světle toho, že ČNB přistoupila k utažení měnové politiky dřív a že bude letos v tomto počínání nejspíš ještě pokračovat, menší, než jsme původně očekávali (2 %). Vzhledem k tomu, že čekáme, že německá ekonomika už dále zpomalovat nebude a že ECB postupem času začne připravovat investory na to, že přece jen sazby zvedne, by mělo dojít k nárůstu německých výnosů směrem k úrovni 1 % v následujícím roce. Výhled na pokles českých výnosů však nadále komplikuje situace na devizovém trhu, konkrétně přetrvávající překoupenost české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž stále uložena právě v českých dluhopisech – v červnu nerezidenti drželi 36 % všech a 40 % korunových dluhopisů, což jsou podíly vpravdě signifikantní. 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.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Poté, co výnosy desetiletých polských dluhopisů dosáhly během dubna nejnižší úrovně (3 %) od listopadu 2016, se jejich úrovně stabilizovaly. Polská jádrová inflace v prvních 5 měsících letošního roku klesala, což způsobilo, že pravděpodobnost růstu sazeb v nejbližších kvartálech je nyní velmi nízká, Naproti tomu silný ekonomický růst (byť později tlačící inflaci na vyšší hodnoty) se bude dle našeho očekávání nadále promítat do příznivého fiskálního obrázku, konkrétně mj. do nižší emisní aktivity Ministerstva financí, a tím do poklesu kreditní marže vůči bezrizikovým (německým) vládním dluhopisům EMU. Polské vládní dluhopisy by tedy měly v dalším období výkonnostně překonávat své německé protějšky.

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Jsme přesvědčeni, že dosavadní negativní vývoj je přehnanou reakcí trhu, počítajícího se scénářem, že nedojde k viditelnějšímu zlepšení turecké situace a rebalancování ekonomického obrázku. My věříme, že stávající vládnoucí garnitura v čele s prezidentem Erdoganem si uvědomuje vážnost situace a začne jednat v hospodářské politice racionálně se záměrem rebalancovat přehřívající se ekonomiku utažením, před volbami rozvolněné, fiskální politiky. To doplní již zavedené zpřísněné politiky monetární (vysoké úrokové sazby centrální banky) a přes ochlazení ekonomiky povede posléze k postupnému ztlumení nyní vysoké inflace a redukci schodku běžného účtu platební bilance. Tento scénář by byl živou vodou pro turecká aktiva a jak měnový kurz TRY, tak ceny tureckých vládních dluhopisů by začaly nabírat zpět své rozsáhlé ztráty. Obligační výnosy na úrovni 20 % přitom nabízí obrovský ziskový potenciál, jenž je navíc zvýrazněný rekordně slabým a fundamentálně extrémně podhodnoceným měnovým kurzem a v současnosti výrazným podvácením zahraničních investorů.

Věříme, že turecká aktiva v brzké době svůj sestupný trend zastaví a v období následujícího roku uvidíme trend postupného ústupu požadovaných výnosů tureckých vládních dluhopisů ze současných extrémně vysokých hodnot (a tedy růst jejich cen), umocněný posílením či minimálně stabilitou měnového kurzu.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

MĚNY

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

Koruna se po červnovém oslabení v červenci opět vrátila na silnější úroveň, byť ne na úroveň tak silné, jak celý letošní rok očekávala ČNB. Vývoj v posledních dvou měsících potvrdil, že ani úroveň lehce nad 26 korun za euro ještě nejsou tak vysoké, aby spustily nekontrolovatelnou lavinu prodejů korun ze strany zahraničních spekulantů, kteří jsou v koruně zainvestováni již od konce intervencí. V dalších měsících bude korunu určitě podporovat centrální banka, která kvůli slabosti kurzu přehodnotila výhled na letošní sazby směrem nahoru. Tento rozšiřující se úrokový diferenciál bude mít tendenci tlačit kurz na silnější úroveň. Výraznějšímu posílení koruny však bude bránit tendence zahraničních investorů z koruny vystupovat, která bude dle nás patrná pod úrovní 25 korun – čím více koruna posílí, tím více bude mít tendenci se kvůli vybírání 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 zlotého očekáváme posílení. Slabá inflace sice nedovolí centrální bance hned tak zvyšovat sazby, což limituje prostor po výraznější posílení zlotého, ale ani hodnoty 4,30, na které posílil v červenci, neodpovídají silnému růstu ekonomiky a celkovému stavu polské ekonomiky. Letos tak očekáváme návrat ke 4,20.

Maďarský forint má dle nás fundamentální potenciál posílit k, či dokonce pod, hranici 300. Stávající hodnoty kolem 320 jsou podobně jako u polského zlotého neodůvodnitelně slabé a korekci těchto hodnot směrem k hranici 310 očekáváme v řádu týdnů/měsíců. Dopomocť by tomu mělo i to, že se konečně ze svého holubičího spánku probudila maďarská centrální banka. Ke zvýšení sazeb má sice stále daleko, ale aspoň už neříká, že je spíše nakloněna měnovou politikou dále uvolnit, jak tomu bylo až do června.

AKCIOVÝ TRH

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

**PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ****AKCIOVÝ TRH**

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 na akcie Moneta, jejímž cílem je stát se digitálním lídrem na českém trhu. V letošním roce by se Monetě měly stabilizovat výnosy z úroků, přičemž silný kapitálový polštář umožní výplatu štědré dividendy přinejmenším v letošním a příštím roce. Akcie Erste Bank a Vienna Insurance Group by také měly těžit z atraktivních hodnotových ukazatelů a růstu úrokových sazeb. Pozitivní jsme i na nový akciový titul AVAST. Investoři začnou postupně oceňovat celosvětovou diverzifikaci tržeb, šíři nabízených produktů proti kyber útokům 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, i když například u akcií ČEZ nevidíme výrazný stimul pro další růst cen akcií. Z polských titulů se nám líbí mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, zpracovatel masa Tarczynski, banky Pekao a Alior nebo leasingová společnost Prime Car Management. V Rumunsku jsme pozitivní na akcie rumunského restitučního fondu Fondul Proprietatea, zdravotnického konglomerátu MedLife, plynárenské společnosti 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 kursech a výnosech uvedené v tomto dokumentu nelze považovat za indikátor budoucího vývoje. Hodnota investice do podílových fondů může s časem jak stoupat, tak i klesat a Conseq Investment Management, a. s., ani jiná osoba nezaručuje návratnost původně investované částky, nepřebírá odpovědnost za jednání učiněná na podkladě údajů v tomto dokumentu uvedených a doporučuje investorům konzultovat investiční záměry s odbornými poradci. Další informace, sdělení klíčových informací, kopie statutu (prospektu) fondu a poslední výroční a pololetní zprávy můžete (zdarma) získat v sídle společnosti Conseq Investment Management, a. s., nebo na www.conseq.cz.

PODROBNĚJŠÍ INFORMACE ZÍSKÁTE

- na telefonické lince společnosti Conseq **225 988 225**
- e-mailem na adrese **fondy@conseq.cz**
- na webové stránce společnosti Conseq **www.conseq.cz**